

2010

RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2010

Beslut vid regeringssammanträde
den 12 november 2009



LÅNGSIKTIGHET KOSTNADSMINIMERING FLEXIBILITET



REGERINGSKANSLIET

Innehåll

Sammanfattning	3
1 Mål och process för statsskuldspolitiken	4
1.1 Statsskuldsförvaltningens mål.....	4
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	5
1.3 Riktlinjeprocessen.....	5
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjebeslut	6
2.1 Statsskulden.....	6
2.2 Lånemarknaderna.....	8
2.3 Kronan.....	8
2.4 Kostnader och risk.....	9
2.4.1 Förtydliganden – Kostnader och risk.....	10
3 Riktlinjebeslut för statsskuldsförvaltningen 2010	11
3.1 Sammanfattning.....	11
3.2 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2010.....	11
I. Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	11
II. Statsskuldens löptid.....	12
III. Positionstagande.....	12
IV. Marknads- och skuldvard.....	13
V. Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	13
VI. Upplåning på privatmarknaden.....	14
3.3 Skälen för regeringens beslut.....	14
3.3.1 Avvägning kostnad och risk.....	14
3.3.2 Statsskuldens löptid.....	14
3.3.3 Positionstagande.....	15
3.3.4 Förtydliganden för vissa övriga riktlinjer.....	16
4 Utvärdering	17
Bilaga	18

Sammanfattning

Riktlinjebeslutet för 2010 innebär att den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast. Skuldandelarna behålls oförändrade, liksom inriktningen för övriga målvärden. Styrsystemet anpassas emellertid till de ändringsbeslut som fattats under 2009.

Under det gångna året har finanskris och konjunkturedgång påverkat förutsättningarna för svensk statsskuldspolitik. Statens lånebehov har stigit, räntorna har fallit och den svenska kronan har försvagats. Mot denna bakgrund fattade regeringen under 2009 två ändringsbeslut inom statsskuldpolitiken:

- upphävande av löptidsriktvärdet för den nominella kronskulden (12 mars 2009)
- utökat mandat från 15 till 50 miljarder kronor för positioner mellan kronor och andra valutor (28 maj 2009)

De förändringar i styrsystemet som fastställs i riktlinjebeslutet för 2010 är en direkt följd av nämnda ändringsbeslut.

Styrningen av löptiden i den nominella kronskulden delas från och med 2010 upp så att låneinstrument med kortare löptid än tolv år styrs mot löptidsriktvärdet 3,2 år. Låneinstrument med längre löptid än tolv år begränsas av ett volymtak på 60 miljarder kronor för 2010. Löptidsriktvärdet 3,2 år motsvarar nuvarande inriktning för den nominella kronskulden med löptider kortare än tolv år.

Styrningen av positionstagande ändras genom att positioner mellan kronor och andra valutor skiljs ut från ordinarie Value-at-Risk-mandat. Kronpositionsmandatets storlek är oförändrat 50 miljarder kronor för 2010.

Löptiden för valutaskulden hålls oförändrad, medan riktvärdet för den reala skuldens löptid av tekniska skäl justeras från 9,6 till 9,4 år för 2010.

Löptiden för de tre skuldslagen ska styras mot:

- Valutaskulden: räntebindningstid 0,125 år
- Realskulden: räntebindningstid 9,4 år
- Nominell kronskuld:
 - instrument med löptid upp till 12 år: räntebindningstid 3,2 år
 - instrument med löptid över 12 år: max volym 60 mdkr

Statsskuldens sammansättning ska styras mot:

- Valutaskulden: 15 procent
- Realskulden: 25 procent
- Nominell kronskuld: 60 procent

Statsskulden bedöms öka från 1 119 miljarder kronor vid utgången av 2008 till runt 1 400 miljarder kronor vid slutet av 2012 (okonsoliderad bruttoskuld). I förhållande till BNP väntas skuldkvoten öka från 35 till 42 procent. När skuldkvoten var som högst 1994 uppgick den till 78 procent. Därför framstår de svenska statsfinanserna som starka i ett historiskt perspektiv. Statsfinanserna är även starka i en internationell jämförelse.

Statsskuld förvaltningen leds av det övergripande målet att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Regeringen styr via riktlinjebeslutet kostnaden och risken i statsskulden på en överordnad nivå. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden.

1 Mål och process för statsskuldspolitiken

Den process enligt vilken statsskuldspolitiken genomförs och utvärderas har tillämpats sedan 1998. Sedan dess har en mängd beslut tagits vilka lett fram till dagens styrning och statsskuldens nuvarande sammansättning. Bakom besluten ligger en mängd analyser och diskussioner. Med tiden har de många besluten gjort det svårt att överblicka styrsystemet. I syfte att förbättra denna överblick har strukturen av årets riktlinjebeslut förändrats. Förändringen innebär att uppställningen görs i form av tabeller med hänvisningar. Nedan återges statsskultsförvaltningens övergripande mål samt för vilka ändamål Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten. Här framgår även den process enligt vilken riktlinjerna fattas och

förvaltningen utvärderas. Avsnitt 2 innehåller utgångspunkterna från vilka regeringen fattar riktlinjebeslutet. Avsnitt 3 innehåller riktlinjer samt skälen för regeringens beslut i de fall ändringar förekommer. Avsnitt 4 innehåller principerna enligt vilka statsskultsförvaltningen ska utvärderas. Av en bilaga framgår bestämmelserna för Riksgäldskontorets medelsförvaltning samt vilka krav som gäller för samråd och samverkan.

Som komplement till de återkommande riktlinjebesluten kommer Riksgäldskontoret att upprätta och underhålla ett särskilt dokument där tidigare beslut, bedömningar och bakomliggande analyser samlas.

1.1 Statsskultsförvaltningens mål

Bestämmelse	Författning
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 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skultförvaltning

1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

Bestämmelse	Författning
Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning.	2 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
Efter särskilt bemyndigande som lämnas för ett budgetår i sänder får regeringen eller efter regeringens bestämmande Riksgäldskontoret ta upp lån till staten för att: <ul style="list-style-type: none"> • finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut, • tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om, • amortera, lösa in och köpa upp statslån, • i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och • tillgodose Riksbankens behov av valutareserv. 	1 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning

1.3 Riktlinjeprocessen

Bestämmelse	Författning
Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld.	3 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.	6 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning
Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden.	6 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning
Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld.	3 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
Regeringen ska från och med 2008 och därefter vartannat år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statsskulden. Skrivelsen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen.	7 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning
Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras.	15 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjebeslut

Regeringens utgångspunkter: Årets riktlinjebeslut omfattar åren 2010–2012, varav beslutet avseende åren 2011 och 2012 är att betrakta som preliminärt. I detta avsnitt förtydligas begreppen för kostnader och risk vilka har en övergripande betydelse för riktlinjernas utformning.

Genom styrsystemet för statsskuld-förvaltningen fastställs beslutsnivåer och beslutsparametrar. Utgångspunkten är lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning, där mål och övergripande ansvarsfördelning fastställs. Regeringen styr via riktlinjebeslut statsskuld-förvaltningen på en överordnad nivå i syfte att kontrollera kostnaden och risken i statsskulden. Regeringen delegerar uppgifter till Riksgäldskontoret att, inom givna ramar, implementera förvaltningen av skulden.

Vid beslut om riktlinjerna tas utgångspunkt från statsskuldens storlek, dess förväntade utveckling samt situationen på lånemarknaderna. För beslut kring positionsmandatets storlek utgör växelkursen för den svenska kronan en grund. Övergripande betydelse för riktlinjernas utformning har också regeringens syn på kostnad och risk i statsskuld-förvaltningen samt avvägningen dem emellan.

Statsskulden mäts på olika sätt beroende på måttets syfte. Det officiella måttet *den svenska statsskulden (DDS)* visar statens framtida åtagande i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument. Måttet omnämns ibland som "Okonsoliderad statsskuld". För styrning av statsskulden används sedan 2007 måttet *statens summerade kassaflöde (SSK)*. Detta mått mäter risken i statsskulden genom att omfatta statens

framtida åtaganden i termer av kassaflöden. Förutom nominella slutbelopp ingår även kupongbetalningar och inflationskompensation i detta mått. Vid beräkning av SSK inkluderas även vissa löpande inbetalningar från tillgångar som ligger inom ramen för Riksgäldskontorets skuld-förvaltning.

2.1 Statsskulden

Storlek och utveckling

Statsskulden har uppkommit genom att statsbudgeten historiskt har visat större underskott än överskott. Valutakursförändringar har också påverkat statsskuldens storlek eftersom en viss andel av statsskulden är och har varit upptagen i utländsk valuta.

En utgångspunkt för hur statsskuldspolitikerna ska avvägas är skuldens storlek och förväntade utveckling. Principiellt gäller att starka statsfinanser och fallande statsskuld ökar utrymmet för risktagande i skuldförvaltningen i utbyte mot lägre förväntade kostnader.

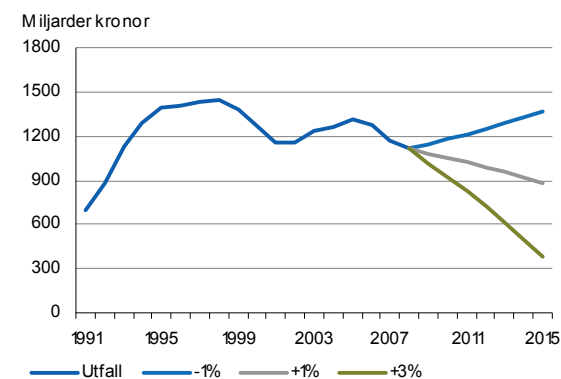
De senaste åren har statsfinanserna varit starka vilket inneburit att statsskulden minskat. Under perioden 1999–2008 minskade statsskulden med 255 miljarder kronor, för att uppgå till 1 119 miljarder

kronor vid utgången av 2008 (mätt som okonsoliderad statsskuld). I förhållande till BNP har skuldens andel under samma period minskat från 73 till 35 procent. De närmast kommande åren ökar statsskulden. Skuldökningen förklaras av att staten får lägre inkomster och högre utgifter när konjunkturen försvagas. Vidareutlåning till Riksbanken, Island och Lettland på sammanlagt runt 110 miljarder under 2009 och 2010 bidrar också till skuldökningen. Då vidareutlåningen motsvaras av lika stora fordringar påverkas inte SSK-måttet. I budgetpropositionen för 2010 beräknas statsskulden vid slutet av 2012 uppgå till 1 399 miljarder kronor motsvarande 42 procent av BNP.

Överskottsmålet och statsskulden

Statsskuldens storlek och utveckling är inte föremål för styrning inom statsskuldspolitiken. Indirekt styrs skuldens utveckling i stället via riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns sparande. Ett sätt att bedöma statsskuldens utveckling är att utgå från detta. I Riksgäldskontorets riktlinjeförslag illustreras kalkylmässiga beräkningar över statsskuldens utveckling vid antagandet att överskottsmålet på 1 procent av BNP, i genomsnitt över en konjunkturcykel, uppnås. De kalkylmässiga beräkningarna pekar på att om överskottsmålet uppnås för perioden 2009–2015, kommer statsskulden att uppgå till 900 miljarder kronor 2015. Om det finansiella sparandet blir två procentenheter lägre än målet beräknas statsskulden uppgå till 1 400 miljarder kronor 2015 (figur 1).

Figur 1. Statsskuldens utvecklingen under olika antaganden om överskottsmålet

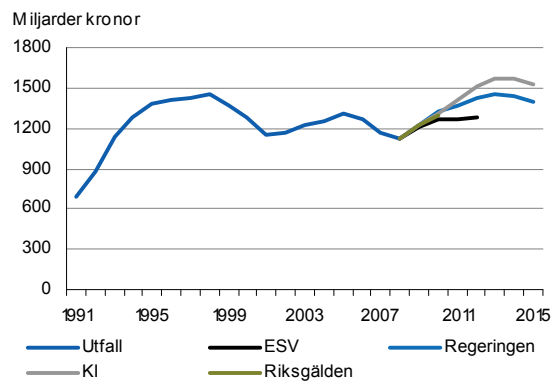


Källa: Riksgäldskontoret

Prognoser över statsskuldens utveckling

Ett annat sätt att bedöma statsskuldens utveckling är att utgå från tillgängliga prognoser. Regeringen, Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och Riksgäldskontoret gör samtliga prognoser över statsfinanserna och därmed över statsskuldens utveckling. Syftet, tids-horisonten och metoderna skiljer sig åt mellan de olika prognoserna. Gemensamt för samtliga prognoser är att statsskulden förväntas stiga de närmaste åren. Prognoserna pekar på att statsskulden uppgår till 1 300–1 500 miljarder kronor vid utgången av 2012 och till omkring 1 500 miljarder kronor vid utgången av 2015 (figur 2).

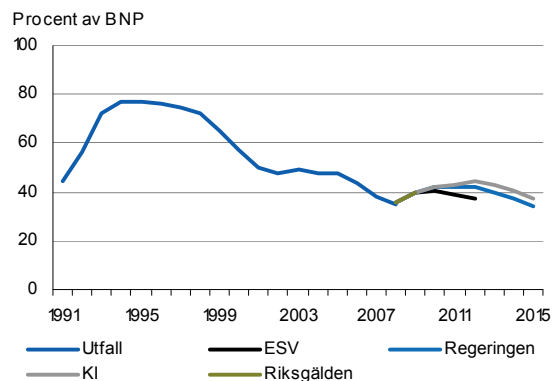
Figur 2. Statsskuldens utveckling, utfall 1991–2008 och prognoser 2009–2015



Källa: Riksgäldskontoret

I förhållande till BNP innebär samma prognoser att statsskulden minskar efter 2012, för att 2015 utgöra knappt 40 procent av BNP (figur 3).

Figur 3. Statsskuldens utveckling som andel av BNP, utfall 1991–2008 och prognoser 2009–2015



Källa: Riksgäldskontoret

Sammantaget pekar bedömningarna på att statsskulden, under den perioden som riktlinjebeslutet avser (2010–2012), kommer att stiga. Som en sammanvägd utgångspunkt grundas riktlinjebeslutet på att den okonsoliderade statsskulden uppgår till i storleksordningen 1 300 miljarder kronor vid utgången av 2010 och till 1 400 miljarder kronor vid slutet av 2012. Ökningen enligt SSK-måttet är i stort densamma, då vidareutlåningen inte antagits påverka lånebehovet mellan dessa år. Som andel av BNP antas den okonsoliderade skulden uppgå till ca 42 procent både vid slutet av 2010 och 2012. Detta kan ställas i relation till att skuldkvoten uppgick till 78 procent 1994. Därför framstår de svenska statsfinanserna som starka i ett historiskt perspektiv. Statsfinanserna är även starka i en internationell jämförelse.

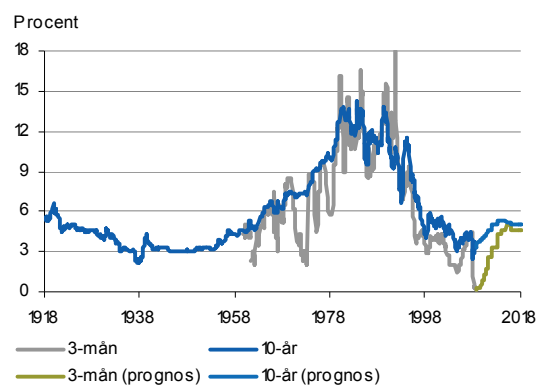
2.2 Lånemarknaderna

En annan utgångspunkt för hur statsskuldspolitiken ska avvägas är situationen på lånemarknaderna. En viktig faktor gäller avkastningskurvans lutning och förväntningarna om denna. Avkastningskurvan, som i det här sammanhanget beskriver räntan för olika löptider av statsskuldväxlar och statsobligationer, har vanligen en positiv lutning. Detta innebär att upplåning på kortare löptid för med sig lägre förväntad kostnad än upplåning på längre löptid. Mot detta står dock den högre risk som upplåning i kortare löptider innebär, eftersom skulden omsätts oftare (refinansieringsrisk) och variationen i ränteutgifterna blir större (ränteomsättningsrisk). En kraftigare lutning på avkastningskurvan ökar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. Räntans nivå liksom volatilitet vid olika löptider kan också ha betydelse för hur löptiden för statsskulden ska styras.

Nuvarande räntenivåer är ur ett historiskt perspektiv anmärkningsvärt låga. Tremånadersräntan har sedan Riksbankens reporäntesänkning i juli med stadig marginal understigit en procent, medan den tioåriga statsobligationsräntan legat på drygt tre procent under samma period. Vad som är en

normal räntenivå och hur räntenivån kommer att utvecklas är svårt att bedöma. Ett tillvägagångssätt är att titta på historiska räntenivåer. Jämförelser längre bakåt i tiden bör dock göras med viss försiktighet då såväl räntemarknaderna som ekonomins funktionsätt förändras över tiden (figur 4).

Figur 4. Tioårs- och tremånaders statsräntor, Sverige



Källa: Riksgäldskontoret

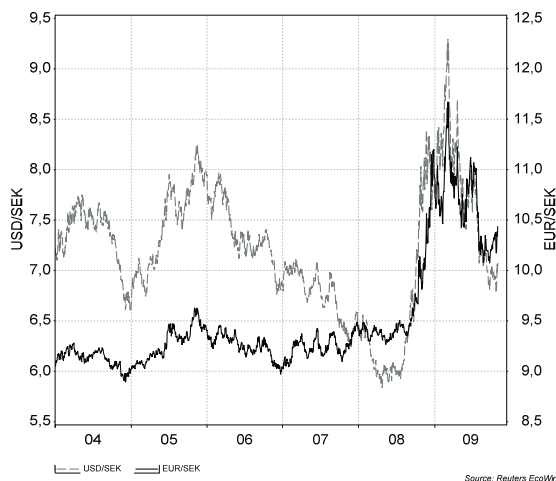
Avkastningskurvans nivå är av underordnad betydelse för det långsiktiga valet av löptid i betraktande av att upp- och nedgångar av ränteläget på sikt tar ut varandra. Vinsten av att ha en lång skuld då räntorna stiger reduceras av att en förlust kan sägas uppkomma då ränteläget sjunker igen. Avgörande är i stället avkastningskurvans lutning och låntagarens (statens) förmåga att på kort sikt kunna klara av snabbt stigande räntekostnader.

2.3 Kronan

Kronans växelkurs är en viktig utgångspunkt för storleken på det positionsmandat som regeringen fastställer. Inom det fastställda mandatet har Riksgäldskontoret möjlighet att ta positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för skulden. Under hösten 2008 försvagades den svenska kronan kraftigt till följd av finanskrisen, konjunkturnedgången och den tilltagande osäkerheten om utvecklingen i Baltikum (se figur 5). Då kronan låg kvar på en svag nivå under våren 2009 beslutade regeringen, efter förslag från Riksgäldskontoret, att öka utrymmet för positionstagande från 15 till 50 miljarder

kronor. Under sommaren 2009 har kronan förstärkts i takt med att finansmarknaderna stabiliserats och positivare konjunktursignaler framträtt. Kronan är dock fortfarande svag jämfört med situationen före hösten 2008. Riksgäldskontoret har från slutet av maj till mitten av oktober gradvis byggt upp en position på ca 38 miljarder kronor. I takt med att de finansiella riskerna minskar och konjunkturen förbättras de närmsta åren, bedöms kronan fortsätta att stärkas något.

Figur 5. Kronan i förhållande till USD och EUR



Källa: Ecowin

2.4 Kostnader och risk

Det övergripande målet för statsskuldspolitiken är som tidigare angetts att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Regeringen har i tidigare riktlinjebeslut resonerat kring och fastställt de kostnads- och riskmått som närmare operationaliserar det övergripande målet. Nedan sammanställs de riktlinjer, i termer av definitioner och mått, som utgör grunden för styrning av kostnad och risk i statsskuld förvaltningen. Under tabellen framgår förtydliganden för de nya riktlinjerna.

Riktlinjer för kostnader och risk

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje som förtydligar gällande ordning
b. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
c. Det överordnade riskmålet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
d. Skuldslagens andelar av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje som förtydligar gällande ordning
e. Löptiden ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje. Förtydligar dock vad måttet innebär.

f. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje som förtydligar gällande ordning
g. Vid positionstagnation ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

2.4.1 Förtydliganden – Kostnader och risk

2.4 a: Principiellt gäller att starka statsfinanser och fallande statsskuld ökar utrymmet för risktagande i skuldförvaltningen i utbyte mot lägre förväntade kostnader. Lutningen på avkastningskurvan ger utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. En kortare löptid minskar de förväntade kostnaderna. Mot detta står dock den högre risk som upplåning i kortare löptider innebär, eftersom skulden omsätts oftare (refinansieringsrisk) och variationen i ränteutgifterna blir större (ränteomsättnings-risk). En skuld med flera skuldslag (diversifierad portfölj) leder teoretiskt till lägre risk. Om skulden rent hypotetiskt endast hade bestått av nominella lån i svenska kronor, hade räntekostnaderna varit helt beroende av den svenska nominella räntans utveckling. Den verkliga statsskulden består av ytterligare två skuldslag, reala lån i kronor och valutalån, vars räntor till viss del följer egna mönster. Valutaskulden motiveras också av beredskapsargument då tillgång till den

internationella lånemarknaden erbjuder en bredare investerarbas.

2.4 d: För styrning och förvaltning av statsskulden används sedan 2007 måttet, statsskuldens summerade kassaflöde (SSK-måttet). Måttet speglar statsskuldens samlade riskexponering då det förutom nominella slutbelopp även inkluderar utestående kupongbetalningar och upplupen inflationskompensation. SSK-måttet innehåller även ett urval tillgångar vilka ligger inom ramen för Riksgäldskontorets skuldförvaltning.

2.4 e: För styrning av löptiden används sedan 2006 löptidsmåttet genomsnittlig räntebindningstid (GRT). Det tidigare durationsmåttet byttes ut mot GRT eftersom durationsmåttet ledde till oönskade praktiska problem i och med att måttet påverkades av rådande marknadsräntor.

2.4 f: Sedan den 28 augusti 2008 omfattas valutaskulden av andelsstyrningssystemet. Positioner enligt riktlinje III (avsnitt 3.2) tas vid sidan av andels- och löptidsstyrningen. Positionerna placeras i en egen portfölj vilket skiljer dem från den övriga skulden och möjliggör separat resultatuppföljning. Se även avsnitt 3.3.3.

3 Riktlinjebeslut för statsskuld- förvaltningen 2010

3.1 Sammanfattning

Regeringens riktlinjebeslut för 2010 innebär att regeringens statsskuldspolitik ligger fast. Riktlinjerna för statsskuldens sammansättning behålls oförändrade. Riktvärden för löptider i de olika skuldslagen behålls i sak oförändrade. Styrsystemet anpassas emellertid till de ändringsbeslut som fattats under 2009 genom att:

- Ett nytt styrsystem för löptiden av den nominella kronskulden fastställs. Styrningen delas upp så att låneinstrument med kortare löptid än tolv år styrs mot löptidsriktvärdet 3,2 år, medan låneinstrument med löptid längre än tolv år begränsas av ett volymtak på 60 miljarder kronor 2010. Riktvärdet för den reala skuldens löptid justeras för 2010 av tekniska skäl från 9,6 till 9,4 år.

- Styrningen av Riksgäldskontorets möjlighet till positionstagande ändras genom att positioner i kronor mot andra valutor skiljs ut från ordinarie Value-at-Risk-mandat. Mandatets storlek för positioner i kronor mot andra valutor är oförändrat 50 miljarder kronor.

De beslutade riktlinjerna överensstämmer med Riksgäldskontorets förslag. Riksbanken har i sitt yttrande över remissen av Riksgäldskontorets förslag angett att man ur ett penningpolitiskt perspektiv inte har något att invända mot Riksgäldskontorets riktlinjeförslag.

3.2 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2010

I. Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Andelen valutaskuld ska vara 15 procent av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
b. Styrintervall kring riktvärdet ska vara ± 2 procentenheter.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
c. Om valutaandelen hamnar utanför styrintervallet ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet. Om avvikelsen beror på valutakursrörelser ska andelen valutaskuld återföras innanför intervallet.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.
d. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
e. Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

f. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
--	---------------------------------------	------------------------------

II. Statsskuldens löptid

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Valutaskuldens löptid under 2010 ska vara 0,125 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 0,125 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
b. Den reala kronaskuldens löptid ska vid slutet av 2010 vara 9,4 år. Löptiden ska i slutet av 2011 och 2012 preliminärt vara 8,7 år respektive 9,0 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.2.
c. Den nominella kronaskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska under 2010 vara 3,2 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 3,2 år.	Överensstämmer med regeringens beslut efter kompletterande uppgifter den 23 oktober 2009, se avsnitt 3.3.4.	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.2.
d. För löptider över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 60 miljarder kronor under 2010. Taket för 2011 och 2012 ska vara 65 respektive 70 miljarder kronor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.2.
e. Riksgäldskontoret ska besluta om avvikelsetervall för riktvärdena för löptiderna.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

III. Positionstagande

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Riksgäldskontoret får ta positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
b. Med positionstagande avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna men som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.
c. Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande). Riksgäldskontoret ska besluta om fördelningen av riskmandatet.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje. Första meningen är dock ett tillägg i förtydligande syfte. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.
d. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

e. Den högsta gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Positioner ska tas med derivatinstrument. Begränsningen ska omfatta alla transaktioner med undantag för strategiska positioner mellan kronor och andra valutor (se nedan f. och g.).	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
f. Strategiska positioner i kronor mot andra valutor begränsas till maximalt 50 miljarder kronor. Dessa positioner behöver inte tas i derivat och undantas från begränsningen i termer av Value-at-Risk.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.3.
g. Kronpositioner ska byggas upp gradvis och annonseras i förväg.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning.
h. Operativa positioner i kronor mot andra valutor i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor får tas i begränsad omfattning. Riksgäldskontoret ska ange högsta tillåtna omfattning.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.

IV. Marknads- och skuldvard

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. 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
b. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

V. Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.
b. Riksgäldskontoret ska ges rätt att under 2010 ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje för 2009
c. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ny riktlinje som förtydligar gällande ordning. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3.4.

VI. Upplåning på privatmarknaden

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Riksgäldskontoret ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

3.3 Skälen för regeringens beslut

3.3.1 Avvägning kostnad och risk

Regeringen har i tidigare riktlinjer fastställt att utbytesförhållandet mellan kostnad och risk (avkastningskurvans lutning) är det primära och att räntenivån är av underordnad betydelse vid beslut om löptiden i statsskulden.

För närvarande är skillnaden mellan tioårsräntan och treårsräntan mer än dubbelt så stor som det historiska genomsnittet på runt en procentenhet. Förklaringen är att de korta räntorna är extremt låga. Utbytesförhållandet mellan kostnad och risk är därmed mer förmånligt än vanligt, vilket i princip skulle motivera att löptiden i statsskulden förkortades. Den förväntade kostnaden för statsskulden skulle därmed kunna reduceras mot att risken i förvaltningen blir något högre. Mot detta talar dock att staten inte bör öka risktagandet då statsskulden förväntas stiga de närmsta åren. Dessutom kan man konstatera att räntorna på lång löptid är historiskt låga och mycket väl, under vissa förhållanden, kan vara kostnadsmässigt konkurrenskraftiga jämfört med kort upplåning.

Ovanstående motstridiga argument ger inte någon entydig grund för att ändra löptiden, varför inriktningen för statsskuldens löptid behålls oförändrad.

Ändringsbeslutet i mars 2009, vilket gjorde det möjligt för Riksgäldskontoret att emittera en ny lång obligation, gjordes främst av kostnadsskäl men sänkte även risken i statsskulden genom att den genomsnittliga löptiden i hela den nominella kronskulden blev längre. Det samlade risktagandet i skuldförvaltningen sänktes då löptiden steg till över 5 år. Ändringsbeslutet i maj 2009, då Riksgäldskontoret gavs ökade möjligheter att ta strategiska positioner i kronor mot andra valutor, ökade risken i statsskulden. Beslutet togs för att utvidga potentialen för sänkta

upplåningskostnader som den dåvarande kronkursen innebar.

Mot bakgrund av resonemangen ovan och den anpassning av löptidsstyrningen för nominell kronskuld som fastställs inför 2010, bedömer regeringen att risktagandet i statsskuld förvaltningen är väl avvägd. Inriktningen för såväl löptider som positionsmandat beslutas därmed vara oförändrat jämfört med nuvarande tillstånd. Regeringen har heller inte funnit skäl att ändra de riktvärden för skuldandelar som styr sammansättningen av statsskulden.

3.3.2 Statsskuldens löptid

Regeringen styr sedan 2009 löptiden i statsskulden genom att lägga fast separata målvärden för vart och ett av de tre skuldslagen. I tidigare ordning beslutade regeringen riktvärdet för löptiden avseende hela skulden. Riksgäldskontoret hade sedan i uppdrag att besluta hur löptiden skulle fördelas mellan de tre skuldslagen. Fram till den 13 mars 2009 var riktvärdet för den nominella skulden 3,5 år. Regeringen beslutade då att temporärt upphäva löptidsriktvärdet i den nominella skulden för att ge Riksgäldskontoret möjlighet att emittera en statsobligation med lång löptid. Syftet var att kunna tillgodogöra sig kostnadsfördelarna i en miljö med låga långa räntor. Ytterligare ett motiv var att minska refinansieringsrisken och sprida upplåningen på fler löptider i en situation när utsikterna för statsfinanserna försämrades och osäkerheten tilltog.

Den 23 mars 2009 emitterades en 30-årig nominell statsobligation. Volymen uppgick till 38 miljarder kronor och räntan blev 3,75 procent. Som en konsekvens av emissionen steg den genomsnittliga löptiden i den nominella kronskulden från 3,4 år till 5,2 år. Detta illustrerar att även relativt små emissionsvolymmer på långa löptider får stort

genomslag på den genomsnittliga löptiden. En annan konsekvens var att förfalloprofilen blev mycket ojämn.

De förändrade förutsättningarna kräver en ny styrning av löptiden i den nominella kronskulden. Löptidsstyrningen av den nominella kronskulden bör delas upp mellan *låneinstrument med kortare löptid än tolv år* och *låneinstrument med längre löptid än tolv år*.

För *låneinstrument med kortare löptid än tolv år* bör löptiden i den nominella kronskulden under 2010 vara 3,2 år. Inriktningen för 2011 och 2012 bör också vara 3,2 år (se förtydligande i avsnitt 3.3.4 II.c). Löptiden för denna del av skulden motsvarar en oförändrad inriktning av upplåningen. Skälet till att regeringen väljer att avstå från att förkorta löptiden, trots nuvarande branta avkastningskurva, är att även räntor med lång löptid är låga sett i ett historiskt perspektiv samt att den statsfinansiella situationen inte talar för ökat risktagande.

För *låneinstrument med längre löptid än tolv år* bör ett tak sättas för den utestående volymen. Detta bör vara 60 miljarder kronor för 2010. Taket för 2011 och 2012 bör vara 65 respektive 70 miljarder kronor. Nivån, 60 miljarder kronor, ger utrymme för Riksgäldskontoret att vid enstaka tillfällen kunna emittera ytterligare långa obligationer, utöver de 38 miljarder kronor som finns utestående i den 30-åriga obligationen. På så sätt skapas ett utrymme att vid enstaka tillfällen kunna utnyttja perioder med stark efterfrågan på långa obligationer.

Riktvärdet för den reala kronskuldens löptid bör vid slutet av 2010 vara 9,4 år. Löptiden bör i slutet av 2011 och 2012 preliminärt vara 8,7 år respektive 9,0 år. Detta innebär en något kortare löptid jämfört med de preliminära riktvärdena som regeringen fastställde i riktlinjebeslutet för 2009. Justeringen görs av tekniska skäl. Löptiden kan i praktiken endast styras genom nyemissioner, byten och återköp. Eftersom marknaden för inflationsderivat är outvecklad har Riksgäldskontoret bedömt att det i dagsläget är alltför dyrt att utnyttja derivat för att styra realskuldens löptid. I förhållande till realskuldens storlek är emissionsvolymerna små vilket gör att de får ett litet genomslag på löptiden. Realobligationsmarknaden är inte heller lika djup och likvid som marknaden för

nominella obligationer, vilket gör att det av kostnadsskäl inte alltid är motiverat att emittera i löptider som skulle styra skulden mot ett visst riktmärke.

3.3.3 Positionstagande

Riksgäldskontoret har sedan tidigare möjlighet att ta positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaden för statsskulden. Med positionstagande avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna men som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov. Fram till den 28 maj 2009 hade Riksgäldskontoret möjlighet att ta strategiska positioner i kronor mot andra valutor för maximalt 15 miljarder kronor. Den 28 maj 2009 höjde regeringen mandatet för kronpositioner med 35 miljarder kronor till sammanlagt 50 miljarder kronor. Beslutet innebar att det utökade utrymmet på 35 miljarder kronorna inte behöver tas med derivat. Skälet till att utöka Riksgäldskontorets positionsutrymme var att ytterligare utvidga potentialen för sänkta upplåningskostnader som den dåvarande kronkursen innebar. Regeringen och Riksgäldskontoret bedömde att kronan kommer att stärkas när den finansiella oron ebbar ut.

Riktlinjebeslutet för 2010 innebär att de båda positionsmandaten läggs ihop till ett mandat och att det nya mandatet inte omfattas av VaR-restriktionen, vilket det första mandatet på 15 miljarder kronor gjorde. Kravet på transparens gör att positioner mellan kronor och andra valutor ska byggas upp och avvecklas gradvis och över en längre period än vad som är förenligt med VaR som styrmått. Riktlinjebeslutet för 2010 innebär också att ingen del av positionsmandatet behöver tas med derivat, då direkt upplåning i utländsk valuta också kan vara ett effektivt sätt att skapa exponering mellan kronor och utländsk valuta. Direktupplåning i valuta kan även minska påfrestningen på den svenska statspappersmarknaden.

3.3.4 Förtydliganden för vissa övriga riktlinjer

Nedan framgår förtydliganden för de fall tillägg eller ändring gjorts i riktlinje (avsnitt 3.2).

I. c: Sedan den 28 augusti 2008 omfattas valutaskulden av andelsstyrningssystemet. Syftet med styrintervallerna kring riktvärdet är främst att undvika kostnader till följd av styrande åtgärder som enbart framkallas av tillfälliga valutakursrörelser.

II. c: Den 23 oktober 2009 (i samband med att Riksgäldskontorets rapport Statsupplåning Prognos och analys 2009:3 publicerades), uppmärksammade Riksgäldskontoret regeringen på att riktvärdet för räntebindningstiden för den nominella kronskulden med löptider upp till tolv år bör vara 3,2 år i stället för 3,0 år som angavs i förslaget till riktlinjer – givet de intentioner som låg bakom förslaget. En uppdaterad analys, genomförd efter det att riktlinjeförslaget lämnats, visade att 3,0 år skulle bli för kort för att motsvara en oförändrad inriktning av upplåningen. För att undvika justeringar med anledning av utgivningen av den långa obligationen, har Riksgäldskontoret redogjort för att riktvärdet för räntebindningstiden för den nominella kronskulden med löptid upp till tolv år bör vara 3,2 år.

III. b och c: Syftet med att tilldela Riksgäldskontoret utrymme för positionstagande är att ytterligare sänka statens kostnader för statsskulden. Inom ramen för riktlinjen fattar Riksgäldskontorets styrelse beslut om strategiska långsiktiga positioner samt anger interna riktlinjer för den operativa löpande förvaltningen.

III. b: Riksgäldskontoret har sedan 2003 möjlighet att växla valuta direkt i marknaden. Växlingen av valutaflöden utgör en del av Riksgäldskontorets löpande likviditetsförvaltning. Växlingarna ska fördelas jämnt över tiden för att begränsa risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället. Riksgäldskontorets styrelse fastställer en relativt jämn växlingsfördelning över året. Växlingsbanan utgör jämförelsegrund för vad som är resultatmässigt neutralt. För att inte skapa onödiga transaktionskostnader fastställs ett avvikelsemandat inom vilket transaktionerna betecknas som resultatneutrala.

V. a: Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån tillkom hösten 2008 i syfte att främja den finansiella stabiliteten. I samband med detta gjordes ett tillägg i lagen (1988:1387) om statens upplåning.

V. c: Av lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut framgår att stöd enligt lagen så långt som möjligt ska utformas på ett affärsmässigt sätt och så att en otillbörlig snedvridning av konkurrensen förhindras. Statens långsiktiga kostnader för stödet ska hållas så låga som möjligt. Stödet ska utformas så att statens insatser i möjligaste mån kan återfås.

4 Utvärdering

En preliminär utvärdering av riktlinjerna för 2010 lämnas i budgetpropositionen för 2012. Eftersom målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt utvärderas resultatet även över rullande femårsperioder. Utvärderingen för

2007–2011 kommer att lämnas till riksdagen senast den 25 april 2012. Riksgäldskontoret ska överlämna underlag för utvärdering till regeringen senast den 22 februari varje år.

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
a. Riksgäldskontoret ska för 2010 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen, fördelning av riskmandatet, valutfördelningen i valutariktmärket samt principer för marknads- och skuldvard.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
b. Utvärdering av styrelsebeslut ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
c. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvarvsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
d. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
e. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
f. Strategiska och operativa ränte- och valutapositioner inom givet riskmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

Bilaga

Utöver de riktlinjer som framgått i tidigare avsnitt gäller följande bestämmelser för Riksgäldskontorets medelsförvaltning.

Nedan framgår också bestämmelser m.m. om samråd och samverkan.

Medelsförvaltning m.m.

Bestämmelse	Författning
a. 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 (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
b. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto.	7 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
c. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet.	6 § förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret

Samråd och samverkan

Bestämmelse	Författning m.m.
a. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse.	12 § förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
b. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov.	11 § förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
c. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt lagen (1998:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.	Motsvarar gällande riktlinje (återfinns i riktlinjebeslutet inför 2009)