

# Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019

Beslut vid regeringssammanträde  
den 15 november 2018



## Innehåll

Sammanfattning.....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2019.....	3
Statsskuldsförvaltningens mål .....	3
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål .....	3
Riktlinjeprocessen .....	4
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar .....	4
Statsskuldens löptid.....	5
Kostnad och risk.....	5
Marknads- och skuldvard.....	6
Positionstagande.....	6
Lån för att tillgodose behovet av statslån .....	6
Medelsförvaltning m.m. ....	7
Samråd och samverkan .....	7
Utvärdering.....	7
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	8
2.1 Inledning .....	8
2.2 Statsskulden.....	8
2.3 Lånemarknaderna.....	11
2.4 Den svenska kronan.....	12
2.5 Riksbankens remissyttrande över Riksgäldskontorets förslag .....	13
3 Skälen för regeringens beslut.....	14
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen	14
3.2 Styrningen av statsskuldens sammansättning behålls oförändrad	15
3.3 I praktiken oförändrad löptid .....	15
3.4 Styrningen av löptiden för den reala och den nominella skulden i kronor slås ihop .....	15
3.5 Upplåning på privatmarknaden.....	16
3.6 Om medelsförvaltning och statens kassaöverskott .....	17

# Sammanfattning

## *Inriktning för statsskuldspolitiken*

I riktlinjebeslutet för 2019 slås löptidsstyrning av den nominella och den reala kronskulden ihop. Som en konsekvens av detta ändras kronskuldens löptid till mellan 4 och 6,5 år. Ett gemensamt löptidsmål för kronskulden ersätter den nuvarande styrningen som är uppdelad i nominell (4,3–5,5 år) och real kronskuld (6–9 år). I riktlinjebeslutet utgår även lydelsen om upplåning på privatmarknaden.

Styrningen av valutaskuldens löptid behålls oförändrad liksom styrningen av statsskuldens sammansättning.

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

- Valutaskuld: 0–1 år
- Kronskuld: 4–6,5 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.

## *Ändrad skuldslagsstyrning och löptid på statsskulden*

I förslaget till riktlinjer har Riksgäldskontoret analyserat förhållandet mellan löptid och kostnad för real kronskuld och nominell kronskuld. Enligt Riksgäldskontorets kvalitativa och kvantitativa studier är relationen densamma vilket innebär att det inte längre finns skäl att styra löptiden för de två skuldslagen separat. Ytterligare fördelar med ett gemensamt styrmått för kronskulden är bättre överblick av risknivån och att styrintervall kan minskas jämfört med nuvarande intervall för realskulden. Löptiden är en av flera faktorer som påverkar statsskuldens förväntade kostnad och risk.

## *Mål, ansvarsfördelning och process*

Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203). Målet är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Målet är även 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 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. Regeringens riktlinjebeslut för 2019 överensstämmer i huvudsak med Riksgäldskontorets förslag.

Riksbanken har yttrat sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer. Riksbanken har inga invändningar mot Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019–2022. Däremot har Riksbanken synpunkter på Riksgäldskontorets åtgärd att använda kassamedel till att refinansiera lån i utländsk valuta (se vidare avsnitt 3.6).

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

# 1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2019

Styrningen av statsskuldportföljen 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 2019–2021, vilket är den beräkningshorisont som tillämpas i budgetpropositionen för 2019. Liksom för budgetpropositionen är besluten för 2020–2021 att betrakta som preliminära. För att skapa en överblick över de regelverk som styr statsskuld förvaltningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Regeringens riktlinjebeslut avseende löptid och sammansättning överensstämmer helt med Riksgäldskontorets förslag. Punkt 32 i gällande riktlinjebeslut; Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden, utgår (se avsnitt 3.5).

## Statsskuld förvaltningens mål

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

## 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
<b>10.</b>	
Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.	Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, <i>löptiden i nominell respektive real kronskuld</i> , valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

## Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skuldslagets andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.
12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst motsvara 30 miljarder kronor per år. 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
<b>15.</b>	
<i>Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år.</i>	<i>Kronskuldens löptid ska vara mellan 4 och 6,5 år.</i>
<b>16.</b>	
<i>Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.</i>	<i>Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella respektive reala kronskulden.</i>
17. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.	
<b>18.</b>	
Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 16 respektive 17.	Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15 respektive 17.
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 kostnads måttet 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 positionstagnation 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 skuldvärdsåtgärder 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 på en övergripande nivå avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldshöjningen. Styrningen tar sin utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitik.

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. Detta beror på att avkastningskurvan antas ha en positiv lutning över tiden. 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 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. Vid slutet av 2017 uppgick den okonsoliderade statsskulden till 1 328 miljarder kronor (29 procent av BNP). Prognoser pekar på att motsvarande skuld vid 2021 års slut kommer att uppgå till mellan 874 och 1 113 miljarder kronor (16 respektive 21 procent av BNP). Statsskuldens storlek och förväntade utveckling förändrar inte regeringens syn på utrymmet för risktagande i statsskuldshöjningen jämfört med föregående år.

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.

### 2.2 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 1975–2017**

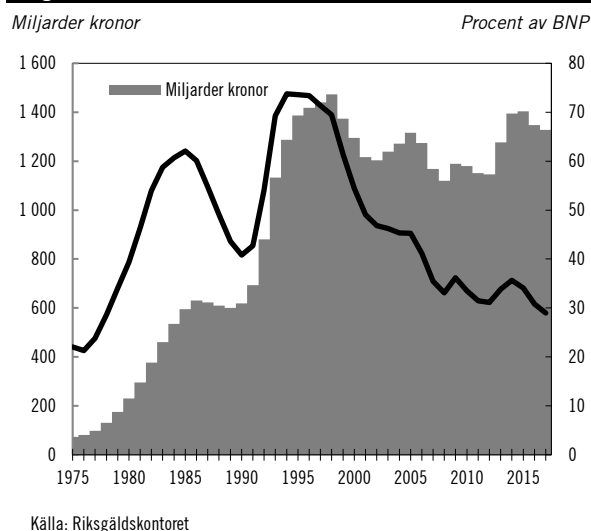


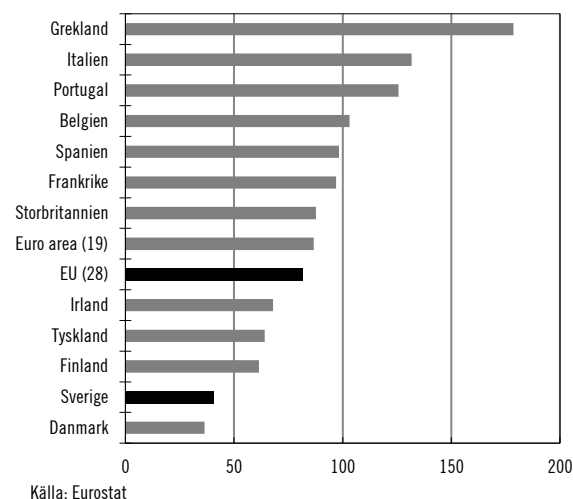
Diagram 2.1 visar hur den okonsoliderade statsskulden utvecklats sedan 1975.<sup>1</sup> Av diagrammet framgår att statsskulden som andel av BNP har ökat kraftigt under två perioder. Den första perioden var mellan 1976 och 1985, då statsskulden som andel av BNP ökade från 22 till 65 procent. Den andra perioden var mellan 1990 och 1995, då 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 29 procent vid 2017 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 2017 års slut utgjorde vidareutlåningen till Riksbanken 238 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 medlemsländer 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 medlemsländer. Maastrichtskulden möjliggör på så sätt ökad jämförbarhet mellan länderna.

För Sveriges del uppgick Maastrichtskulden till 41 procent av BNP vid slutet av 2017. Vid samma tillfälle uppgick motsvarande andel för EU som helhet till 82 procent och för euroområdet till 87 procent.

Diagram 2.2 Maastrichtskuld 2017 som andel av BNP



#### Prognoser över statsskuldens utveckling

Statsskuldens utveckling påverkas av en mängd faktorer. Det är därför 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. Prognosmetoder och tidshorisont 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 2019 (prop. 2018/19:1).

KI:s prognoser fokuserar på den realekonomiska utvecklingen i nationalräkenskapstermer. I KI:s prognoser beräknas även utvecklingen för den konsoliderade statsskulden.<sup>2</sup>

ESV:s prognoser utgör besluts- och diskussionsunderlag för finanspolitiken. Prognoserna utgår från fattade beslut och lagförslag samt i vissa fall åtgärder som regering och riksdag aviserat. ESV:s prognos är hämtad från myndighetens publikation *Prognos Statens budget och de offentliga finanserna* från augusti 2018. Både regeringens och ESV:s prognoser

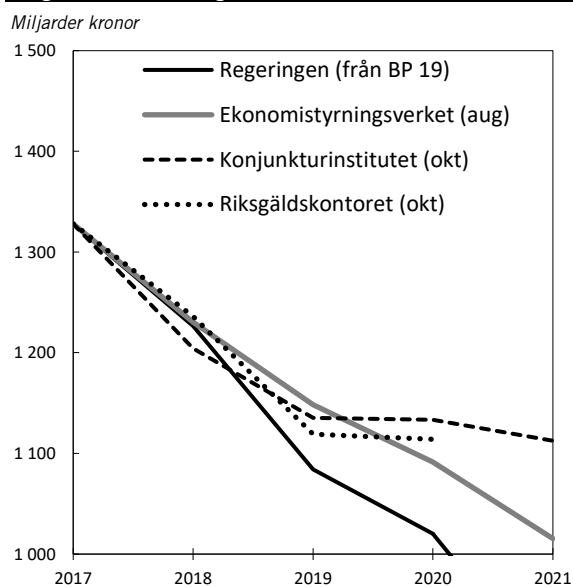
<sup>1</sup> I budgetpropositionen redovisas främst konsoliderad statsskuld. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld utgörs av statliga myndigheters innehav av statspapper (63 miljarder kronor vid 2017 års slut).

<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 63–67 miljarder kronor högre än den konsoliderade statsskulden under perioden 2018–2021.

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

Riksgäldskontorets prognoser görs i kassamässiga termer och ligger till grund för myndighetens låneplanering. Genom att 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 2018:3* från oktober 2018.

**Diagram 2.3** Prognoser okonsoliderad statsskuld



I diagram 2.3 redovisas de olika myndigheternas prognoser över den okonsoliderade statsskulden till och med beräkningsperiodens slut 2021, bortsett från Riksgäldskontoret vars prognos sträcker sig till 2020. Prognoserna visar ett spann för den okonsoliderade statsskulden i slutet av 2021 på mellan 874 och 1 113 miljarder kronor (16 respektive 21 procent av BNP). Vid 2017 års slut uppgick motsvarande skuld till 1 328 miljarder kronor eller 29 procent av BNP. Vidareutlåning till Riksbanken, som vid 2017 års slut uppgick till 238 miljarder kronor, ingår i prognoserna.

#### *Utsikter för svensk ekonomi enligt budgetpropositionen för 2019*

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.

BNP-tillväxten har under de senaste åren varit hög i Sverige. Resursutnyttjandet i svensk ekonomi har ökat sedan 2013 och bedöms vara högre än normalt 2018 och 2019. En expansiv penningpolitik har bidragit till en stark utveckling av inhemsk efterfrågan, såsom investeringar och konsumtion. Samtidigt har en gynnsam omvärldskonjunktur bidragit till en stadig exportefterfrågan. Under första halvåret 2018 växte BNP i fortsatt hög takt, mycket tack vare en hög tillväxt i hushållskonsumtionen.

Den robusta utvecklingen väntas fortsätta även under andra halvåret 2018. Företagen är fortsatt optimistiska om konjunktursikterna. Hushållen är mindre optimistiska om framtiden än företagen, men deras optimism har ökat de senaste månaderna. BNP-tillväxten bedöms mattas av något 2019, främst till följd av lägre bostadsinvesteringar och mindre bidrag från offentlig konsumtion än under föregående år. För 2020 och 2021 beskrivs ett scenario där konjunkturläget går mot ett balanserat resursutnyttjande och att aktiviteten i svensk ekonomi mattas av. BNP-tillväxten förväntas därför bli lägre 2020 och 2021, jämfört med de närmast föregående åren (se tabell 2.1).

**Tabell 2.1.** BNP-prognos (budgetpropositionen för 2019)

	2017	2018	2019	2020	2021
BNP <sup>1</sup>	2,1	2,5	2,1	2,0	1,6

<sup>1</sup> Fasta priser

Källa: Budgetpropositionen för 2019 (prop. 2018/19:1)

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

USA har infört tullar på importerat stål och aluminium från ett flertal handelspartners, däribland EU. Samtidigt har USA också infört tullar på en stor del av importen från Kina. Detta har lett till att Kina infört åtgärder riktade mot delar av importen från USA. Det råder stor osäkerhet om hur situationen kommer att utvecklas framöver. En eskalerande handelskonflikt som eventuellt omfattar ytterligare länder skulle kunna leda till en väsentligt svagare global ekonomisk utveckling än i prognosen.

En annan osäkerhetsfaktor är hur den framtida ekonomiska och politiska relationen mellan EU och Storbritannien kommer att se ut efter att

Storbritannien lämnat unionen i mars 2019. Resultatet av de pågående förhandlingarna kommer att påverka den ekonomiska utvecklingen i såväl Storbritannien som de EU-länder, däribland Sverige, som är nära sammankopplade med den brittiska ekonomin.

Om räntorna i omvärlden skulle stiga snabbare än väntat skulle detta kunna medföra en sämre ekonomisk utveckling än i prognosen på grund av sjunkande tillgångspriser, lägre investeringar och lägre konsumtion.

Många framväxande ekonomier är finansiellt sårbara på grund av stora bytesbalansunderskott, hög skuldsättning och svaga balansräkningar i banksektorn. Dessa ekonomier är därtill känsliga för stigande räntor i omvärlden, vilket kan leda till stora och snabba kapitalutflöden och försvagade växelkurser. Eftersom många lån är i utländsk valuta ökar försvagade växelkurser sårbarheten ytterligare. I de flesta fall har dock sådana kriser liten effekt på svensk ekonomi.

En kraftig inbromsning av tillväxten i Kina skulle få stora effekter på världsekonomin, inklusive den svenska, eftersom den kinesiska efterfrågan på råvaror och andra insatsvaror utgör en viktig drivkraft för den globala tillväxten. Landet har fortfarande problem med överkapacitet i statliga företag och regionala obalanser på bostadsmarknaden och marknaden för kommersiella fastigheter. Dessutom skulle en eskalerad handelskonflikt kunna slå hårt mot Kinas ekonomi.

Konjunkturutvecklingen i omvärlden kan också bli starkare än väntat. I EU är resursutnyttjandet relativt lågt och penningpolitiken expansiv. I USA är det tänkbart att den expansiva finanspolitiken kan komma att få större effekter än väntat 2018 och 2019. En starkare utveckling i omvärlden skulle gynna svensk exportindustri.

#### *Slutsats*

Prognoserna över den okonsoliderade statsskulden pekar på att skulden som andel av BNP kommer att vara lägre 2021 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.

## 2.3 Lånemarknaderna

### *Avkastningskurvans lutning*

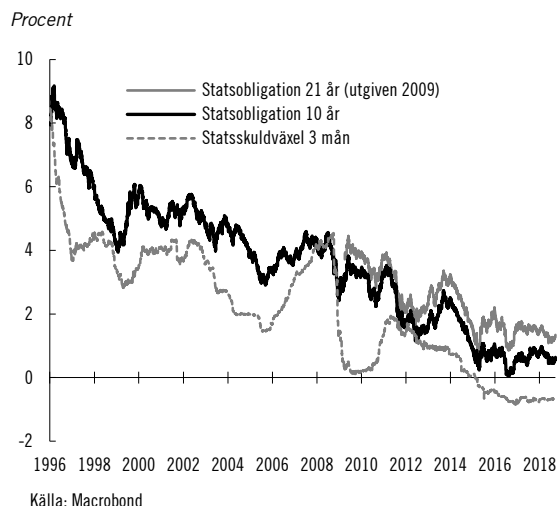
Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en kraftigt positiv lutning ökar kostnadsbesparingen med att låna på kortare löptider och tvärtom. En kortare upplåning innebär att en ränteuppgång snabbare får genomslag på räntekostnaderna, eftersom 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 förfaller till betalning (löptidspremie).

### *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 långräntor.

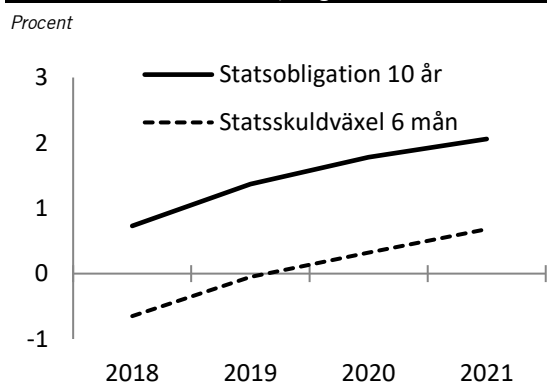
Riksbanken har de senaste åren fört en expansiv penningpolitik med sikte på det penningpolitiska målet om två procents inflation. Från juli 2014 har reporäntan sänkts från 0,75 procent till -0,50 procent i februari 2016. Därefter har reporäntan varit oförändrad. Av penningpolitiska skäl har Riksbanken även köpt statsobligationer, vars volym uppgår till 330 miljarder kronor i slutet av augusti 2018.

**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 2018 var räntan på en tremånaders statsskuldväxel -0,7 procent, för den tioåriga statsobligationen 0,6 procent och för den tjugoåriga statsobligationen 1,3 procent.

#### Regeringens prognos för ränteutvecklingen

I budgetpropositionen för 2019 räknar regeringen med gradvis stigande räntor under prognoshorisonten fram till slutet av 2021. Årsgenomsnittet för statsskuldväxlar med sex månaders löptid bedöms stiga från -0,7 procent 2018 till 0,7 procent 2021. Årsgenomsnittet för statsobligationer med tio års löptid bedöms stiga från 0,7 procent till 2,1 procent under samma period, se diagram 2.5.

**Diagram 2.5 Regeringens prognos för svensk statsränta, årsgenomsnitt 2018–2021**

#### Slutsats

Löptidspremierna har fallit 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 under de senaste åren.

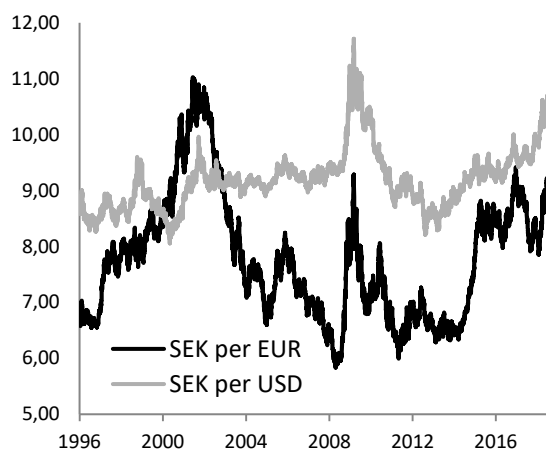
## 2.4 Den svenska kronan

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 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 den amerikanska dollarn. I takt med att finansmarknaderna stabiliserades och konjunktursignalerna blev mer positiva stärktes den svenska kronan därefter. Under 2018 har kronan tappat i värde både mot den amerikanska dollarn och euron, troligtvis som konsekvens av nedjusterade förväntningar på den framtida reporäntan i kombination med tidvis oroliga finansiella marknader.

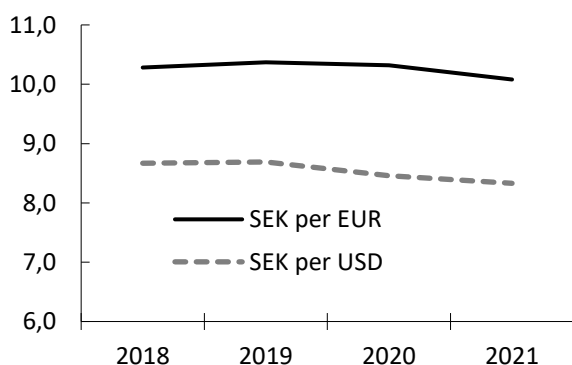
Riksgäldskontoret beslutade i maj att ta en position för en starkare krona mot euron i syfte att sänka kostnaderna för statsskulden. Positionen innebär att statsskuldens valutaexponering inte minskar i samma takt som tidigare beslutats. Positionen ska tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen och kan som mest uppgå till 7 miljarder kronor. Riksgäldskontoret kommer att informera i förväg när avvecklingen av positionen påbörjas.

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

Källa: Macrobond/Riksbanken

*Regeringens prognos för kronutvecklingen*

I budgetpropositionen för 2019 räknar regeringen med att kronan förstärks något under prognoshorisonten, både i förhållande till euron och till den amerikanska dollarn. Årsgenomsnittet för svenska kronor per euro beräknas till 10,3 under 2018 och till 10,1 under 2021. Motsvarande förväntas kronan under samma period stärkas från 8,7 till 8,3 gentemot dollarn, se diagram 2.7.

**Diagram 2.7 Regeringens prognos för kronan, årsgenomsnitt 2018–2021**

Källa: Budgetpropositionen för 2019 (prop. 2018/19:1)

*Slutsats*

Bedömningar av kronans utveckling påverkar inte årets riktlinjer. Mandatet för positioner i svenska kronor behålls oförändrat.

## 2.5 Riksbankens remissyttrande 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 2019–2022. Däremot har Riksbanken synpunkter på Riksgäldskontorets åtgärd att använda kassamedel till att refinansiera lån i utländsk valuta (se avsnitt 3.6).

## 3 Skälen för regeringens beslut

### 3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen

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 finanskrisen har bidragit till kraftigt minskade kostnader för statsskulden.

#### *Risker i statsskuldsförvaltningen*

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 statsskuldsförvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk, finansieringsrisk och motpartsrisk.

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

Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya. 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) och att myndigheten ska säkerställa god låneberedskap i utländsk valuta (punkt 24).

Refinansieringsrisken beaktas på flera olika sätt i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård, bl.a. genom att säkerställa infrastruktur, investerarbaser 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 statsskuldens sammansättning. I riktlinjebeslutet för 2017 angavs de motiv som fortfarande gäller (avsnitt 3.2). Styrningen innebär att andelen real kronskuld långsiktigt ska styras mot 20 procent (punkt 11) och statsskuldens exponering mot utländsk valuta ska minska med högst 30 miljarder kronor per år (punkt 12), exklusive förändringar i kronans valutakurs. Statsskuldens resterande andel (f.n. ca 65 procent) ska utgöras av nominell kronskuld.

### **3.3 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. 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 ha kort räntebindningstid har försvagats. 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.

Årets riktlinjebeslut innebär ingen ytterligare förlängning. Men i och med att regeringens riktlinjebeslut för 2019 slår ihop löptidsstyrningen av den reala och den nominella kronskulden blir det nya sammanlagda intervallet annorlunda än det som gällde för 2018 (se vidare avsnitt 3.4). Som en konsekvens av sammanslagningen ändras kronskuldens löptid till mellan 4 och 6,5 år. I riktlinjebeslutet för 2018 fastställde regeringen löptidsintervallet för den nominella kronskulden till mellan 4,3 och 5,5 år och till mellan 6 och 9 år för den reala kronskulden.

Även styrningen av löptiden för valutaskulden behålls oförändrad.

### **3.4 Styrningen av löptiden för den reala och den nominella skulden i kronor slås ihop**

Ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela kronskulden införs. Det nya målet innefattar således både den reala och den nominella kronskulden. Löptiden, mätt som duration, för kronskulden ska vara mellan 4 och 6,5 år.

#### *Bakgrund*

Riksgäldskontoret redovisar i sitt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2019–2022 den analys som ligger bakom Riksgäldskontorets förslag att slå ihop löptidsstyrning för real och nominell skuld.

När realobligationerna introducerades på 1990-talet var strategin att låna i längre löptider än med nominella obligationer. Strategin byggde på bedömningen att investerare var villiga att betala en premie för att försäkra sig mot inflationschocker. Värdet av en sådan försäkring, som den reala obligationen innebär, antogs bero på löptiden. Samtidigt bedömdes de eventuella likviditetspremierna för detta skuldslag vara lägre än för den nominella upplåningen eftersom långsiktiga investerare inte behövde omsätta sina



innehav så ofta och därför värderade likviditet lägre.

Förutsättningar för upplåning i realobligationer har med tiden omprövats. Svenska erfarenheter visar att investerare främst efterfrågar obligationer med kortare löptider, dvs. löptider upp till tio år. En tänkbar förklaring kan, enligt Riksgäldskontoret, vara inflationsmålets trovärdighet som bidragit till att minska risken för hög eller varierande inflation på lång sikt. Men att efterfrågan på långa realobligationer varit lägre än väntat beror främst på att obligationerna inte använts på det sätt som antogs från början. Det är få investerare som har explicita reala avkastningsmål, något som bl.a. påverkas av reglering. Efterfrågebilden när det gäller löptider har visat sig vara densamma som för nominella obligationer och Riksgäldskontoret har därför gradvis gått över till att emittera i samma löptider som i nominella statsobligationer. Det innebär att Riksgäldskontoret introducerar nya tioåriga realobligationer och fyller på (tappar) i tidigare utgivna obligationer som med tiden då har fått kortare återstående löptid.

Riksgäldskontorets studie stödjer bilden av att löptidpremien för både realobligationer och nominella obligationer trendmässigt minskat sedan år 2000.

Då strategin när det gäller löptid numera är densamma för reala och nominella obligationer anser Riksgäldskontoret att det inte längre finns några starka skäl att styra realskulden separat. Ett gemensamt styrmått skulle i stället ge bättre överblick över risknivån i den samlade kronskulden. 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. Innan löptiden når den långsiktiga nivån väntas den också bli kortare under en övergångsperiod, något som beror på att det finns enskilda realobligationsutgåvor som har ett extra stort genomslag på hela portföljen. Det är äldre obligationer som gavs ut för många år sedan med hög kupongränta och som ackumulerat mycket inflationskompensation. Innan dessa lån förfaller sänker de den genomsnittliga löptiden. Ett gemensamt styrintervall kan också sättas snävare än nuvarande intervall för realskulden i och med att den reala skulden, vars duration varierar mer, kommer att ingå i den totala kronskulden.

För att bibehålla transparensen mot marknadens aktörer ska Riksgäldskontoret fastställa interna riktlinjer för löptiden i real och nominell kronskuld var för sig. Riksgäldskontoret föreslår att löptiden för kronskulden bör vara mellan 4 och 6,5 år. Med detta intervall anser Riksgäldskontoret att det finns marginal att hantera en återgång av marknadsräntor till mer normala nivåer. (När räntorna stiger minskar durationen, allt annat lika.) Vidare medger intervallet att portföljen får en längre duration än förväntat om lånebehovet skulle falla ytterligare, exempelvis till följd av större inflöden på skattekonton än beräknat. Minskat upplåningsbehov gör att andelen kortsiktig upplåning minskar vilket, allt annat lika, innebär att kronskuldens totala genomsnittliga löptid blir längre.

Riksgäldskontoret räknar med att lånebehovet kommer att vara fortsatt begränsat eftersom riksdagen beslutat om ett överskottsmål. När lånebehovet är litet är Riksgäldskontorets bedömning att den bästa strategin för att upprätthålla god låneberedskap är att prioritera upplåningen i löptider upp till tio år där efterfrågan är som störst. Alternativet, att sprida upplåningen på fler och längre löptider, riskerar att skada likviditeten i marknaden och på så sätt öka den långsiktiga kostnaden.

### 3.5 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens riktlinjebeslut för 2019 innebär att nuvarande riktlinje om upplåning på privatmarknaden (punkt 32 i riktlinjebeslutet för 2018) tas bort. Den tidigare riktlinjen stipulerar att Riksgäldskontoret genom privatmarknadsupplåning ska bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

De båda tidigare formuleringarna utgår från att privatmarknadsupplåning är förenlig med budgetlagens mål för statsskulden, nämligen att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Regeringen anser att nuvarande formulering är onödig och att det finns en risk med att den leder till ökad otydlighet. Regeringen bedömer att

Riksgäldskontoret både har en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknads-upplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet även utan någon specifik riktlinje för just privatmarknadsupplåningen.

Riksgäldskontoret har på regeringens uppdrag övervägt om staten bör avveckla upplåningen med premieobligationer efter att den varit pausad sedan 2016 (Fi2018/01695/FPM).

Riksgäldskontoret redovisar i sitt riktlinjeförslag sin analys att om man skulle börja ge ut premieobligationer igen så skulle det, enligt Riksgäldskontoret, medföra betydande kostnader och skulle kräva en långsiktig satsning. En långsiktig satsning förutsätter i sin tur en ny kundbas och varaktigt högre räntor, ökat lånebehov och en effektiv hantering och förvaltning av premieobligationerna. Riksgäldskontorets samlade bedömning är att premieobligationer inte längre kan bidra till att minska kostnaden för statsskulden. Vidare anför Riksgäldskontoret att om myndigheten i framtiden skulle se att någon ny form av upplåning på privatmarknaden kan bidra till att sänka kostnaderna eller risken i statsskuldsvårdningen så kommer det att övervägas inom ramen för de gällande riktlinjerna. Riksgäldskontoret menar vidare att om regeringen ser behov av att tillhandahålla en statlig sparprodukt med ett annat syfte bör det utredas.

### 3.6 Om medelsförvaltning och statens kassaöverskott

Enligt punkt 34 i riktlinjebeslutet ska Riksgäldskontoret placera sina medel, i den utsträckning som 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.

Sedan 2017 har medelsförvaltningen stundtals varit onormalt stor. Regeringen har gett Riksgäldskontoret i uppdrag att om möjligt vidta åtgärder för att statens kassaöverskott ska återgå till en historiskt normal nivå (Fi2018/01695/FPM). Riksgäldskontoret redovisar detta uppdrag i sitt riktlinjeförslag.

Riksgäldskontoret redovisar orsakerna till den uppkomna situationen och tänkbara åtgärder för

att minska kassaöverskottet i sitt riktlinjeförslag. Sammanfattningsvis kan konstateras att överskottet kommer att minska gradvis när stora obligationslån förfaller de närmaste åren och minskningen snabbas på genom att Riksgäldskontoret använder kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken. Men att få ner kassan till normal nivå på kort sikt skulle kräva drastiska åtgärder som inte är förenliga med målet om långsiktig kostnadsminimering.

Kassaöverskottet byggdes upp under 2017 då statens inkomster blev mycket större än prognoserat, bl.a. till följd av ökade kapitalplaceringar på skattekontot. Även en ökad efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor bidrog till att det kom in mer pengar.

Emissionsvolymerna i samtliga statspapper har sänkts till historiskt låga nivåer. Riksgäldskontoret bedömer att ytterligare reducering av emissionsvolymerna, istället för att låta kassaöverskottet gradvis minska, skulle försämra statspappersmarknaden i en redan ansträngd situation. Det skulle leda till både högre kostnader för statens upplåning och sämre låneberedskap på längre sikt. Det är heller inte säkert att kassan skulle minska på kort sikt eftersom det lägre utbudet av statsobligationer sannolikt skulle kunna leda till en ökad efterfrågan på Riksgäldskontorets marknadsvårdande repor.

Riksgäldskontoret vidtar ändå de åtgärder som bedöms som möjliga för att minska kassaöverskottet snabbare. En åtgärd är att använda kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut nya obligationer i utländsk valuta. I Riksgäldskontorets senaste prognos från juni i år antas hälften av refinansieringsbehovet i utländsk valuta till Riksbanken ersättas med kassamedel under 2019. Med denna åtgärd väntas kassaöverskottet komma ner till normal nivå i slutet av nästa år. Riksgäldskontoret har också öppnat för att återköpa obligationer i utländsk valuta när det finns ett intresse från investerare att sälja.

Nuvarande kassaöverskott leder varken till större kreditrisk eller högre förväntade kostnader. Överskottet placeras i Riksbankscertifikat. Överskottet medför dock att den redovisade statsskulden är högre än vad den annars skulle vara.

I sitt remissyttrande kommenterar Riksbanken Riksgäldskontorets möjliga åtgärder för att få

kassaöverskottet att återgå till historiskt normala nivåer. Enligt budgetlagen ska skuldförvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 §).

Riksbanken menar att ett av syftena med Riksbankens valutareserv är att vid behov kunna tillföra likviditet i utländsk valuta och värna stabiliteten i det svenska finansiella systemet. Riksbanken menar vidare att refinansiering av dessa lån genom kassamedel i kombination med valutaswappar kan innebära större risker än upplåning i utländsk valuta. Riksbanken har vid flera tillfällen noterat att det kan finnas risker med swapmarknaden i kristider. Riksbanken menar att riskerna är särskilt stora om motparterna är svenska banker, då det kan innebära betydande utmaningar att refinansiera valutareserven i ett läge när stöd kan behöva ges just till dessa svenska banker. Riksbanken menar vidare att en sådan ordning skulle innebära att möjligheterna att använda valutareserven i kristider för att kunna ge likviditetsstöd i utländsk valuta blir beroende av de svenska bankerna.

Mot den bakgrunden anser Riksbanken att det är lämpligare att Riksgäldskontoret i första hand refinansierar lånen till Riksbanken genom att emittera nya obligationer direkt i den aktuella valutan. Om Riksgäldskontoret ändå väljer att refinansiera lånen med kassamedel i kombination med swappar menar Riksbanken att det endast bör ske med utländska motparter.

Riksgäldskontorets åtgärder för att statens kassaöverskott ska återgå till en historiskt normal nivå får inte ske i strid med målet för statsskuldförvaltningen, dvs. att skulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas och att förvaltningen sker inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Ett användande av valutaswappar för att delfinansiera valutareserven kan inte annars utgöra ett generellt problem eftersom kontrakten kan ingås med lång löptid och Riksgäldskontoret har en handlingsberedskap för att vid behov ta upp valutalån. Men som Riksbanken påpekar kan swappavtal med svenska banker innebära en större refinansieringsrisk än swappavtal med utländska motparter i kristider.