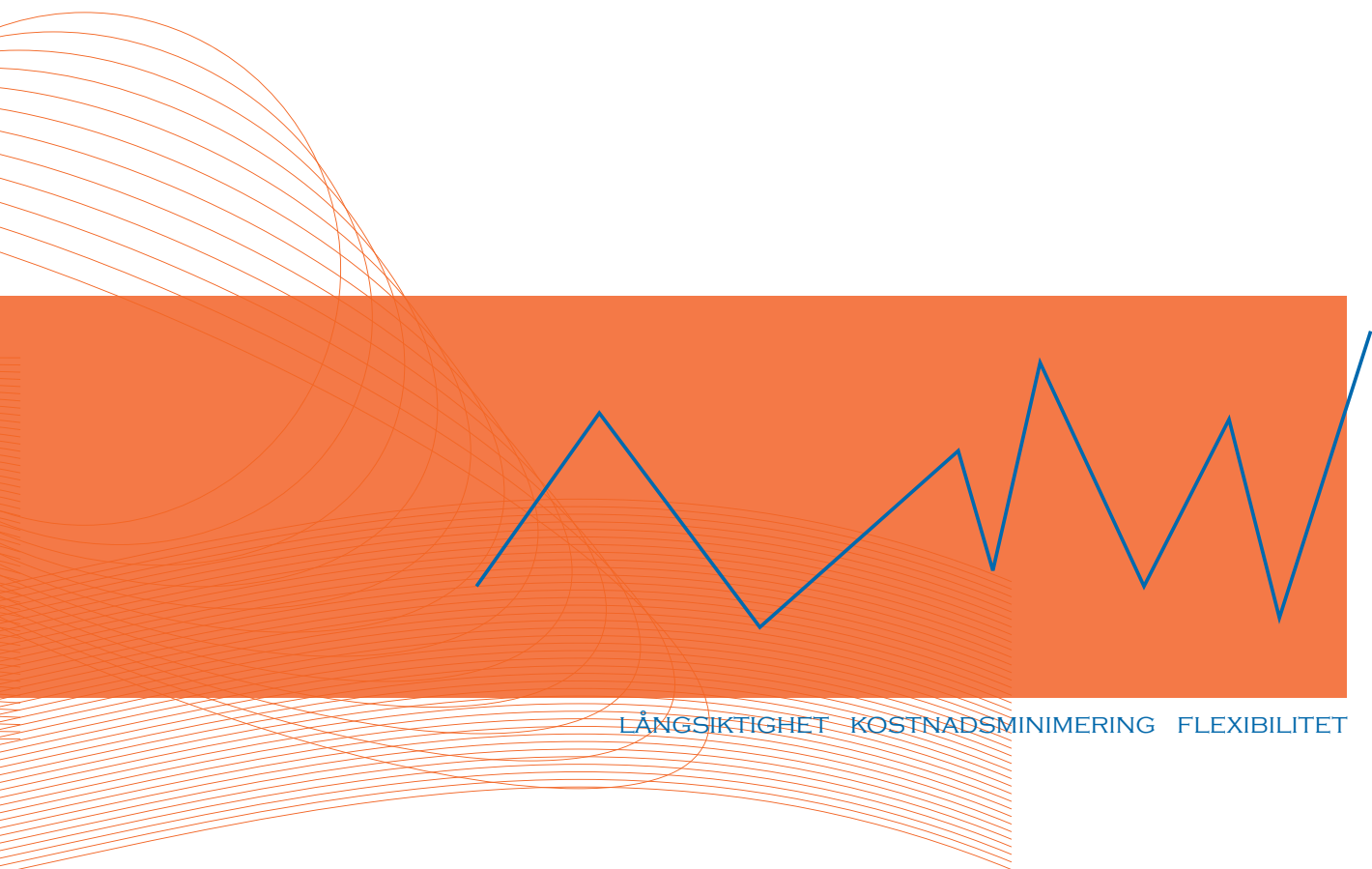


2011

RIKTLINJER FÖR STATSSKULDENS FÖRVALTNING 2011

Beslut vid regeringssammanträde
den 11 november 2010



LÅNGSIKTIGHET KOSTNADSMINIMERING FLEXIBILITET



REGERINGSKANSLIET

Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	3
1 Riktlinjebeslut för statsskuldförvaltningen 2011.....	5
1.1 Riktlinjeprocessen.....	5
1.2 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar.....	5
1.3 Statsskuldens löptid.....	6
1.4 Positionstagande.....	6
1.5 Marknads- och skuldvard.....	7
1.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	7
1.7 Upplåning på privatmarknaden.....	8
1.8 Riktlinjer för kostnader och risk m.m.....	8
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer.....	9
2.1 Statsskulden.....	9
2.2 Lånemarknaderna.....	11
2.3 Den svenska kronan.....	12
3 Skälen för regeringens beslut.....	13
3.1 Statsskuldens sammansättning.....	13
3.2 Statsskuldens löptid.....	13
3.3 Vissa ändringar i löptidsriktlinjer.....	13
3.4 Positionstagande.....	14
3.5 Maximal volym för att tillgodose behovet av statspapper.....	15
4 Riktlinjer för utvärdering.....	17
Bilaga: Översikt av gällande bestämmelser som, vid sidan av regeringens riktlinjer, styr statens upplåning och skuldförvaltning.....	19

Sammanfattning

Den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast
Riktlinjebeslutet för 2011–2013 innebär att den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast. Skuldandelarna behålls oförändrade liksom inriktningen för övriga målvärden.

Statsskuldens sammansättning ska styras mot:

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

Löptiden för de tre skuldslagen ska styras mot:

- Valutaskulden: räntebindningstid 0,125 år
- Realskulden: räntebindningstid 8–10 år
- Nominell kronskuld:
 - instrument med löptid upp till 12 år:
räntebindningstid 3,1 år
 - instrument med löptid över 12 år:
max volym 65 mdkr

Ändrade riktlinjer i några fall

Regeringen har funnit skäl att ändra riktlinjerna i följande delar.

Styrningen av den reala skuldens löptid görs mer flexibel genom att regeringen anger riktvärdet för löptiden som ett intervall i stället för ett fast värde. Detta görs av kostnadsskäl.

Riktvärdet för den nominella kronskuldens löptid kortas marginellt från 3,2 till 3,1 år. Detta görs av operativa skäl för att öka Riksgäldskontorets handlingsfrihet vid oförutsedda svängningar i statens lånebehov.

Mandatet för strategiska positioner i kronans valutakurs höjdes från 15 till 50 miljarder kronor våren 2009. Det utökade mandatet bedöms rimligt i förhållande till statsskuldens och valutamarknadens storlek och ska gälla tills vidare. Riksgäldskontoret behåller därmed tidigare tilldelade flexibilitet i denna del.

För att till del balansera att den samlade risknivån jämfört med innan mandatet för strategiska positioner i kronor höjdes, sänks riskmandatet för Riksgäldskontorets positioner i

utländsk valuta från 600 miljoner kronor till 450 miljoner kronor i termer av daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Statsskulden bedöms falla framöver

Under perioden för riktlinjerna (2011–2013) väntas statsskulden minska. Vid slutet av 2010 beräknas statsskulden uppgå till strax under 1 200 miljarder kronor för att därefter minska till 1 000–1 100 miljarder kronor vid utgången av 2013. Skuldkvoten beräknas därmed minska från 36 procent till mellan 26 och 30 procent under samma period. När skuldkvoten var som högst 1994 uppgick den till 78 procent. De svenska statsfinanserna är därmed starka i ett såväl historiskt som internationellt perspektiv.

Analys av Riksgäldskontoret avvaktas

Statsskuldens förväntade utveckling rör sig inom intervall som i dagsläget inte föranleder någon ändrad inriktning av statsskuldens sammansättning och löptid. Detta gäller även med hänsyn tagen till rådande osäkerhet om utvecklingen i vår omvärld, inte minst de offentligfinansiella problemen i många länder. Situationen på lånemarknaderna föranleder inte heller någon ändrad inriktning.

Riksgäldskontoret har dessutom fått i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall. Det framtida beslutet av en eventuell ändrad inriktning av statsskuldspolitiken får göras i ljuset av Riksgäldskontorets analys och av den ekonomiska utvecklingen.

Riktlinjebeslut och målet för statsskuldspolitiken

Statsskuldskörelsen vägleds av det övergripande målet om att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Målet och processen för statsskuld-

politiken framgår av lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Riksgäldskontoret ska, senast den 1 oktober varje år, lämna förslag till riktlinjer. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

I riktlinjebeslutet styr regeringen på en övergripande nivå den förväntade kostnaden och risken i statsskulden. Riksgäldskontoret ansvarar sedan för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen av statsskulden.

1 Riktlinjebeslut för statsskuld- förvaltningen 2011

Sammanfattning: Riktlinjebeslutet för 2011–2013 innebär att den statsskuldspolitiska inriktningen ligger fast. Styrningen av realskuldens löptid görs dock mer flexibel och riktvärdet för den nominella kronskuldens löptid förkortas marginellt. Mandatet för positioner i utländsk valuta sänks.

Nedan framgår riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2011–2013, varav beslutet för 2012 och 2013 är att betrakta som preliminärt. Riksgäldskontoret ansvarar för att strategiska beslut fattas inom ramen för riktlinjerna och att dessa omsätts i den operativa förvaltningen

av statsskulden. Utöver riktlinjerna i detta avsnitt framgår i *bilaga* bestämmelserna som fastställer statsskuldsvärdets mål, Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål, riktlinjeprocessen m.m.

1.1 Riktlinjeprocessen

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
1. Riksgäldskontoret ska för 2011 fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelsetervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen, fördelning av riskmandatet, valutafördelningen i valutariktmarktet samt principer för marknads- och skuldsvård.	Motsvarande förslag saknas	Motsvarar gällande riktlinje

1.2 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
1. Andelen <i>real kronskuld</i> ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
2. Andelen <i>valutaskuld</i> ska vara 15 procent av statsskulden. Styrintervall kring riktvärdet ska vara ± 2 procentenheter. Om valutaandelen hamnar utanför styrintervall, ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

eller innanför intervallet om avvikelser beror på valutakursrörelser.		
3. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
4. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av <i>nominell skuld i kronor</i> .	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

1.3 Statsskuldens löptid

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
1. Den nominella kronaskuldens löptid för löptider till och med tolv år ska vara 3,1 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.2
2. För löptider över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 65 miljarder kronor.	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.2
3. Den reala kronaskuldens löptid ska vid slutet av 2011 vara mellan 8 och 10 år. Vid slutet av 2012 och 2013 ska löptiden preliminärt vara mellan 9 och 11 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Ändrad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.2
4. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.2
5. Riksgäldskontoret ska besluta om avvikelseintervall för löptiderna.	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.2

1.4 Positionstagande

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
1. Riksgäldskontoret får ta positioner i <i>utländsk valuta</i> och <i>kronans valutakurs</i> . 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	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3

<p>statsskulden med beaktande av risk och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.</p> <p>Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).</p> <p>2. <i>Positioner i utländsk valuta</i> begränsas till 450 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.</p> <p>Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den operativa förvaltningen.</p> <p>3. <i>Strategiska positioner i kronans valutakurs</i> begränsas till maximalt 50 miljarder kronor och ska byggas upp och avvecklas gradvis samt annonseras i förväg.</p> <p>4. 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.</p>	<p>Riksgäldskontoret föreslår 600 miljoner kronor i VaR-mandat</p> <p>Överensstämmer med regeringens beslut</p> <p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Ändrad riktlinje, se avsnitt 3.3</p> <p>Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.3</p> <p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
---	--	---

1.5 Marknads- och skuldvard

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>1. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
<p>2. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>

1.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
<p>1. 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.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Motsvarar gällande riktlinje</p>
<p>2. Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.</p>	<p>Överensstämmer med regeringens beslut</p>	<p>Omformulerad riktlinje. Regeringens skäl, se avsnitt 3.4</p>

3. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
---	---------------------------------------	------------------------------

1.7 Upplåning på privatmarknaden

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

1.8 Riktlinjer för kostnader och risk m.m.

Regeringens beslut	RGK:s förslag	Kommentar
1. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
2. Det överordnade <i>kostnads måttet</i> ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
3. Det överordnade <i>risk måttet</i> ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
4. Skuldslagets <i>andelar</i> av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
5. <i>Löptiden</i> ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
6. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
7. Vid positionstagnation ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

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

Utgångspunkt tas också från skuldens storlek, vilken beräknas minska från 1 200 miljarder kronor vid slutet av 2010 till 1 000–1 100 miljarder kronor vid utgången av 2013. Avkastningskurvan är för närvarande brant och på en historiskt låg nivå.

Utgångspunkten för regeringens årliga riktlinjebeslut är det övergripande målet för statsskuldspolitiken: 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. Målet för statsskuldspolitiken, liksom den övergripande ansvarsfördelning, är fastställt i lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning, se *bilaga*.

Utgångspunkt för riktlinjebeslutet tas också från statsskuldens storlek, dess förväntade utveckling samt situationen på lånemarknaderna.

2.1 Statsskulden

Storlek och utveckling

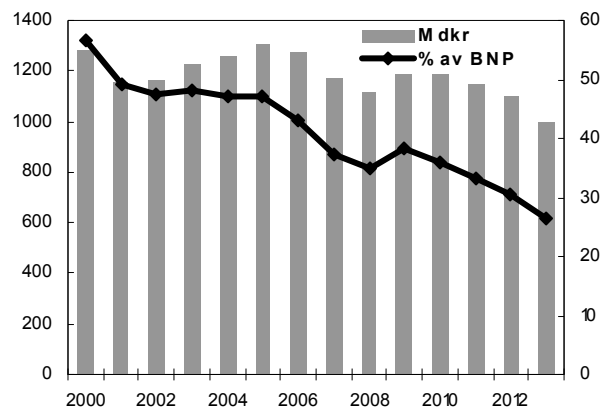
En utgångspunkt för hur statsskuldspolitiken ska avvägas är skuldens storlek och förväntade utveckling. Principiellt gäller att starka statsfinanser och fallande statsskuld ökar utrymmet för risktagande i skuldförvaltningen i utbyte mot lägre förväntade kostnader.

Statsskulden är ett resultat av att statsbudgeten historiskt har visat större underskott än överskott. En viss andel av statsskulden är upptagen i utländsk valuta, vilket gör att statsskuldens storlek även påverkas av valutakursförändringar.

Under perioden 2006–2008 minskade statsskulden från 1 309 till 1 119 miljarder kronor (okonsoliderad statsskuld). År 2009 ökade statsskulden med 70 miljarder kronor för att uppgå till 1 189 miljarder kronor vid årets

slut. I förhållande till BNP har skuldens andel minskat från 47 till 38 procent mellan åren 2005–2009. I budgetpropositionen för 2011 beräknas statsskulden minska med 6 miljarder kronor under 2010. Att statsskulden minskar trots ett beräknat budgetunderskott 2010 beror på att kronförstärkningen reducerar valutaskulden uttryckt i kronor. I budgetpropositionen beräknas statsskulden uppgå till 998 miljarder kronor vid utgången av 2013, vilket motsvarar 26 procent av BNP.

Figur 1. Statsskuldens utveckling 2000-2013, BP2011



Källa: Budgetpropositionen för 2011

Vidareutlåningen till Riksbanken och Island under 2009 och 2010 ökar den okonsoliderade statsskulden med 100 miljarder. Det skuldmått (SSK-måttet) som används vid styrningen av statsskulden påverkas inte av vidareutlåningen då denna motsvaras av lika stora fordringar, se nedan.

Olika mått på statsskulden

Statsskulden mäts på olika sätt beroende på måttets syfte. Den okonsoliderade statsskulden visar statens framtida åtagande i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldskontorets utestående låneinstrument. Den okonsoliderade statsskulden är det officiella måttet för den svenska statsskulden.

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 tillgångar som ligger inom ramen för Riksgäldskontorets skuldförvaltning. Aktuella exempel på sådana tillgångar är vidareutlåningen till Riksbanken och Island.

Överskottsmålet och statsskulden

Riktlinjebesluten styr inte statsskuldens storlek. Skuldutvecklingen styrs övergripande av riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns sparande. Försäljningar av statliga bolag har också direkt påverkan på statsskuldens storlek.

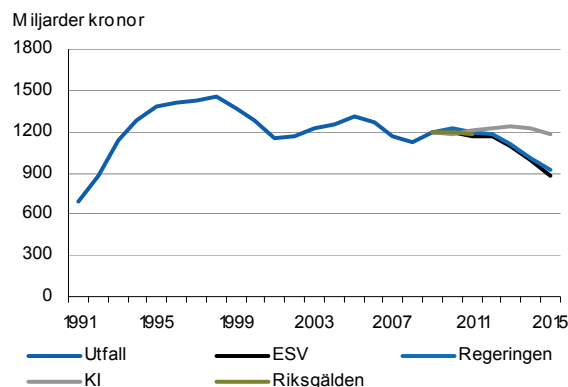
I Riksgäldskontorets riktlinjeförslag görs kalkylmässiga beräkningar över statsskuldens utveckling. Vid antagandet att överskottsmålet på 1 procent av BNP uppnås, pekar beräkningarna på en långsiktigt fallande statsskuld motsvarande 15–30 miljarder kronor per år. Enligt dessa beräkningar skulle statsskulden uppgå till 1 100 miljarder kronor vid utgången av 2014.

Prognoser över statsskuldens utveckling

Ett kompletterande 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, tidshorisonten och metoderna skiljer sig åt mellan de olika prognoserna. Prognoserna¹, bortsett från KI:s prognos, pekar på att statsskulden minskar till runt 1 100

miljarder kronor vid utgången av 2013. I KI:s prognos är statsskuldens storlek oförändrad fram till 2013 (figur 2).

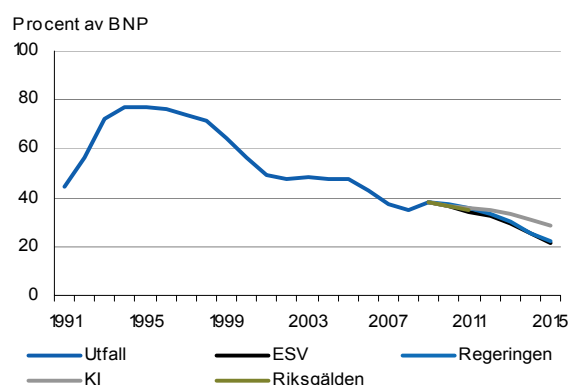
Figur 2. Statsskuldens utveckling, utfall 1991–2009 och prognoser 2010–2015



Källa: Riksgäldskontoret

I förhållande till BNP faller skuldkvoten från 36 procent vid 2010 års slut till runt 30 procent vid utgången av 2013. Åren därefter beräknas skuldkvoten att falla ytterligare (figur 3).

Figur 3. Statsskuldens utveckling som andel av BNP, utfall 1991–2009 och prognoser 2010–2015



Källa Riksgäldskontoret

Slutsatser

Sammantaget pekar bedömningarna på att statsskulden minskar från strax under 1 200 miljarder kronor vid 2010 års slut till 1 000–1 100 miljarder kronor vid 2013 års slut. Som andel av BNP innebär det att skulden minskar från 36 procent till mellan 26 och 30 procent. Om vidareutlåningen till Riksbanken skulle upphöra minskar statsskulden med ytterligare 100 miljarder kronor. Detta påverkar dock inte det statsskuldsmått som utgör grund för styrningen.

¹ Prognosen från ESV återfinns i Prognos juni 2010, KI avser redovisade uppgifter i Konjunkturläget juni 2010 och regeringens prognos kommer från Vårpropositionen för 2010.

Osäkerheten är stor om utvecklingen i vår omvärld, inte minst till följd av offentlig-finansiella problem i många andra länder. Hårt skuldsatta länder ska finansiera sina underskott samtidigt som många europeiska banker ska refinansiera sin verksamhet. Det innebär en risk för att det blir svårare och dyrare att låna och att det i sin tur kan skapa stress på finansmarknaderna.

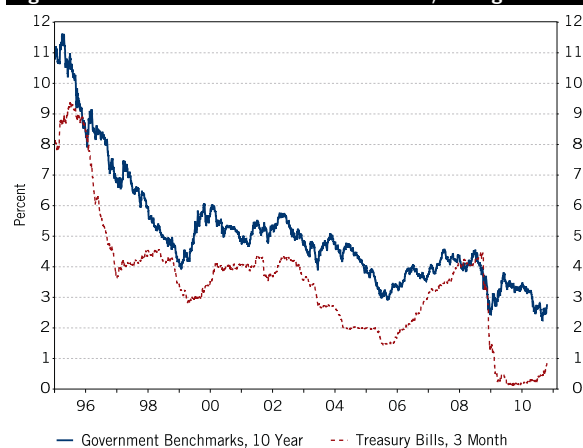
2.2 Lånemarknaderna

En annan utgångspunkt för hur statsskuldspolitiken ska avvägas är situationen på lånemarknaderna. En viktig faktor för valet av löptider är avkastningskurvans lutning och förväntningarna om denna. Avkastningskurvan, som i det här sammanhanget beskriver räntan för olika löptider av statsskuldsväxlar 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 volatilitet vid olika löptider kan också ha betydelse för hur löptiden för statsskulden ska styras.

De räntenivåer som förekommit under 2009 och 2010 är anmärkningsvärt låga ur ett historiskt perspektiv. Tremånadersräntan har sjunkit till under 1 procent och räntan på den tioåriga statsobligationen har varit under 3 procent (figur 4).

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 funktionssätt förändras över tiden.

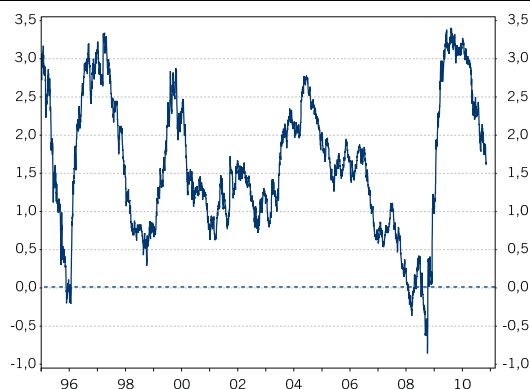
Figur 4. Tioårs- och tremånaders statsräntor, Sverige



Källa: Reuters EcoWin

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. Detta utesluter dock inte att räntenivå beaktas i utformningen av statsskuldspolitiken. Så skedde t.ex. våren 2009 då regeringen, i syfte att låsa in till synes förmånligt låga räntor, öppnade möjligheten för Riksgäldskontoret att emittera nominella statsobligationer på långa löptider.

Avgörande för valet av löptid är i stället avkastningskurvans lutning och låntagarens (statens) förmåga att på kort sikt kunna klara av snabbt stigande räntekostnader. Skillnaden mellan nivån på den tioåriga och tremånadersräntan ger en uppfattning av avkastningskurvans lutning (figur 5). Nivåerna för de båda löptiderna följer varandra även om variationerna i tremånadersräntan är betydligt större (figur 4). Det finns inte någon tydlig koppling mellan avkastningskurvans nivå och dess lutning.

Figur 5. Skillnaden mellan tioårs och tremånaders statspappersräntor, Sverige

Källa: Reuters EcoWin

I genomsnitt har tioårsräntan överstigit tremånadersräntan med över 1 procentenhet. För närvarande är skillnaden större.

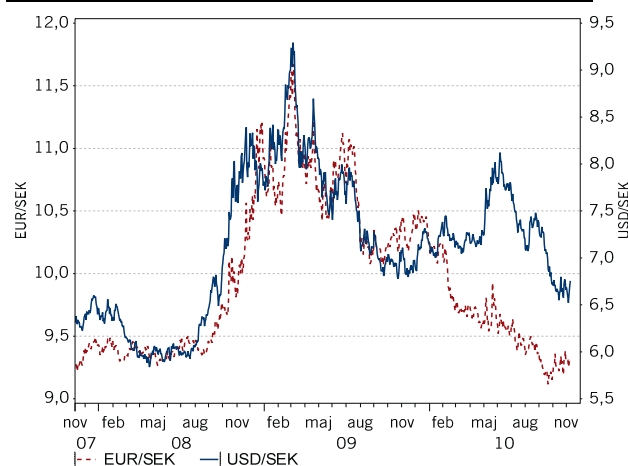
Slutsatser

Den nuvarande branta avkastningskurvan skulle på kort sikt göra det möjligt att sänka statens upplåningskostnader genom att förkorta statskuldens löptid. Mot detta står den ökade ränteomsättningsrisk som en förkortning av löptiden skulle innebära. Samtidigt bör även beaktas att räntenivåerna på långa löptider är historiskt låga. I beslutet av löptid tas även förutsättningarna för att upprätthålla en god likviditet i de instrument som utgör kärnan i upplåningen (se avsnitt 3.2).

2.3 Den svenska kronan

Kronans växelkurs påverkar valutaskuldens storlek. Kronkursen utgör även en utgångspunkt för regeringens fastställande av utrymmet för strategiska positioner i kronans valutakurs.

Under hösten 2008 försvagades kronan kraftigt till följd av finanskrisen, konjunkturen och den tilltagande osäkerheten om utvecklingen i Baltikum. Kronan låg därefter kvar på en svag nivå under våren 2009. Sedan sommaren 2009 har kronan successivt stärkts.

Figur 6. Kronan i förhållande till euro och dollar

Källa: Reuters

Källa: Reuters EcoWin

3 Skälen för regeringens beslut

3.1 Statsskuldens sammansättning

Statsskuldens målandelar är sedan 2007; *valutaskuld* 15 procent, *real kronskuld* 25 procent och *nominell kronskuld* 60 procent (residualt). Andelarna bygger på en analys Riksgäldskontoret genomförde 2004. Skuldkvoten var då 50 procent av BNP jämfört med 38 procent vid utgången av 2009. Då skuldandelarna (och löptiden) har samband med hur statsskuldens storlek utvecklas har Riksgäldskontoret fått i uppdrag att med utgångspunkt från en betydligt högre respektive lägre statsskuld analysera hur stora andelarna av de av de olika skuldslagen bör vara samt analysera hur löptiden bör hanteras i dessa fall.

Regeringen ser inga starka skäl att i nuläget ändra nuvarande skuldsammansättning utan väljer att avvakta Riksgäldskontorets analys i frågan.

3.2 Statsskuldens löptid

Regeringen ser i nuläget inga skäl att ändra inriktningen av löptiden för de tre skuldslagen. Denna slutsats understöds även av den faktiska och förväntade utvecklingen av statsskulden och situationen på lånemarknaderna.

Såväl regeringens som andra myndigheters prognoser pekar mot att statsskulden, både i nominella termer och i termer av BNP, faller under prognoshorisonten. Allt annat lika talar detta för att staten kan ta högre risk i skuldförvaltningen dvs. en förkortning av statsskuldens löptid skulle vara möjlig.

Därtill innebär den nuvarande branta lutningen på avkastningskurvan att löptiden skulle kunna kortas med ett förväntat fördelaktigt kostnadsutbyte i förhållande till risk. Å andra sidan kan det konstateras att långa statspappersräntor för närvarande är på mycket låga nivåer vilket skulle

kunna tala för en förlängning av löptiden i syfte att låsa in de låga långa räntorna.

Ovanstående motstridiga argument ger inte någon entydig grund för att ändra löptiden. Regeringen väljer därför att invänta Riksgäldskontorets analys även i denna fråga. En eventuell ändrad löptidsinriktning kommer bl.a. att göras mot bakgrund av resultatet från denna analys.

3.3 Vissa ändringar i löptidsriktlinjer

Den nominella kronskuldens löptid

Regeringen styr sedan 2009 löptiden i statsskulden genom att lägga fast separata målvärden för vart och ett av de tre skuldslagen.

Sedan 2010 delas styrningen av den nominella kronskulden upp så att låneinstrument med kortare löptid än tolv år styrs mot ett löptidsriktvärde och låneinstrument med längre löptid än tolv år begränsas med ett volymtak. Styrmodellen utformades för att göra det möjligt att styra både kortare och längre löptider efter det att Riksgäldskontoret, under våren 2009, lånat upp 38 miljarder kronor i en nyintroducerad 30-årig nominell obligation.

För löptiden över tolv år ser regeringen inga skäl att ändra riktlinjen och taket behålls oförändrat på 65 miljarder kronor. Skälet är att det för närvarande bara finns en nominell kronobligation med längre löptid än tolv år, dvs. det 30-åriga lånet. Utestående volym i lånet uppgår för närvarande till ca 40 miljarder kronor. Då det inte finns något behov av att specificera taket för enskilda år bör ett tak på 65 miljarder kronor gälla tills vidare.

Däremot bör löptiden för den nominella kronskulden med löptider upp till tolv år ändras. Löptiden ska vara 3,1 år, jämfört med nuvarande 3,2 år. Justeringen görs av operativa skäl och för att bevara Riksgäldskontorets handlingsfrihet vid oväntade svängningar i lånebehovet.

Bakgrunden är att det minskade lånebehovet under 2011 har gjort att upplåningen i statsobligationer dragits ner. Detta minskar i sin tur den planerade volymen swappar. Små volymer swappar ger Riksgäldskontoret mindre handlingsutrymme att parera oväntade och snabba förändringar i lånebehovet. Om lånebehovet skulle öka och den ytterligare upplåningen på vanligt sätt görs i stats-skuldväxlar, blir löptiden i den nominella kronskulden kortare. Små swapp-volymer begränsar då Riksgäldskontorets möjligheter att parera detta. Alternativet, att oväntat ändra emissionsvolymerna i statsobligationer, bör om möjligt undvikas då det kan skapa osäkerhet om hur stort utbudet av långa – och i placerarnas ögon mer riskfyllda – statspapper kommer att bli. Regeringen väljer mot denna bakgrund att förkorta löptiden i nominell kronskuld något.

Den reala kronskuldens löptid

Den reala kronskuldens löptid bör vid slutet av 2011 vara mellan 8 och 10 år. Vid slutet av 2012 och 2013 bör löptiden preliminärt vara mellan 9 och 11 år.

Skälet till att ändra styrningen för den reala kronskuldens löptid är att öka flexibiliteten i upplåningen. Det tidigare löptidsriktvärdet (8,7 år) ligger inom det nya styrningsintervallet (8–10 år).

Löptiden för den reala kronskulden är svår att styra. Realskuldens andel (25 procent) är uppnådd och de planerade emissionsvolymerna är små i förhållande till den utestående realobligationsstocken. Det är inte möjligt att styra löptiden med derivat då marknaden för inflationsderivat är relativt utvecklad. I praktiken kan löptiden bara styras genom nyemissioner, byten och återköp. Kostnadsskäl talar för en ökad flexibilitet då detta möjliggör större hänsyn till marknadsläget i samband med emissioner. Den ökade flexibiliteten gör också att återköp, när marknadsläget talar mot detta, kan undvikas.

Ändringen ligger i linje med de synpunkter som den externa granskaren påtalade i sin granskningsrapport av statsskuldspolitiken (skr. 2009/10:104 Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2005–2009, s. 76). Finansutskottet tog inte specifikt ställning till löptiden för den reala kronskulden eller styrningen av densamma (bet. 2009/10:FiU37).

Valutaskuldens löptid

Valutaskuldens löptid behålls oförändrat på 0,125 år. Det finns inte skäl att ändra löptiden för enskilda år varför löptidriktvärdet bör gälla tills vidare.

Avvikelseintervall för löptiderna

I riktlinjerna görs en språklig ändring avseende Riksgäldskontorets avvikelseintervall. Tidigare lydelse var ”Riksgäldskontoret ska besluta om avvikelseintervall för *riktvärdena* för löptiderna”. Den nya lydelsen bör vara ”Riksgäldskontoret ska besluta om avvikelseintervall för löptiderna”.

3.4 Positionstagande

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaden för statsskulden med beaktande av risk och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov. Positionerna kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).

Strategiska positioner i kronans valutakurs

Mandatet för strategiska positioner i kronans valutakurs höjdes från 15 till 50 miljarder kronor i maj 2009. I riktlinjerna för 2011 behålls mandatet oförändrat på 50 miljarder kronor. Kronmandatets storlek ger Riksgäldskontoret tillräcklig flexibilitet att kunna ta de positioner som kan anses rimliga med tanke på statsskuldens och valutamarknadens storlek. Riksbanken har inte haft någon synpunkt på mandatets storlek.

Positionerna i kronans valutakurs omfattas inte av det riskmandat som sätter gränsen för positioner i utländsk valuta. Anledningen är att kronpositionerna ska byggas upp och avvecklas gradvis under flera månader. Till skillnad från positioner i utländsk valuta behöver inte heller positioner i kronans valutakurs tas med derivatinstrument.

Positioner inom ramen för Value-at-Risk-mandatet

Riksgäldskontoret har sedan 1992 haft möjlighet att ta positioner i utländsk valuta. Regeringen fastställer sedan 2007 det totala Value-at-Risk-mandatet i utländsk valuta. Riksgäldskontorets styrelse beslutar hur stor del av detta riskutrymme som ska användas i den aktiva (operativa) förvaltningen och för strategiska positioner i utländsk valuta.

Mot bakgrund av att mandatet för positioner i kronans valutakurs behålls oförändrad, men högre än före finanskrisen, bör riskmandatet för positioner i utländsk valuta justerats ned från 600 till 450 miljoner kronor i termer av daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procents sannolikhet. På så sätt balanseras delvis den samlade risknivån som Riksgäldskontoret tilldelas inom ramen för riktlinjerna för positionstagande.

Den aktiva förvaltningen har resulterat i kostnadsbesparingar motsvarande drygt 12 miljarder kronor under perioden 1992–2009. Strategiska dollarpositioner fram till mars 2009 har resulterat i ytterligare kostnadsbesparingar på motsvarande 7 miljarder kronor.

3.5 Maximal volym för att tillgodose behovet av statspapper

Behovet av lån vid hot mot den finansiella stabiliteten är svårt att förutse under tidshorisonten för riktlinjerna. Tidigare har den maximala volymen beslutats för varje enskilt år. Omformuleringen innebär att den nuvarande maximalt utestående volymen på 200 miljarder kronor gäller tills vidare.

4 Riktlinjer för utvärdering

Eftersom målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt utvärderas resultatet 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
1. 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.	Överensstämmer med regeringens beslut	Omformulerad riktlinje, se nedan.
2. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
3. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
4. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje
5. Strategiska och operativa ränte- och valuta-positioner inom givet riskmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.	Överensstämmer med regeringens beslut	Motsvarar gällande riktlinje

Tidigare lydelse punkt 1: ”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.”

Bilaga: Översikt av gällande bestämmelser som, vid sidan av regeringens riktlinjer, styr statens upplåning och skuldförvaltning

Statsskuldförvaltningens 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 skuldförvaltning

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

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

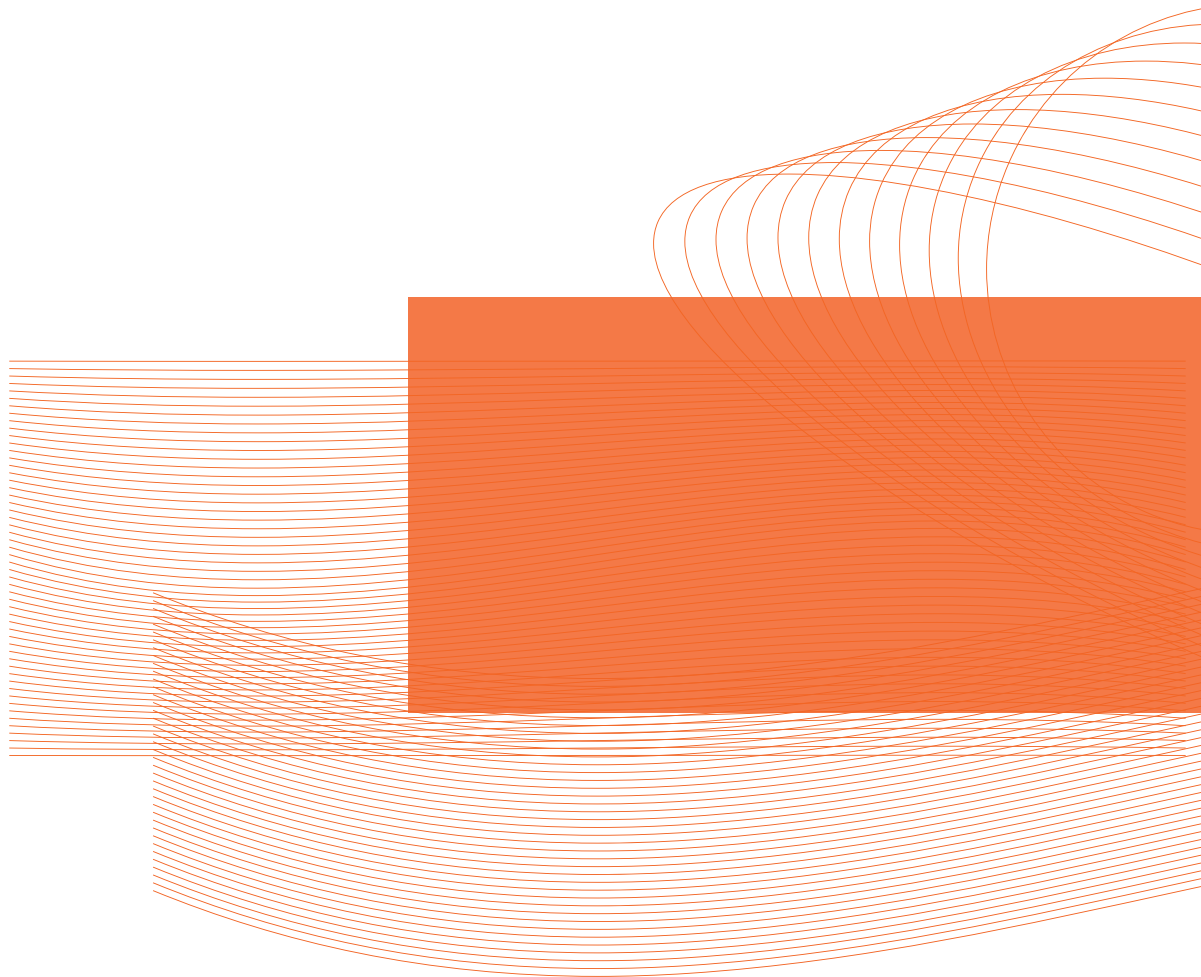
Regeringen ska från och med 2008 och därefter vartannat år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statsskulden. Skrivelsen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen.	7 § lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning
Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras.	15 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret

Medelsförvaltning m.m.

Bestämmelse	Författning
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
Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto.	7 § förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
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.
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
Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov.	11 § förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
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 (infördes i riktlinjebeslutet för 2009)



REGERINGSKANSLIET

Finansdepartementet

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