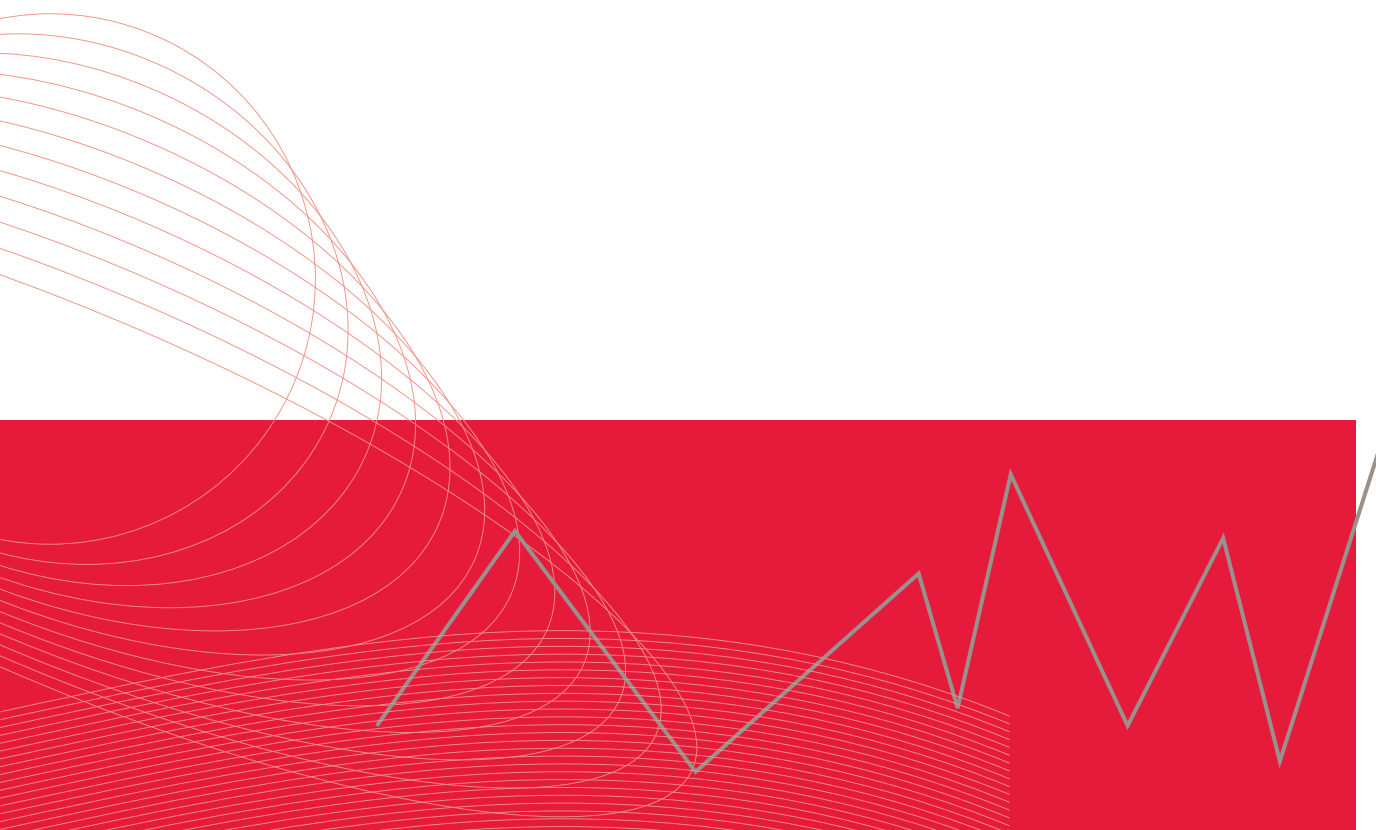


2018

# RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2018

Beslut vid regeringssammanträde  
den 9 november 2017



LÅNGSIKTIGHET KOSTNADSMINIMERING FLEXIBILITET



Regeringskansliet

## Innehåll

Sammanfattning.....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2018.....	4
1.1 Statsskuldförvaltningens mål.....	4
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	4
1.3 Riktlinjeprocessen.....	5
1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	5
1.5 Statsskuldens löptid.....	6
1.6 Kostnad och risk.....	6
1.7 Marknads- och skuldvard.....	7
1.8 Positionstagande.....	7
1.9 Upplåning på privatmarknaden.....	8
1.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	8
1.11 Medelsförvaltning m.m.....	9
1.12 Samråd och samverkan.....	9
1.13 Utvärdering.....	9
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	11
2.1 Statsskulden.....	11
2.2 Lånemarknaderna.....	14
2.3 Den svenska kronan.....	15
2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag.....	16
3 Skälen för regeringens beslut.....	17
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen.....	17
3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad.....	18
3.3 Förlängd löptid i nominell kronskuld.....	18
3.4 Ny styrning för den nominella kronskuldens löptid.....	19
3.5 Förtydligande om det överordnande kostnads måttet.....	21

# Sammanfattning

## *Inriktning för statsskuldspolitik*

I riktlinjebeslutet för 2018 görs löptiden i den nominella kronskuldens något längre. Detta minskar den framtida kostnadsvariationen för statsskulden och kan göras till en låg kostnad eftersom löptidspremierna är fortsatt låga. Det görs även rent tekniska förändringar i löptidsstyrningen av den nominella kronskulden. Det nuvarande volymriktvärdet utgår och ersätts av ett löptidsintervall för hela den nominella kronskulden.

Styrningen av de övriga skuldslagens löptid behålls oförändrad liksom styrningen av statsskuldens sammansättning.

## *Löptiden (i termer av duration) för de tre skuldslagen ska styras mot*

- Valutaskuld: 0–1 år
- Real kronskuld: 6–9 år
- Nominell kronskuld: 4,3–5,5 år

## *Statsskuldens sammansättning ska styras mot*

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

## *Förlängd löptid på statsskulden*

I årets förslag till riktlinjer har Riksgäldskontoret återigen analyserat statsskuldens löptid. Löptiden är en av flera faktorer som påverkar statsskuldens förväntade kostnad och risk. Analysen visar att kostnadsfördelen med att låna kortfristigt har minskat. Riksgäldskontoret föreslår därför att löptiden på den nominella kronskulden förlängs med 0,3 år. Regeringen delar Riksgäldskontorets uppfattning och beslutar i enlighet med förslaget. Den något längre löptiden innebär att kostnaden för den nominella kronskulden kommer att variera mindre. Styrningen av löptiden för valutaskulden och den reala kronskulden behålls oförändrade.

## *Ett gemensamt löptidsmål för styrningen av den nominella kronskulden*

Ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden införs. Det nuvarande volymsatta löptidsriktvärdet på 70 miljarder kronor för instrument med mer än tolv år till förfall utgår. Som en följd av att de långa obligationerna inkluderas i löptidsstyrningen höjs styrintervall från 2,9–3,9 år till 4,0–5,2 år. Utöver den tekniska höjningen (pga. att långa obligationer inkluderas i löptidsstyrningen) tillkommer en faktisk löptidsförlängning på 0,3 år. Intervallens breddning med 0,2 år motiveras av att durationen kommer att variera mer när de långa obligationerna inkluderas i löptidsmålet.

## *Förtydliganden om det överordnade kostnadsmålet*

Under hösten 2016 utredde Riksgäldskontoret på uppdrag av regeringen om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldens förvaltning kan underlättas (Fi2016:01559). I årets förslag till riktlinjer lämnar Riksgäldskontoret förslag på förtydligande skrivningar i samma syfte. Regeringen anser att de föreslagna skrivningarna förbättrar kopplingen mellan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning och dess utvärdering och beslutar därmed i enlighet med Riksgäldskontorets förslag.

## *Mål, ansvarsfördelning och process*

Målet för statsskuldspolitik 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 (5 kap. 5 § budgetlagen [2011:203]).

Ansvar för att målet uppfylls delas mellan regeringen och Riksgäldskontoret. Regeringen styr den övergripande risknivån i de årliga riktlinjebesluten, 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.

Åtterrapporing av måluppfyllelsen lämnas till riksdagen i form av en utvärderingsskrivelse vartannat år. Åren däremellan redovisar regeringen en preliminär utvärdering av statsskuldshörvaltningen i budgetpropositionen.

# 1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2018

**Sammanfattning:** Riktlinjebeslutet för statsskuldens förvaltning 2018 innebär att löptiden i statsskulden förlängs något. Samtidigt ändras styrningen av den nominella kronskuldens löptid. Ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden ersätter den nuvarande styrningen som är uppdelad i instrument med mindre respektive mer än tolv år till förfall. Det nya löptidsmålet för den nominella kronskulden utgörs av intervallet 4,3–5,5 år, vilket motsvarar en förlängning med 0,3 år. Löptidsintervallen för valutaskulden och den reala kronskulden behålls oförändrade på 0–1 år respektive 6–9 år. Löptiden styrs i termer av duration.

Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad. Andelen real kronskuld ska långsiktigt styras mot 20 procent. Valutaskulden ska liksom föregående år minskas med högst 30 miljarder kronor per år, exklusive förändringar i kronans valutakurs. Vidare införs några förtydligande skrivningar avseende det överordnade kostnads måttet för statsskuldens förvaltning.

Den nuvarande styrningen av statsskuldportföljen bygger på en mängd analyser och diskussioner som förts över åren. Nuvarande process för styrning och utvärdering av statsskuldspolitiken har tillämpats sedan 1998.

Nedan redovisas riktlinjerna för 2018–2020, vilket är den beräkningshorisont som tillämpas i budgetpropositionen för 2018. Liksom för budgetpropositionen är besluten för 2019–2020 att betrakta som preliminära. I de fall beslutet i enskilda riktlinjepunkter skiljer sig från Riksgäldskontorets förslag eller i förhållande till föregående års riktlinjebeslut framgår detta. För att skapa överblick över de regelverk som styr statsskuld förvaltningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

## 1.1 Statsskuld förvaltningens mål

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

## 1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. *Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret*.
3. Riksgäldskontoret får enligt budgetlagen ta upp lån till staten för att:
  1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
  2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,

3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

### 1.3 Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. *Budgetlagen.*
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. *Budgetlagen.*
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. *Budgetlagen.*
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvärd.

### 1.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

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

14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av <i>nominell skuld i kronor</i> .	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
--	---------------------------------------	------------------------------

## 1.5 Statsskuldens löptid

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
15. Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden införs och nuvarande volymriktmärke utgår. Därutöver höjs intervallet med 0,3 år; se avsnitt 3.3 och 3.4.
16. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
17. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
18. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkterna 15, 16 respektive 17.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
19. Löptiden ska mätas som duration.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

## 1.6 Kostnad och risk

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
21. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.	Överensstämmer med regeringens beslut	Förtydligande om hur kostnaden ska beräknas; se avsnitt 3.5.
22. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Förtydligande av att riskmåttet avser variationen i den genomsnittliga emissionsräntan; se avsnitt 3.5.

23. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.	Överensstämmer med regeringens beslut	Riktlinjen kompletteras mot bakgrund av att volymriktvärdet utgår; se avsnitt 3.4.
24. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
25. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
26. 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
27. 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
28. 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>29. 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, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.</p>	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje



<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>30. 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>31. 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
<p>32. Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>

## 1.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>33. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.</p> <p>Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>

<p>200 miljarder kronor för detta ändamål.</p> <p>34. 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.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
--	--	-------------------------------------

### 1.11 Medelsförvaltning m.m.

35. 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.*
36. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
37. 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

38. 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.*
39. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
40. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

### 1.13 Utvärdering

41. 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.
42. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
43. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

44. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
45. 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 2016 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 347 miljarder kronor (31 procent av BNP). Prognoser pekar på att motsvarande skuld vid 2020 års slut kommer att uppgå till mellan 1 010 och 1 211 miljarder kronor (19 respektive 23 procent av BNP). Statsskuldens storlek och förväntade utveckling förändrar inte regeringens syn på utrymmet för risktagande i statsskultsförvaltningen jämfört med föregående år. Förlängning av löptiden i den nominella kronskulden motiveras av fortsatt låga löptidspremier.

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

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. Generellt 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 växelkurs.

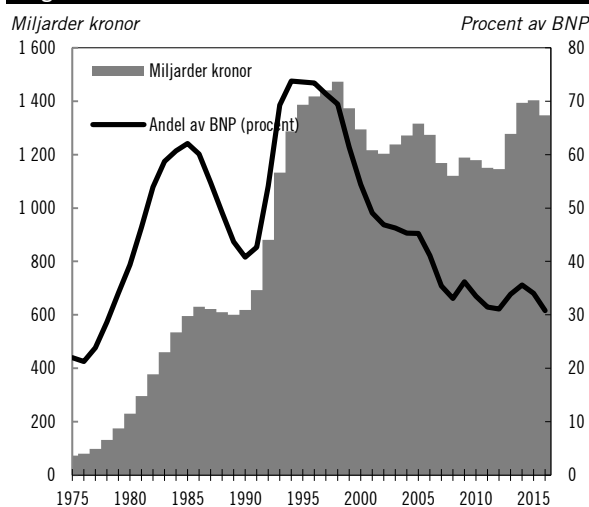
Riksgäldskontoret har möjlighet att inom givna mandat fatta beslut om avvikelser från riktvärdena. Avvikelserna görs med derivat och definieras som positioner. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

### 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 2.1 Okonsoliderad statsskuld 1975–2016**



Källa: Riksgäldskontoret

Diagram 2.1 visar hur den okonsoliderade statsskulden utvecklats sedan 1975.<sup>1</sup> 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 motsvarande andel 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 31 procent vid 2016 års slut. Ökningen av statsskulden under 2009 och 2013 förklaras till stor del av att Riksgäldskontoret lånade upp utländsk valuta för Riksbankens räkning på motsvarande 100 miljarder kronor respektive år. Denna upplåning gjordes efter begäran från Riksbanken i syfte att förstärka valutareserven. Vid 2016 års slut utgjorde vidareupplåningen till Riksbanken 257 miljarder kronor av den okonsoliderade statsskulden. Vidareutlåningen till Riksbanken utgör en fordran för staten och påverkar därför inte styrningen av statsskulden.

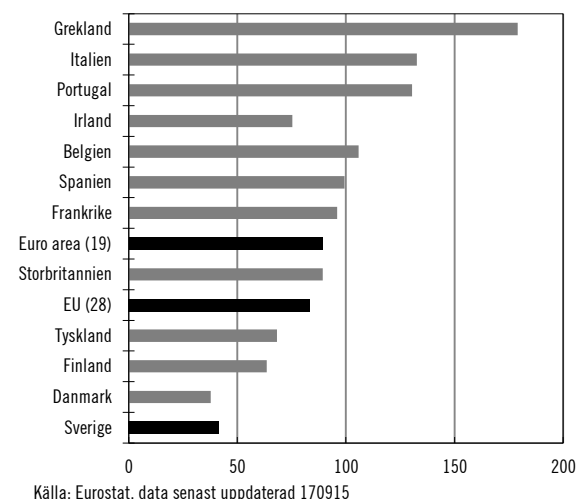
#### Jämförelse i ett internationellt perspektiv

Vid jämförelser av den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder 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 länder. Maastrichtskulden möjliggör på så sätt ökad jämförbarhet länderna emellan.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 42 procent av BNP vid slutet av 2016. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 84 procent och för euroområdet till 89 procent.

<sup>1</sup> I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (55 miljarder kronor vid 2016 års slut).

Diagram 2.2 Maastrichtskuld 2016 som andel av BNP



#### Prognoser över statsskuldens utveckling framöver

Statsskuldens utveckling påverkas av en mängd faktorer. Det ligger därmed i sakens natur att det är svårt att prognosticera utvecklingen 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 tidshorisonten 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 2018 (prop. 2017/18:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer. I KI:s prognoser beräknas även utvecklingen för den konsoliderade statsskulden.<sup>2</sup> KI:s prognos är hämtad från publikationen *Konjunkturläget* juni 2017.

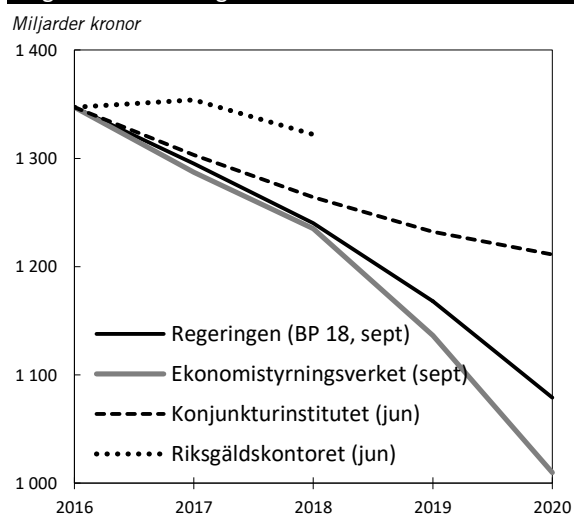
ESV:s prognoser utgör besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken. Prognoserna utgår från fattade beslut och lagförslag samt i vissa fall åtgärder som regering och riksdag aviserat. ESV:s prognos är hämtad från myndighetens publikation *Prognos Statens*

<sup>2</sup> För att räkna fram den okonsoliderade statsskulden har ESV:s prognos över statliga myndigheters innehav av statspapper använts. Den okonsoliderade statsskulden är 56–59 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskulden under perioden 2017–2020.

*budget och de offentliga finanserna* september 2017. 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 har ett beräkningstekniskt antagande om försäljningsinkomster på 5 miljarder kronor per år under prognosperioden.

Riksgäldskontorets prognoser görs i kassamässiga termer och ligger till grund för myndighetens låneplanering. Genom att redovisa 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 2017:2* från juni 2017. Prognosen över den okonsoliderade statsskulden 2018 har dock justerats upp med 106 miljarder kronor. I prognosen antogs att Riksgäldskontorets valutaupplåning för Riksbankens räkning skulle upphöra vid årsskiftet 2017/18. Detta antagande gäller inte längre då regeringen kommunicerat att beredningen av frågan har överlämnats till Riksbankskommittén, vilket innebär att något förslag inte kommer att läggas under 2017.

**Diagram 2.3** Prognoser okonsoliderad statsskuld



Källa: Ekonomistyrningsverket, Konjunkturinstitutet, regeringen, Riksgäldskontoret

I diagram 2.3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskuldens till och med beräkningsperiodens slut 2020, bortsett från Riksgäldskontoret vars prognos sträcker sig till 2018. Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskulden i

slutet av 2020 på mellan 1 010 och 1 211 miljarder kronor (19 respektive 23 procent av BNP). Vid 2016 års slut uppgick motsvarande skuld till 1 347 miljarder kronor eller 31 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken, som vid 2016 års slut uppgick till 257 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

#### *Utsikter för svensk ekonomi enligt budgetpropositionen för 2018*

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

I budgetpropositionen för 2018 redovisas en stark bild över den svenska ekonomin. De senaste två åren har Sverige haft en av de allra högsta BNP-tillväxttakterna i Europa. Både hushåll och företag är optimistiska om framtiden och under 2017 väntas BNP-tillväxten bli 3,1 procent. Under 2017 bedöms resursutnyttjandet vara högre än normalt för att stiga ytterligare något 2018. Därefter förväntas ekonomin gradvis återgå mot ett balanserat läge (se tabell 2.1).

**Tabell 2.1.** BNP-prognos (budgetpropositionen för 2018)

	2016	2017	2018	2019	2020
BNP <sup>1</sup>	3,2	3,1	2,5	2,0	2,3

<sup>1</sup> Fasta priser

Källa: Budgetpropositionen för 2018 (prop. 2017/18:1)

Det finns dock fortsatt stor osäkerhet om utvecklingen i omvärlden. Som en liten öppen ekonomi med stor exportsektor (exporten utgör ca 45 procent av Sveriges BNP) är Sveriges ekonomiska utveckling i hög grad beroende av den globala utvecklingen. Några faktorer som skulle kunna göra denna utveckling svagare är utgången av förhandlingarna om Storbritanniens aviserade utträde ur EU. En annan faktor är inriktningen för den amerikanska regeringens ekonomiska politik och säkerhetspolitik samt vilka följderna skulle bli om landet lämnar Parisavtalet. Klimatförändringars och extrema väderhändelsers effekter utgör också en risk, både för enskilda hushåll och för samhället i stort. Vidare kvarstår även riskerna för en abrupt inbromsning i den kinesiska ekonomin, liksom en hastig korrigerande av de globala tillgångspriserna.

I Sverige utgör hushållens höga skuldsättning och stigande bostadspriser fortsatt en makroekonomisk risk. Om priset på bostäder faller kraftigt eller om räntorna stiger kan högt skuldsatta hushåll komma att dra ner sin konsumtion. Detta skulle i förlängningen kunna påverka både tillväxten och sysselsättningen negativt. Dagens höga bostadsbyggande är en viktig delförklaring till den starka ekonomiska tillväxten i Sverige.

#### Slutsats

Prognoserna över den okonsoliderade statsskulden pekar på att skulden som andel av BNP kommer att vara lägre 2020 än vad den är i dag. Prognoserna är dock förknippade med osäkerhet. 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 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 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 faller till betalning (löptidspremie).

Riksgäldskontoret har i årets förslag till riktlinjer återigen analyserat statsskuldens löptid. Analysen pekar på samma slutsatser som redovisades i riktlinjeförslaget för 2016 och 2017. Analysen visar att löptidspremierna fallit över tiden för att nu vara nära noll. Även om det inte kan utslutas att premierna stiger under kommande år gör Riksgäldskontoret bedömningen att kostnadsfördelen med

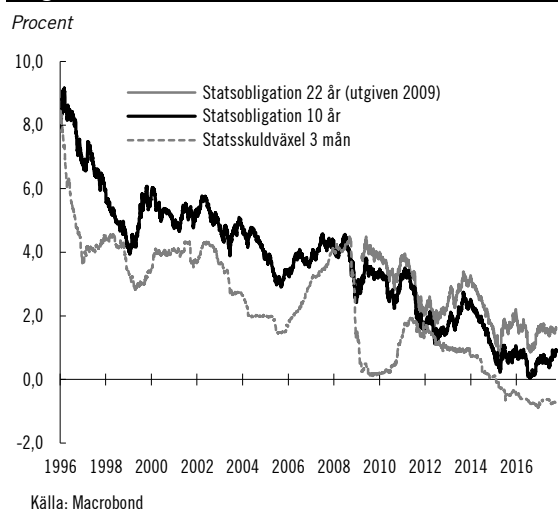
kortfristig upplåning minskat jämfört med tidigare (se avsnitt 3.3).

### 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.

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, därefter har reporäntan varit oförändrad. Av penningpolitiska skäl har Riksbanken även köpt statsobligationer, vars volym planeras att uppgå till 290 miljarder kronor i slutet av 2017.

Diagram 2.4 Svensk statsränta

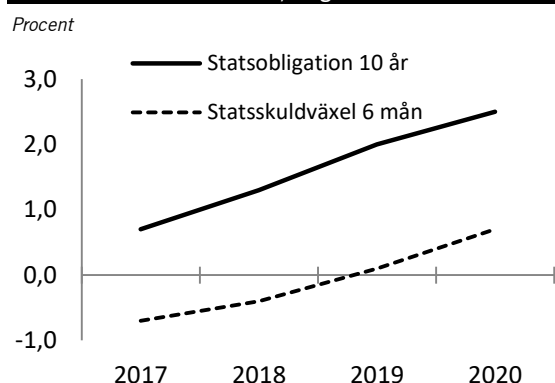


Av diagram 2.4 framgår att såväl korta som långa statsräntor fallit kraftigt sedan 2014. Den korta räntan, som följer reporäntans riktning, har fortsatt ner medan de längre räntorna periodvis har stigit något. I slutet av september 2017 var räntan på en tremånaders statsskuldväxel -0,66 procent, för den tioåriga statsobligationen 0,91 procent och för den tjugotvåriga statsobligationen 1,62 procent.

### Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2018 räknar regeringen med gradvis stigande räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2020. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms stiga från -0,7 procent 2017 till 0,7 procent 2020. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,5 procent till 2,5 procent under samma period, se diagram 2.5.

**Diagram 2.5** Regeringens prognos för svensk statsränta, årsgenomsnitt 2017–2020



Källa: Budgetpropositionen för 2018 (prop 2017/18:1)

### Slutsats

Löptidspremierna har fortsatt att falla på senare år 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.

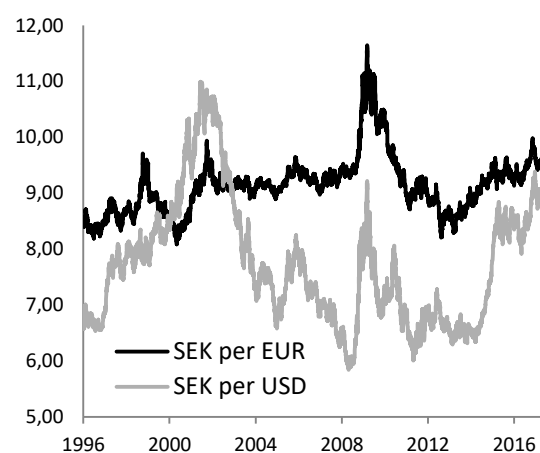
## 2.3 Den svenska kronan

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

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 amerikanska dollar och euro 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 mot den amerikanska dollarn. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan. Sedan 2011 har kronan försvagats något i förhållande till euron. Under senare delen av 2014 och under våren 2015 stärktes den amerikanska dollarn betydligt innan en försvagning inleddes strax före årsskiftet 2016/17. Under 2017 har den amerikanska dollarn fortsatt att försvagas.

**Diagram 2.6** Kronans utveckling fr.o.m. 1996

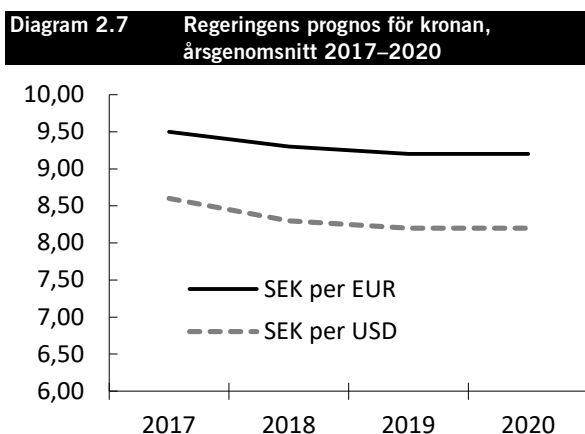


Källa: Macrobond/Riksbanken

### Regeringens prognos för kronutvecklingen

I budgetpropositionen för 2018 räknar regeringen med att kronan förstärks något under prognoshorisonten, både i förhållande till euron och till dollarn. Årsgenomsnittet för SEK per EUR beräknas till 9,50 under 2017 och till 9,20 under 2020. Motsvarande förväntas kronan under samma period stärkas från 8,60 till 8,20 gentemot den amerikanska dollarn, se diagram 2.7.





Källa: Budgetpropositionen för 2018 (prop. 2017/18:1)

### Slutsats

Bedömningar av kronans utveckling påverkar inte årets riktlinjer. Mandatet för positioner i svenska kronor behålls oförändrat (se punkt 31 i riktlinjerna).

## 2.4 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 §). Nedan framgår Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets (Riksgäldens) förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2018–2021.

”Riksbanken anser att de förslag som Riksgälden framför i riktlinjerna för statsskuldsförvaltning 2018–2021 är förenliga med de krav som penningpolitiken ställer.”

## 3 Skälen för regeringens beslut

### 3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen

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 kostnadsmåttet är den genomsnittliga emissionsräntan (punkt 21) och att det överordnade riskmåttet 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.

I slutet av 2016 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 347 miljarder kronor, vilket motsvarande 31 procent av BNP. Av skulden utgjorde 257 miljarder kronor vidareutlåning till Riksbanken. Vid 2020 års slut beräknas den okonsoliderade statsskulden uppgå till mellan 1 010 och 1 211 miljarder kronor (19 respektive 23 procent av BNP). Risker förknippade med prognoserna (se avsnitt 2.1) gör dock att utrymmet för risktagande i statsskuldförvaltningen bedöms vara oförändrat jämfört med föregående år.

#### *Statsskuldens kostnader*

God ordning i statens finanser och 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 finanskrisen har bidragit till kraftigt minskade kostnader för statsskulden. År 2016 uppgick de kostnadsmässiga statsskuldräntorna endast 6 miljarder kronor och i budgetpropositionen för 2018 beräknas motsvarande räntekostnader till 9,5 miljarder kronor för 2017. För åren 2018–2020 beräknas räntekostnaderna successivt öka för att uppgå till 15,5 miljarder kronor vid periodens slut. Ökningen beror på förväntningar om högre marknadsräntor.

#### *Risker i statsskuldförvaltningen*

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

statsskuldförvaltningen. 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. 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 varför avvägningen mellan kortare och längre löptid ändrats något. Mot denna bakgrund förlängdes löptiden för den nominella kronskulden med 0,25 år (3 månader) för 2016<sup>3</sup>. För 2017 förlängdes motsvarande löptid med 0,3 år och för 2018 med ytterligare 0,3 år. Genom att förlänga statsskuldens löptid kan riskerna (kostnadsvariationen) minska till en låg eller ingen kostnad, se avsnitt 3.3.

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 refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden (punkt 23) samt att myndigheten ska säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta (punkt 24).

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 understrykas 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. I föregående års riktlinjebeslut angavs de motiv som fortfarande gäller (avsnitt 3.2). Styrningen innebär att andelen real kronskuld långsiktigt ska styras mot 20 procent och att valutaskulden ska amorteras med högst 30 miljarder kronor per år. Statsskuldens resterande andelen (f.n. runt 65 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

### **3.3 Förlängd löptid i nominell kronskuld**

Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år (punkt 15). Detta motsvarar en löptidsförlängning med 0,3 år efter de tekniska effekter som följer av att löptidsstyrningen för instrument med kortare respektive längre löptid än tolv år till förfall slås samman (se avsnitt 3.4).

Riksgäldskontoret har i årets förslag till riktlinjer återigen analyserat statsskuldens löptid. Löptiden är en av flera faktorer som påverkar statsskuldens förväntade kostnad och risk.

<sup>3</sup> Avser instrument i nominell kronskuld med upp till tolv år till förfall. Löptiden för instrument i nominell kronskuld med mer än tolv år till förfall styrdes av ett mål för den utestående volymen. Detta mål påverkas inte av den förlängda löptiden.

Historiskt har avkastningskurvan i regel haft en positiv lutning, dvs. korta räntor har varit lägre än långa räntor. Under många år utgick analysen bakom valet av löptid från att skillnaden mellan korta och långa räntor till stor del berodde på att marknadsaktörerna krävde kompensation för att binda pengar (löptidspremie). Löptidsränteskillnaden har också sin förklaring i att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntar sig att räntorna ska stiga (förväntningshypotesen).

Hur stor del av löptidsränteskillnaden som utgörs av löptidspremier respektive förväntningar är inte observerbart. Olika metoder och modeller har därför utvecklats för att uppskatta de båda komponenternas storlek var för sig. Sedan några år tillbaka använder Riksgäldskontoret en räntemodell som utvecklats vid Federal Reserve Bank of New York. Vid beräkning av löptidspremien på svenska statsobligationer har 1–10 åriga svenska swappräntor från perioden 1995–2017 använts. De senaste årens analyser har visat att löptidspremien fallit över tiden och att den sedan några år tillbaka förefaller vara närmare noll. En viktig förklaring till varför löptidspremierna minskat sedan mitten av 1990-talet är att inflationsmålet vunnit trovärdighet. På senare år har Riksbankens expansiva penningpolitik, bl.a. innefattande köp av statsobligationer, liksom nya regleringar om att försäkringsbolag i högre grad måste matcha sina långa åtaganden sannolikt bidragit till att löptidspremien minskat. Ytterligare förklaring finns troligtvis också i att allt fler bolånetagare väljer rörliga bolån. När efterfrågan på kortfristiga lån ökar faller löptidspremierna.

Även om löptidspremier kan variera kraftigt över tiden och det inte går att utesluta att premien stiger igen delar regeringen Riksgäldskontorets syn om att skälen för att låna kortfristigt har försvagats och att statsskuldens löptid bör förlängas. Styrningen av löptiden för valutaskulden och den reala kronskulden behålls oförändrade.

### 3.4 Ny styrning för den nominella kronskuldens löptid

Ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden införs. Det nuvarande volymsatta löptidsriktvärdet på 70 miljarder kronor för instrument mer än tolv år till förfall utgår. Som en följd av att de långa obligationerna inkluderas i löptidsstyrningen höjs styrintervallerna från 2,9–3,9 år till 4,0–5,2 år. Intervallens breddning med 0,2 år motiveras av att durationen kommer att variera mer när de långa obligationerna inkluderas i löptidsmättet. Utöver den tekniska höjningen (pga. att långa obligationer inkluderas i löptidsstyrningen) tillkommer en faktisk löptidsförlängning på 0,3 år (se avsnitt 3.3).

#### *Bakgrund*

Löptidsstyrningen som nu ersätts har sin bakgrund i finanskrisen 2008–2009. Regeringen gjorde det då möjligt för Riksgäldskontoret att emittera en statsobligation med lång löptid genom att upphäva det tidigare löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden (dnr Fi2009/2510). Det huvudsakliga skälet var att Riksgäldskontoret skulle ges möjlighet att låsa in räntor som ur ett långsiktigt perspektiv framstod som låga. Till detta angavs argument om behovet av att sprida upplåningen på fler löptider i en situation när utsikterna för statsfinanserna försämrades och osäkerheten tilltog. Av beslutet framgick att Riksgäldskontoret, i det fall en statsobligation med lång löptid emitterades, skulle lämna förslag till ett nytt riktmärke för den nominella kronskulden.

I slutet av mars 2009 emitterade Riksgäldskontoret en 30-årig nominell statsobligation. Av detta följde att Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2010 innehöll en modell där löptidsstyrningen av den nominella kronskulden delats in i instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall. Regeringen beslutade att implementera löptidsstyrningen i enlighet med Riksgäldskontorets förslag. Den nya styrmodellen innebar att instrument med löptid upp till tolv år skulle styras mot ett löptidsriktmärke på tre år, medan instrument med längre löptid än tolv år skulle begränsas av ett volymtak på 60 miljarder kronor. Därefter har löptidsstyrningen justerat vid flera tillfällen och under perioden 2013–2017 tillämpades ett

riktvärde på 70 miljarder kronor för instrument med mer än tolv år till förfall. I riktlinjerna för 2014 gjordes ett förtydligande om att riktvärdet för den utestående volymen ska vara långsiktigt.

#### *Omräkningen till ett gemensamt löptidsmål*

Det gemensamma löptidsmålet (intervallet) för den nominella kronskulden ska styras och mätas med Macaulay-duration, vilket även gäller för löptidsstyrningen i dag. Skillnaden är att det nya målet även omfattar instrument med mer än tolv år till förfall – vilket innebär att alla låneinstrument i kronor och alla derivat i kronor som Riksgäldskontoret har utestående omfattas av målet (med undantag för realobligationer). I dag omfattas inte volymerna i de två längsta statsobligationslånen SGB 1053 och SGB 1056. Den sista juni 2017 hade de båda lånen en återstående löptid på 22 år respektive 15 år och lånevolymer uppgick sammanlagt till 59 miljarder kronor. Detta motsvarade nio procent av den totala nominella kronstocken som vid samma tidpunkt uppgick till 659 miljarder kronor. Durationen för de båda obligationer är sammantaget knappt 16 år.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer redovisas antaganden för de beräkningar som leder fram till förslaget om ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden. Antagandena bygger i stor utsträckning på uppgifter från Riksgäldskontorets rapport *Statsupplåning – prognos och analys 2017:2* från i juni 2017. Ur rapporten har prognoser över det primära lånebehovet och låneplaner hämtats. Utöver dessa tidigare publicerade uppgifter har Riksgäldskontoret även skissat på fyra olika räntescenarier. Syftet med dessa är att fånga in i vilken utsträckning durationen påverkas av ränteförändringar (högre ränta leder till lägre duration). Basscenariot bygger på stoppräntor per den sista juni 2017. Övriga tre scenarier innebär att räntekurvan parallellskiftas med en procentenhet nedåt samt en respektive två procentenheter uppåt.

Beräkningarna i basscenariot ger en genomsnittlig löptid på 4,8 år. I takt med att de långa obligationerna blir kortare faller durationen ner mot 4,5 år 2021. Så länge Riksgäldskontoret inte introducerar någon ny lång obligation bör löptidsintervallet kunna ackommodera en sådan mekanisk minskning i durationen. Sannolikhetsfördelningen kring den framtida ränteutvecklingen talar också för att

intervallets mittpunkt bör vara något lägre ner. Det torde vara högre sannolikhet för högre än för lägre räntor. Om räntorna stiger faller durationen.

Sammantaget innebär Riksgäldskontorets förslag att styrintervallet av tekniska skäl bör höjas från 2,9–3,9 år till 4,0–5,2 år. Regeringen delar Riksgäldskontorets syn kring varför mitten av intervall (4,6 år) ska vara något lägre än det som framkommer av basscenariot (4,8 år). Regeringen delar även Riksgäldskontorets syn kring varför styrintervallet breddas med 0,2 år. När de långa obligationerna inkluderas i styrmåttet kommer durationsmåttet att variera med 10–20 procent mer jämfört med idag. Utöver den tekniska höjningen tillkommer en faktisk löptidsförlängning på 0,3 år. Skälen för löptidsförlängning framgår i avsnitt 3.3.

#### *Refinansieringsrisk och långa obligationer*

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2013 och i regeringens beslut för samma år fördes utförliga resonemang kring hur refinansieringsrisken begränsas. Bakgrunden var ett uppdrag till Riksgäldskontoret om att se över hur riktlinjerna i större utsträckning kan beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. I riktlinjerna för 2013 infördes en ny punkt (nuvarande punkt 23) om att Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. I riktlinjerna för 2018 kvarstår denna punkt. Däremot utgår den specifika styrningen av instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall som innebär att det långsiktiga riktvärdet för utestående volym ska vara 70 miljarder kronor (punkt 16 i riktlinjerna för 2017). För att understryka att Riksgäldskontoret kan ge ut långa obligationer även i fortsättningen, när det bedöms ändamålsenligt i förhållande till målet om kostnadsminimering med beaktande av risk, kompletteras punkt 23 i riktlinjerna med den kursiva texten ”Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i statsskulden, *bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.*” En beskrivning av på vilka sätt refinansieringsrisken i statsskulden beaktas framgår i avsnitt 3.1 ovan.

### 3.5 Förtydligande om det överordnade kostnadsmåttet

Riksgäldskontoret har på regeringens uppdrag under hösten 2016 utrett om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen kan underlättas (Fi2016:01559). Uppdraget byggde på resultat och iakttagelser från regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015 (skr. 2015/16:104).

*Kostnadsmåttet i utvärderingsunderlaget görs analogt med riktlinjerna och definieras tydligare*  
Förslaget från Riksgäldskontoret går i korthet ut på att måtten som används i underlaget för utvärderingen av statsskuldens förvaltning: i) periodiserad kostnad och ii) genomsnittlig emissionsränta, ska ersättas.

Skälet till detta är att måttet i) periodiserad kostnad är svårt att förstå, särskilt för instrument vars framtida kassaflöde är okända som realobligationer och instrument i utländsk valuta. För dessa instrument revideras kostnaden retroaktivt i takt med att tidigare gjorda antaganden ersätts av nya utfall.

Det nya kostnadsmåttet ”den genomsnittliga emissionsräntan” utgår från att kostnaden ska beräknas (som tidigare) utifrån respektive instruments emissionsränta men att variationen i inflation och valutakurser ska kostnadsföras löpande. På detta sätt kommer inte kostnaden att revideras bakåt i tiden. Värderingsmetoden följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder som hålls till förfall och används sedan tidigare i Riksgäldskontorets finansiella redovisning av statsskuldsförvaltningen.

I riktlinjebesluten har det gängse synsättet varit att orealiserade marknadsvärdeförändringar inte ska ses som en kostnad. Statsskuldens kostnad ska i stället bestämmas utifrån den ränta som rådde vid emissionstillfället plus utfallet för inflation och valutakursförändringar. Motivet till detta är att statsskuldsförvaltningen ska ses ur ett långsiktigt perspektiv och att Riksgäldskontoret i regel håller obligationerna till förfall.

I utvärderingsunderlaget för statsskuldens förvaltning redovisar Riksgäldskontoret genomsnittlig emissionsränta (GER) som en ögonblicksbild av räntekomponenten i

totalkostnaden. För att undvika sammanblandning mellan det nya kostnadsmåttet och GER görs följande förtydligande (kursiv text) i riktlinjepunkt 21:

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

*Definitionen av det överordnade riskmåttet görs också tydligare*

Till det överordnade kostnadsmåttet finns ett kopplat riskmått. Riskmåttet ska mäta variationen i det överordnade kostnadsmåttet. Genom att kostnaden mäts utifrån principen att skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde kommer marknadsvärdeförändringar till följd av ändrade marknadsräntor under lånets löptid inte att räknas som risk. Effekten av ändrade marknadsräntor kommer dock att påverka kostnadsvariationen i takt med att gamla lån ersätts med nya. Detta följer tidigare praxis om att orealiserade marknadsvärdeförändringar inte ska ses som en kostnad. Kostnaderna och kostnadsvariationen påverkas dock av marknadsvärdeförändringar vid återköp, eftersom värden realiseras. Inflations- och valutakursförändringar kommer också att fångas upp i både kostnads- och riskmåttet. För att förtydliga riskmåttet görs följande tillägg (kursiv text) i riktlinjepunkt 22:

- Det överordnade riskmåttet ska vara *variationen* i den genomsnittliga emissionsräntan.



