

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020

Beslut vid regeringssammanträdet
den 14 november 2019



Innehåll

Sammanfattning.....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2020.....	3
Statsskuldsförvaltningens mål	3
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål	3
Riktlinjeprocessen	3
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	4
Statsskuldens löptid.....	4
Kostnad och risk.....	5
Marknads- och skuldvard.....	5
Positionstagande.....	5
Lån för att tillgodose behovet av statslån	6
Medelsförvaltning m.m.	6
Samråd och samverkan	7
Utvärdering.....	7
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	8
2.1 Inledning	8
2.2 Statsskulden.....	9
2.3 Lånemarknaderna.....	11
2.4 Den svenska kronan.....	13
2.5 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag	14
3 Skälen för regeringens beslut.....	15
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen	15
3.2 Valutaexponeringen lämnas oförändrad	15
3.3 Styrningen av löptiden för kronskulden och valutaskulden slås ihop	16
3.4 I praktiken oförändrad löptid	16
3.5 Andelen real kronskuld behålls oförändrad	17

Sammanfattning

Inriktning för statsskuldspolitiken

I riktlinjebeslutet för 2020 justeras styrningen av statsskuldens exponering i utländsk valuta. Justeringen innebär att valutaexponeringen ska vara oförändrad. Ett gemensamt löptidsmål för statsskulden ersätter den nuvarande styrningen som är uppdelad i kronskuld (4–6,5 år) och valutaskuld (0–1 år). Som en konsekvens av detta ändras statsskuldens löptid till 3,5–6 år.

Styrningen av kronskuldens sammansättning behålls oförändrad.

De statliga gröna obligationerna, som Riksgäldskontoret fått i uppdrag att emittera, omfattas av de övergripande riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid.

Statsskuldens sammansättning ska styras mot

- Valutaskuld: Valutaexponeringen ska vara oförändrad.
- Real kronskuld: 20 procent (långsiktigt).
- Nominell kronskuld ska utgöra resterande andel.

Löptiden (i termer av duration) för statsskulden ska styras mot

- 3,5–6 år.

Valutaexponeringen ska vara oförändrad

Sedan 2015, då regeringen beslutade att valutaexponeringen gradvis skulle minska de närmaste åren, har valutaskulden halverats. Risken med att behålla nuvarande valutaexponering bedöms som mycket begränsad och med anledning av de senaste årens utveckling på de finansiella marknaderna är det lämpligt att analysera den strategiska fördelningen i statsskulden avseende valutaexponering. Regeringen anser därför att minskningen av statsskuldens valutaexponering ska upphöra i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. En anledning till detta är att analysen kan visa att det finns skäl för

att ompröva den tidigare inriktningen om att exponeringen ska minska.

Sammanslagen löptidsstyrning

Valet av löptider för statsskuldens olika skudslag har stor betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldens förvaltning. Regeringen har i de senaste årens riktlinjebeslut stegvis justerat löptidsstyrningen för att renodla styrningen. I riktlinjerna för 2020–2023 fortsätter justeringarna för att ytterligare renodla styrningen och tydliggöra den övergripande risknivån. Ett gemensamt löptidsmål för statsskulden ger även en bättre överblick över ränteomsättningsrisken i skulden.

Kronskuldens sammansättning behålls oförändrad

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av kronskuldens sammansättning.

Mål, ansvarsfördelning och process

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

Ansvar för att målet uppfylls delas mellan regeringen och Riksgäldskontoret. Regeringen styr den övergripande risknivån via det årliga riktlinjebeslutet medan Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för riktlinjerna och i enlighet med målet. Till grund för beslutet ligger bl.a. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Riksbanken har yttrat sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer och har inga invändningar mot förslaget.

Regeringens riktlinjebeslut för 2020–2023 överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2020

Styrningen av statsskuldsporföljen bygger på en mängd analyser och diskussioner som förts över åren. Den nuvarande processen för styrning och utvärdering av statsskuldspolitiken har tillämpats sedan 1998.

Nedan redovisas riktlinjerna för 2020–2023, vilket är den beräkningshorisont som tillämpas i budgetpropositionen för 2020 (prop. 2019/20:1). Liksom för budgetpropositionen är besluten för 2021–2023 att betrakta som preliminära. För att skapa en överblick över de regelverk som styr statsskuldshöjningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Regeringens riktlinjebeslut överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag.

Statsskuldshöjningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 § budgetlagen).

Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
3. Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att:
 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(5 kap. 1 § budgetlagen).

Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag (5 kap. 6 § budgetlagen).

6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden (5 kap. 6 § budgetlagen).
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen (5 kap. 7 § budgetlagen).
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras (15 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

Tidigare lydelse	Beslutad lydelse
10.	
Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i <i>nominell respektive real kronskuld</i> , valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvård.	Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i <i>enskilda skuldslag</i> , valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvård.

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

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

Tidigare lydelse	Beslutad lydelse
12.	
Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska <i>minska. Minskningen ska högst motsvara 30 miljarder kronor per år</i> . Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.	Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska <i>vara oförändrad</i> . Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

Statsskuldens löptid

Tidigare lydelse	Beslutad lydelse
15.	
<i>Kronskuldens löptid ska vara mellan 4 och 6,5 år.</i>	<i>Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.</i>
16.	

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

17.

Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år. Punkten utgår (eftersom den separata löptiden för valutaskulden, liksom för de övriga skuldslagen, sätts enligt punkt 16.)

18.

Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15 respektive 17. *Statsskuldens löptid får temporärt avvika från den löptidsintervall som anges i punkt 15.*

19. Löptiden ska mätas som duration.

Kostnad och risk

20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
21. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
22. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
23. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
24. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
25. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
26. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvard

27. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
28. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

Positionstagande

29. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs. Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

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

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

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

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

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

Lån för att tillgodose behovet av statslån

32. 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.

33. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

Medelsförvaltning m.m.

34. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta (5 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

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

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

Samråd och samverkan

37. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse (12 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
38. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (11 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
39. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån.

Utvärdering

40. 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.
41. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
42. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
43. För upplåning på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
44. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

2.1 Inledning

I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuldshöjningen. Styrningen tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitikerna.

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. Avvägningen görs främst genom val av statsskuldens löptid. Historiskt sett har en kortare löptid inneburit lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Väljs en kortare löptid stiger å andra sidan risken i förvaltningen eftersom kortare räntor varierar mer. När räntan på en större del av skulden sätts om i varje period ökar således variationen för statsskuldens totala räntekostnader. På senare år bedöms emellertid kostnadsfördelen av att välja kortare löptid ha minskat.

Generellt sett innebär starka statsfinanser och en låg statsskuld 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 valutakurs.

Andra viktiga parametrar är statsskuldens storlek och förväntad utveckling. Statsskulden har som andel av BNP minskat sedan mitten av 1990-talet och uppgick vid 2018 års slut till 26 procent. Statsskulden är både ur ett internationellt och ur ett historiskt perspektiv låg.

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

Risker i statsskuldshöjningen

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

Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntekostnaderna på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare blir skulden för förändrade marknadsräntor.

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya. 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 refinansieringsriskerna i förvaltningen av statsskulden och att myndigheten ska säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta.

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

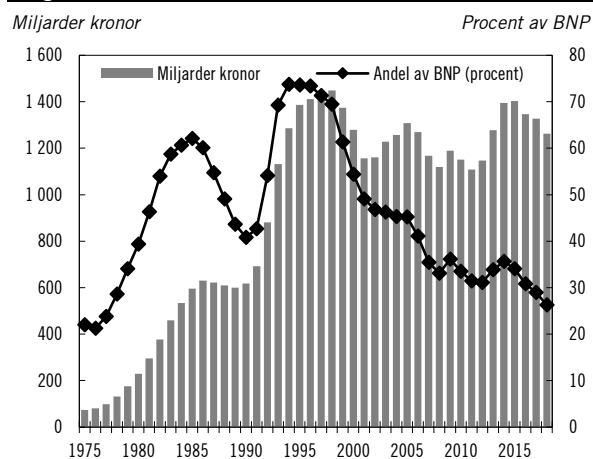
Riksgäldskontoret ska i sin årliga utvärdering av statsskuldens förvaltning rapportera hur kraven kring refinansieringsrisker uppfyllts. Slutligen bör understrykas att starka och hållbara statsfinanser är de viktigaste faktorerna för att begränsa refinansieringsrisken och finansieringsrisken i statsskulden.

2.2 Statsskulden

Historisk utveckling

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

Diagram 2.1 Okonsoliderad statsskuld 1975–2018



Källa: Riksgäldskontoret.

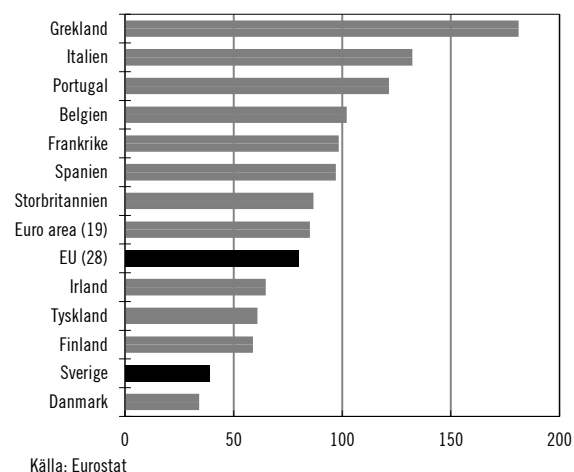
Diagram 2.1 visar hur den okonsoliderade statsskulden utvecklats sedan 1975.¹ Av diagrammet framgår att statsskulden som andel av BNP har ökat kraftigt under två perioder. Den första perioden var mellan 1976 och 1985, då statsskulden som andel av BNP ökade från 22 till 65 procent. Den andra perioden var mellan 1990 och 1995, då den ökade från 43 till 77 procent. Som framgår av diagrammet har statsskulden som andel av BNP gradvis minskat sedan mitten av 1990-talet, för att utgöra 26 procent vid 2018 års slut, vilket är en låg nivå ur ett historiskt perspektiv. Ökningen av statsskulden under åren 2009 och 2013 förklaras till stor del av att Riksgäldskontoret lånade upp utländsk valuta för Riksbankens räkning för motsvarande 100 miljarder kronor respektive år. Denna upplåning gjordes efter begäran från Riksbanken i syfte att förstärka valutareserven. Vid 2018 års slut utgjorde vidareutlåningen till Riksbanken 259 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskulden. Vidareutlåningen till Riksbanken utgör en fordran för staten och påverkar därför inte styrningen av statsskulden.

Internationell jämförelse

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

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 39 procent av BNP vid slutet av 2018. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 80 procent och för euroområdet till 85 procent.

¹ I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (65 miljarder kronor vid 2018 års slut).

Diagram 2.2 Maastrichtskuld 2018 som andel av BNP

Prognoser över statsskuldens utveckling

Statsskuldens utveckling påverkas av en mängd faktorer och att prognosticera utvecklingen på flera års sikt är därav svårt. Nedan redovisas därför flera prognoser över statsskuldens utveckling. Utöver regeringen gör Ekonomistyrningsverket (ESV), Konjunkturinstitutet (KI) och Riksgäldskontoret prognoser på de offentliga finanserna. Prognoserna har olika syfte och både prognosmetoder och tidshorisont skiljer sig åt.

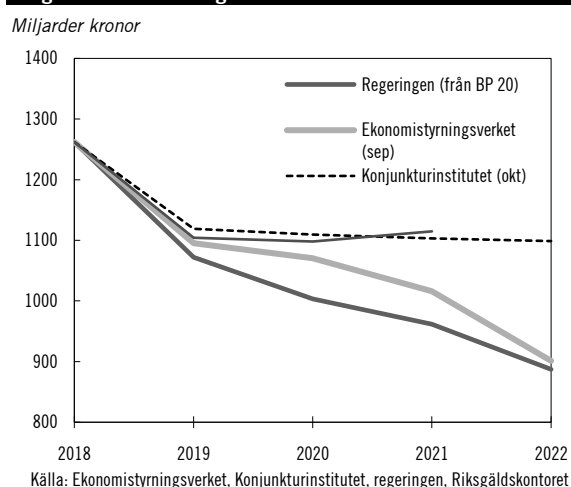
Regeringens prognoser utgör en viktig del i den politiska processen, eftersom de ligger till grund för riksdagsbeslut om skatter och utgifter. Regeringens prognos är hämtad från budgetpropositionen för 2020 (prop. 2019/20:1).

KI:s prognoser fokuserar på den real-ekonomiska utvecklingen i nationalräkenskaps-termer. I KI:s prognoser beräknas även utvecklingen för den konsoliderade statsskulden.² KI:s prognoser är hämtade från myndighetens publikation *Konjunkturläget* från oktober 2019.

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 för statens budget och de offentliga finanserna* från september 2019. Både regeringens och ESV:s prognoser

bygger på konsekvensberäkningar givet föreslaget eller oförändrat regelverk samt utifrån en viss makroekonomisk utveckling.

Riksgäldskontorets prognoser görs i kassamässiga termer och ligger till grund för myndighetens låneplanering. Genom att Riksgäldskontoret redovisar den planerade upplåningen fördelad på låneinstrument blir statspappersmarknaden mer förutsägbar. Detta bidrar långsiktigt till lägre kostnader för statsskulden. Riksgäldskontorets prognos är hämtad från publikationen *Statsupplåning - Prognos och analys 2019:3* från oktober 2019.

Diagram 2.3 Prognoser okonsoliderad statsskuld

I diagram 2.3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskulden till och med beräkningsperiodens slut 2022, bortsett från Riksgäldskontoret vars prognos sträcker sig till 2021. Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskulden i slutet av 2022 på mellan 887 och 1 099 miljarder kronor (16 respektive 20 procent av BNP). Vid 2018 års slut uppgick motsvarande skuld till 1 262 miljarder kronor eller 26 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken, som vid 2018 års slut uppgick till ca 259 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

Utsikter för svensk ekonomi enligt budgetpropositionen för 2020

Den ekonomiska utvecklingen i Sverige har stor betydelse för statsskuldens utveckling. När

² För att räkna fram den okonsoliderade statsskulden har ESV:s prognos över statliga myndigheters innehav av statspapper använts. Den okonsoliderade

statsskulden är 65–73 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskulden under perioden 2019–2022.

ekonomin är stark och sysselsättningen hög kommer mer skatter in till staten samtidigt som belastningen på trygghetssystemen minskar när arbetslösheten sjunker. En snabbt växande ekonomi medför därför i regel stärkta statsfinanser och en lägre statsskuld.

Konjunkturen i Sverige har stärkts de senaste åren och tillväxten har varit hög. Resursutnyttjandet bedöms fortfarande vara högre än normalt. Under första halvåret 2019 mattades dock den inhemska efterfrågan av. Framåtblickande indikatorer tyder på att tillväxten blir dämpad även under andra halvåret 2019. En svagare utveckling i omvärlden, minskade bostadsinvesteringar och en inbromsning i offentlig konsumtion väntas bidra till en fortsatt dämpad tillväxt även 2020.

Konjunkturläget bedöms vara balanserat 2021 och 2022. Den offentliga konsumtionen utvecklas jämförelsevis svagt 2021 och 2022, till följd av antagandet om oförändrade regler. Dessa beräkningstekniska antaganden innebär att finanspolitiken sammantaget blir åtstramande. Effekterna av detta motverkas till viss del av att penningpolitiken blir mer expansiv än vad som annars skulle vara fallet, vilket antas stimulera tillväxten i framför allt hushållens konsumtion och fasta bruttoinvesteringar. Sammantaget förväntas BNP-tillväxten 2021 och 2022 bli något lägre än genomsnittet sedan 2000 (se tabell 2.1).

Tabell 2.1. BNP-prognos (budgetpropositionen för 2020)

	2018	2019	2020	2021	2022
BNP ¹	2,4	1,4	1,4	1,8	1,9

¹ Fasta priser

Källa: Budgetpropositionen för 2020 (prop. 2019/20:1)

Sverige är en liten öppen ekonomi. Det innebär att den ekonomiska tillväxten i Sverige i stor utsträckning påverkas av utvecklingen i omvärlden.

Fortsatta handelspolitiska spänningar och införandet av handelsrestriktioner, framför allt mellan USA och Kina, har bidragit till en avmattning i världshandeln och till att den ekonomiska tillväxten förväntas bli lägre. Det råder stor osäkerhet om hur situationen kommer att utvecklas framöver. Om ytterligare handels hinder införs kan det leda till en väsentligt svagare global ekonomisk tillväxt och därmed sämre utsikter för svensk export. Även investeringar och hushållens konsumtion kan påverkas negativt. Kina har även problem med överkapacitet i statliga företag, obalanser på bostadsmarknaden och en hög skuldsättning i både den

privata och den offentliga sektorn. En kraftig inbromsning av tillväxten i Kina skulle få stora konsekvenser för utvecklingen i världsekonomin, eftersom den kinesiska efterfrågan på råvaror och andra insatsvaror utgör en viktig drivkraft.

En annan osäkerhetsfaktor rör Storbritanniens utträde ur EU. Risken för ett avtalslöst utträde bedöms vara betydande. Formerna för utträdet och den framtida relationen kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen i såväl Storbritannien som EU. Det gäller särskilt de medlemsstater i EU, däribland Sverige, som är nära sammankopplade med den brittiska ekonomin.

Klimatförändringar, extrema väderhändelser och förlust av biologisk mångfald utgör också risker för den globala ekonomin, då de kan medföra stora kostnader för både enskilda och samhället.

Flera av de ovan nämnda osäkerheterna skulle i värsta fall kunna utlösa en period med allmän finansiell oro och högre riskpremier.

Konjunkturutvecklingen i omvärlden kan också bli starkare än väntat, t.ex. om handelskonflikten trappas ned så att den globala tillförsikten tilltar. En sådan starkare ekonomisk utveckling i omvärlden skulle gynna svensk exportindustri.

Slutsats

Statsskulden är låg både ur ett historiskt och ur ett internationellt perspektiv och bedöms fortsätta minska. Prognoserna över den okonsoliderade statsskulden indikerar att skulden som andel av BNP kommer att vara lägre 2022 än vad den är i dag. Prognoserna är dock förknippade med osäkerhet. Utrymmet för risktagande i statsskuld förvaltningen bedöms i stort vara detsamma som tidigare. Den låga statsskulden medför att det är viktigt att fokusera på att upprätthålla viktiga lånekanaler för att säkra framtida upplåning till låga kostnader.

2.3 Lånemarknaderna

Avkastningskurvans lutning

Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en kraftigt positiv lutning ökar kostnadsbesparingen med att låna på kortare

löptider och tvärtom. En kortare upplåning innebär att en räntepiggång snabbare får genomslag på räntekostnaderna, eftersom skulden omsätts oftare. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna.

Historiskt sett har avkastningskurvan i regel haft en positiv lutning, dvs. långa räntor har varit högre än korta räntor. Detta skulle kunna förklaras av att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen), men mer troligt är 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 förfaller till betalning (löptidspremie). På senare år bedöms emellertid kostnadsfördelen med att välja kortare räntor ha minskat.

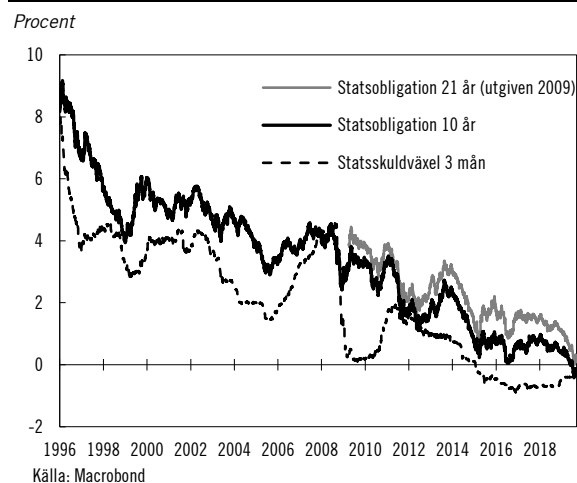
Avkastningskurvans nivå

Avkastningskurvans nivå har normalt inte betydelse för valet av löptid. Med beaktande 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 lånräntor.

Riksbanken har de senaste åren fört en expansiv penningpolitik med sikte på det penningpolitiska målet om två procents inflation. Från juli 2014 har reporäntan sänkts från 0,75 procent till -0,50 procent i februari 2016. I januari 2019 höjde Riksbanken reporäntan till -0,25 procent. Därefter har reporäntan varit oförändrad. Till följd av lägre ränteförväntningar på de finansiella marknaderna och lägre räntor i omvärlden väntas reporäntan lämnas oförändrad 2019 och 2020 för att därefter gradvis höjas.

Av penningpolitiska skäl har Riksbanken även köpt statsobligationer, vars volym uppgår till 372 miljarder kronor i slutet av september 2019.

Diagram 2.4 Svensk statsränta

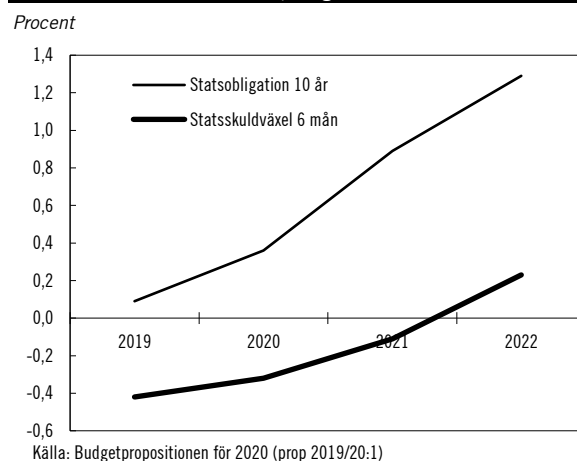


Av diagram 2.4 framgår att statsräntor fallit kraftigt sedan 2014, framförallt för de länge löptiderna. Den korta räntan, som följer reporäntans riktning, har inte fallit lika markant medan de längre räntorna periodvis har fortsatt ner. I slutet av september 2019 var räntan på en tremånaders statsskuldväxel -0,4 procent, för den tioåriga statsobligationen -0,28 procent och för den tjugoenåriga statsobligationen 0,14 procent.

Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2020 räknar regeringen med gradvis stigande räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2022. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms stiga från -0,42 procent 2019 till 0,23 procent 2022. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,09 procent till 1,29 procent under samma period, se diagram 2.5.

Diagram 2.5 Regeringens prognos för svensk statsränta, årsgenomsnitt 2018–2022



Slutsats

Historiskt sett har långa räntor varit högre än korta räntor men på senare tid har löptidspremien minskat och bedöms fortsatt vara låg framöver. Regeringen prognostiserar gradvis stigande statsräntor.

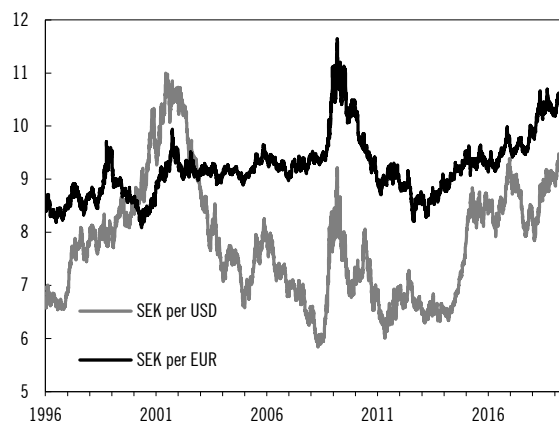
2.4 Den svenska kronan

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.

Den svenska kronans historiska utveckling

För länder med rörlig valutakurs (som Sverige) påverkas valutakursen av efterfrågan på den internationella valutamarknaden. Efterfrågan påverkas i sin tur av en mängd faktorer bl.a. förväntningarna på landets ekonomiska tillväxt, framtida ränteläge och inflation. I perioder med finansiell oro tenderar större valutor som euro och amerikanska dollar att stärkas, medan mindre valutor ofta faller i värde. Detta blev tydligt under finanskrisen 2008 och 2009 då den svenska kronan försvagades kraftigt både mot euron och den amerikanska dollarn. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan därefter. Kronan har försvagats under våren och sommaren 2019 och ligger på historiskt sett låga nivåer. Växelkursen bedöms även vara på en svag nivå i förhållande till de faktorer som kan förväntas bestämma kronans värde på lång sikt, t.ex. bytesbalansen.

Diagram 2.6 Kronans utveckling fr.o.m. 1996

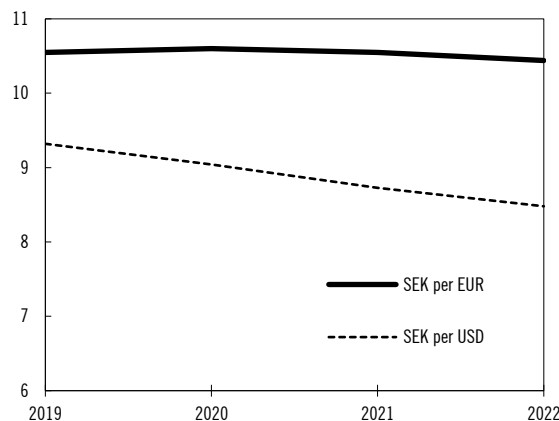


Källa: Macrobond/Riksbanken

Regeringens prognos för kronutvecklingen

I budgetpropositionen för 2020 räknar regeringen med att kronan förstärks något under prognoshorisonten, både i förhållande till euron och till den amerikanska dollarn. Års-genomsnittet för svenska kronor per euro beräknas till 10,55 under 2019 och till 10,44 under 2022. Under samma period förväntas kronan stärkas från 9,3 till 8,5 gentemot dollarn, se diagram 2.7.

Diagram 2.7 Regeringens prognos för kronan, års-genomsnitt 2018–2022



Källa: Budgetpropositionen för 2020 (prop. 2019/20:1)

Slutsats

Förändringarna på de finansiella marknaderna, inklusive ränte- och valutamarknaderna, har påverkat Riksgäldskontorets bedömning i frågan om statsskuldens sammansättning och medfört att myndigheten avser genomföra en analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. Regeringen anser att med hänsyn till den kommande analysen, att valutaexponeringen ska lämnas oförändrad till dess att resultatet av

analysens presenteras. Mandatet för positioner i svenska kronor behålls oförändrat.

2.5 Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 §). Riksbanken har inga invändningar mot Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020–2023.

3 Skälen för regeringens beslut

3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskultsförvaltningen

Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs i de årliga riktlinjerna och ska enligt dessa främst göras genom valet av skuldens sammansättning och löptid (punkt 20). Av riktlinjerna framgår att det överordnade kostnadsmålet är den genomsnittliga emissionsräntan (punkt 21) och att det överordnade riskmålet avser variationen i detta mått (punkt 22).

Statsskuldens storlek och förväntade utveckling

Avvägningen mellan kostnad och risk görs med beaktande av statsskuldens storlek och förväntade utveckling. En låg statsskuld och starka statsfinanser 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.

Statsskuldens kostnader

God ordning i statens finanser och därmed en låg statsskuld är viktiga faktorer för att säkerställa en låg kostnad för statsskulden. Stor betydelse för upplåningskostnaderna har också räntenivåerna på den svenska och globala räntemarknaden. Valutakursrörelser påverkar också statsskuldens kostnader, eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta. På motsvarande sätt påverkas realskuldens kostnader av hur inflationen (KPI) utvecklas.

Den globala och svenska räntenedgången sedan den senaste finanskrisen har bidragit till kraftigt minskade kostnader för statsskulden.

3.2 Valutaexponeringen lämnas oförändrad

Statsskuldens valutaexponering lämnas oförändrad. Regeringen anser att minskningen av

statsskuldens valutaexponering ska upphöra i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering.

Bakgrund

Inför riktlinjerna för 2015 genomförde Riksgäldskontoret en analys av valutaexponering i statsskulden. Analysen visade att valutaexponeringen inte systematiskt kunde bidra till att sänka kostnaden för statsskulden och Riksgäldskontoret konstaterade att det inte fanns något skäl att ta valutarisk om det inte leder till någon förväntad besparing. Dock bedömdes valutarisken inte utgöra något stort problem eftersom nivån på valutaskulden redan var väsentligt lägre än den varit historiskt sett och räntorna på statsskulden stod för en förhållandevis liten del av statens budget. Riksgäldskontorets slutsats styrktes även av ESV:s granskning (*Utvärdering av statusens upplåning och skuldförvaltning 2009–2013, 2018*). Eftersom det bedömdes att det inte fanns någon kostnadsbesparing fastslogs det i riktlinjerna att valutaexponeringen succesivt skulle minska de närmaste åren. Riksgäldskontoret har sedan 2015 minskat valutaexponeringen genom att köpa utländsk valuta för motsvarande 20 miljarder kronor per år, i enlighet med riktlinjerna för 2015.

På senare år har dock utvecklingen i ekonomin gått snabbt. Den överraskande utvecklingen av bl.a. räntor, löptidspremier och valutor gör att Riksgäldskontoret i förslag till riktlinjer för 2020–2023 aviserat att myndigheten avser genomföra en ny analys av valutaexponeringens strategiska storlek och återkomma med resultaten i förslag till riktlinjer för 2021–2024. Riksgäldskontoret anser att de förutsättningar som låg till grund för den senaste analysen av statsskuldens valutaexponering har förändrats och att det finns signaler om ett strukturellt skifte på de finansiella marknaderna. Bedömningarna om fördelar respektive nackdelarna med en valutaexponering i statsskulden kan därför ha förändrats och det

finns därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering bör förändras.

När minskningen av valutaexponeringen påbörjades 2015 var valutaskulden närmare 200 miljarder kronor. Valutaskulden har sedan dess minskat med ungefär hälften och uppgick den sista september 2019 till ca 100 miljarder. Risken med att behålla nuvarande valutaexponering bedöms därför som mycket begränsad. Om analysen skulle visa att det är motiverat att ha en valutaexponering, i linje med dagens nivå eller större, vore det olyckligt om valutaexponeringen först skulle minskas för att sedan öka igen.

Regeringen anser att det är lämpligt att behålla den nuvarande nivån på valutaexponeringen till dess analysen är genomförd.

Riksgäldskontoret genomför löpande valutaväxlingar. Valutahanteringen ska genomföras med förutsägbarhet, vilket medför att växlingarna sprids ut över tid. Detta medför att exponeringen på kort sikt kan variera.

3.3 Styrningen av löptiden för kronskulden och valutaskulden slås ihop

Ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela statsskulden införs. Det nya målet innefattar således både kronskulden och valutaskulden. Löptiden, mätt som duration, för statsskulden ska vara mellan 3,5 och 6 år.

Bakgrund

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

I riktlinjerna för 2020–2023 fortsätter justeringen av löptidsstyrningen för att ytterligare renodla styrningen och tydliggöra den övergripande risknivån. Ett gemensamt

styrintervall för hela statsskulden syftar till att separera valet av skuldandelar från statsskuldens löptid. Eftersom olika skuldslag har skilda löptidsmål påverkas den övergripande löptiden i statsskulden när fördelningen mellan olika skuldslag förändras. Med den föreslagna styrningen blir det tydligare vilken löptid och därmed vilken nivå på ränteomsättningsrisk som ska gälla för statsskulden, oberoende av om andelarna skulle ändras.

För att bibehålla transparensen mot marknadens aktörer ska Riksgäldskontoret fastställa interna riktlinjer för valutaskuldens löptid separat, på samma sätt som myndigheten i dag gör för real och nominell kronskuld.

Målet sätts som ett intervall eftersom det finns flera faktorer som påverkar skuldens duration vid sidan av Riksgäldskontorets agerande. Både ränta och inflation påverkar durationen. Om räntan eller inflationen stiger så minskar durationen.

3.4 I praktiken oförändrad löptid

Kort upplåning är i regel billigare än lång upplåning, vilket gör att en avvägning måste göras mellan förväntad kostnad och risk och då främst refinansierings- och ränteomsättningsrisk. De senaste åren har löptidspremierna, dvs. den kompensation som investerarna kräver för att placera i statspapper med längre löptid, minskat. Den nominella kronskuldens löptid har därför under perioden 2016–2018 förlängts med sammanlagt ett år. I praktiken har durationen i huvudsak ökat genom minskad användning av ränteswappar.

Regeringen anser inte att det finns skäl till att ytterligare förlänga löptiden. Men i och med att regeringens riktlinjebeslut för 2020 slår ihop löptidsstyrningen av kronskulden och valutaskulden blir det nya sammanlagda intervallet annorlunda än det som gällde för 2019 (se vidare avsnitt 3.3). Som en konsekvens av sammanslagningen ändras statsskuldens löptid till mellan 3,5 och 6 år. I riktlinjebeslutet för 2019 fastställde regeringen löptidsintervallet för kronskulden till mellan 4 och 6 år och till mellan 0 och 1 år för valutaskulden. Valutaskulden är liten i relation till kronskulden och har betydligt kortare löptid. En sammanvägning av riktvärdena för kronskulden och valutaskulden med skuldslagets respektive

storlek blir löptiden ungefär ett halvår kortare än för kronskulden.

3.5 Andelen real kronskuld behålls oförändrad

Regeringen ser inte skäl att ändra styrningen av kronskuldens sammansättning. Styrningen innebär att andelen real kronskuld långsiktigt ska styras mot 20 procent (punkt 11). Statsskuldens resterande andel (f.n. ca 63 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

Ekonomistyrningsverket (ESV) framförde i myndighetens granskning av statsskuld-förvaltningen att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella obligationer för att värna den marknaden (*Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017, 2018*). ESV ansåg att om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den nuvarande nivån, kan det finnas skäl att se över andelen realskuld. Riksgäldskontoret har, med anledning av ESV:s bedömning, analyserat om andelen realskuld bör ändras, i myndighetens förslag till riktlinjer för 2020–2023. Analysen visar att det inte finns några systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning. Valet av andel handlar därför om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med en minskande statsskuld blir avvägningen främst en operativ fråga om hur upplåningen ska fördelas på olika statspapper. Med de befintliga riktlinjerna väntas stocken av realobligationer minska väsentligt. Riksgäldskontoret ser därför inget behov av att sänka riktvärdet för realskuldens andel för att ge större utrymme åt nominella statsobligationer.

Nominella obligationer är statens största och viktigaste lånekälla och regeringen anser därför att det är viktigt att realobligationerna inte tränger undan emissioner i nominella obligationer och på så sätt försämrar likviditeten på den marknaden. Försämrade likviditet kan i sin tur medföra ökade kostnader och sämre låneberedskap på sikt. Med nuvarande riktlinjer kommer dock stocken realobligationer att minska väsentligt och Riksgäldskontorets analys visar inga tydliga systematiska kostnads-skillnader. Regeringen anser därför, i likhet med

Riksgäldskontoret, att riktlinjerna för andelen realobligationer ska vara oförändrad.

Riksgäldskontoret kommer under 2020 att genomföra en emission av statliga gröna obligationer. Det behövs inga särskilda riktlinjer för de gröna statliga obligationerna utan de omfattas av de övergripande riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid.