

STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Förslag till riktlinjer 2020–2023



Riksgäldens uppdrag

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att låna upp pengar för statens räkning och förvalta statsskulden. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Förvaltningen av statsskulden styrs övergripande genom budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden. Här framgår exempelvis vad staten får låna till och vad målet för skuldförvaltningen är. Regeringen fastställer dessutom riktlinjer för förvaltningen, som bland annat styr hur statsskulden ska vara sammansatt och hur lång löptid den ska ha.

Regeringen beslutar om nya riktlinjer varje år senast den 15 november. Beslutet fattas efter att Riksgälden lämnat ett förslag på riktlinjer som Riksbanken fått yttra sig över.

Riksgäldens operativa roll innefattar sedan att inom de givna ramarna låna upp de pengar som behövs för att finansiera underskott i statsbudgeten och ersätta lån som förfaller.

När året gått lämnar Riksgälden i februari underlag för utvärdering av skuldförvaltningen till regeringen. Regeringen ska i sin tur lämna en utvärdering till riksdagen vartannat år i april.

Både riktlinjeförslaget och underlaget för utvärdering publiceras på riksgalden.se.



Innehåll

Sammanfattning	2
Förslag till riktlinjer 2020–2023	3
Statsskuldsförvaltningens mål	3
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	3
Riktlinjeprocessen	3
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	4
Statsskuldens löptid	4
Kostnad och risk	4
Marknads- och skuldvard	5
Positionstagande	5
Lån för att tillgodose behovet av statslån	5
Medelsförvaltning m.m.	6
Samråd och samverkan	6
Utvärdering	6
Utgångspunkter för riktlinjeförslaget	7
Fortsatt liten statsskuld med nytt finanspolitiskt ramverk	7
Ansträngd likviditet på statsobligationsmarknaden	9
Statliga gröna obligationers roll i en hållbar utveckling	10
Frågor kring sammansättningen av olika skuldslag i fokus	11
Andelen realskuld bör ligga kvar trots minskad statsskuld	12
Likvärdiga kostnader för nominell och real upplåning	12
Utrymme för nominell upplåning kvarstår trots lägre skuld	15
Valutaexponeringen lämnas oförändrad	17
Försvagad krona har ökat kostnaden för avvecklingen	17
Valutaexponeringen i statsskulden ska omprövas	18
Sammanslagen löptidsstyrning ger bättre överblick	19

Sammanfattning

- Förutsättningarna för statsskuldförvaltningen de närmsta åren präglas av en fortsatt liten statsskuld, ansträngd likviditet på statspappersmarknaden och ökat fokus på hållbarhet. Dessa förutsättningar har väckt frågan om statsskuldens sammansättning behöver ändras.
- Riksgälden har analyserat om andelen realobligationer bör minska för att ge större utrymme åt nominella obligationer, som är statens viktigaste finansieringskälla. Analysen visar att det i nuläget inte finns behov av att minska andelen realskuld av detta skäl eftersom stocken av realobligationer väntas krympa väsentligt redan med nu gällande riktlinjer. Det finns inte heller några tydliga systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning.
- Riksgälden ser behov av en ny översyn av statsskuldens valutaexponering eftersom förutsättningarna som låg till grund för den tidigare analysen kan ha förändrats. I avvaktan på den nya översynen föreslår Riksgälden att valutaexponeringen lämnas oförändrad. Riksgälden skulle då tillsvidare upphöra med att minska valutaskulden genom att köpa utländsk valuta.
- Kronkursens utveckling de senaste åren har gjort att den strategiska minskningen av statsskuldens valutaexponering, som påbörjades 2015, har blivit relativt kostsam. Det är dessutom så att kronans värde gentemot de specifika valutor som skulle behöva köpas framöver för att fortsätta minska valutaexponeringen har utvecklats särskilt svagt. Även detta talar för att lämna valutaexponeringen oförändrad i väntan på den nya översynen.
- Riksgälden föreslår ett gemensamt löptidsmål för statsskulden eftersom det ger en bättre överblick över den totala risknivån. Med en sammanslagen styrning ska statsskulden ha en löptid på 3,5–6 år. Då ingår även valutaskuldens löptid som nu har ett separat riktvärde.

Förslag till riktlinjer 2020–2023

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltningen 2020–2023. För åren 2021–2023 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar jämfört med gällande riktlinjer anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. Även relevanta delar ur budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden finns med för att ge en överblick över ramverket som styr förvaltningen.

Statsskuldförvaltningens mål

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

Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. *Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.*
3. Riksgälden får enligt budgetlagen ta upp lån till staten för att:
 - 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
 - tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgälden till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. *Budgetlagen.*
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. *Budgetlagen.*
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. *Budgetlagen.*
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

Nuvarande lydelse

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

Förslag till ny lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i *enskilda skuldslag*, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

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

Nuvarande lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Förslag till ny lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska *vara oförändrad*. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

13. Riksgälden 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**Nuvarande lydelse**

15. Kronskuldens löptid ska vara mellan 4 och 6,5 år.
16. Riksgälden ska fastställa löptidsintervall för den nominella respektive reala kronskulden.
17. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.
18. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15 respektive 17.
19. Löptiden ska mätas som duration.

Förslag till ny lydelse

15. *Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.*
16. *Riksgälden ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.*
17. *Punkten utgår (eftersom den separata löptiden för valutaskulden, liksom för de övriga skuldslagen, sätts enligt punkt 16).*
18. *Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.*

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 riskmålet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
23. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
24. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
25. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
26. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvård

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

Positionstagande

29. Riksgälden 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.

Riksgälden 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.

Riksgälden 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. Riksgälden 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. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
35. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
36. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

Samråd och samverkan

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

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 bland annat 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 upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
44. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

Utgångspunkter för riktlinjeförslaget

I riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen görs den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk genom beslut om hur skulden ska vara sammansatt och vilken löptid den ska ha. Avvägningen mellan kostnad och risk – och mellan olika risker – kan se olika ut beroende på rådande förutsättningar. Här beskrivs de huvudsakliga faktorer som väntas påverka förutsättningarna för statsskuldsförvaltningen de kommande åren: en fortsatt liten statsskuld, ansträngd likviditet på statspappersmarknaden och ökat fokus på hållbarhet.

Målet för förvaltningen av statsskulden är att minimera den långsiktiga kostnaden för skulden samtidigt som risken beaktas. Långsiktigheten innebär att strategin utformas för att uppnå så låg kostnad som möjligt för skulden som helhet över tid, snarare än i enskilda emissioner eller instrument. En viktig fråga att ta ställning till i riktlinjerna är hur skuldportföljen bör se ut i termer av olika skuldslag och löptider, men det finns flera andra faktorer som också påverkar möjligheten till en långsiktigt låg upplåningskostnad. Det handlar bland annat om att värna en välfungerande statspappersmarknad och att upprätthålla förtroendet för svenska staten som emittent.

Den risk som avses är i första hand hur mycket kostnaden för skulden förväntas variera. Beroende på hur stor statsskulden är blir denna risk mer eller mindre viktig. Om statsskulden är stor kan en hög kostnadsvariation ge upphov till stora svängningar i statsfinanserna, medan en liten statsskuld innebär att risken i form av kostnadsvariation blir av mindre betydelse.

Det finns också andra risker som Riksgälden måste ta hänsyn till i den operativa förvaltningen. Det handlar bland annat om att hålla nere finansieringsrisken, det vill säga ha en god beredskap att låna stora belopp till rimlig kostnad om det skulle behövas. Fler exempel är anseende- och motpartsrisk.

I riktlinjerna bestäms avvägningen mellan kostnad och risk utifrån långsiktiga, strukturella faktorer. Det handlar alltså inte om att anpassa riktlinjerna efter förväntat ränteläge eller valutakursförändringar. Riksgälden ser främst tre strukturella faktorer som påverkar förutsättningarna de närmsta åren:

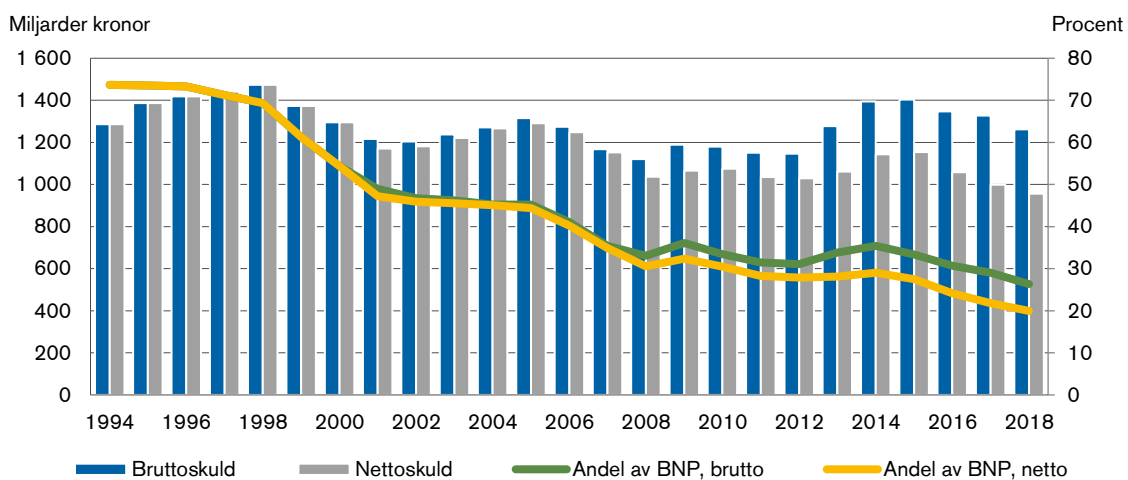
- statsskuldens storlek
- statspappersmarknadens funktion
- statsskuldens förvaltningens roll i omställningen mot en hållbar utveckling.

Fortsatt liten statsskuld med nytt finanspolitiskt ramverk

Statsskulden som andel av BNP har minskat sedan mitten av nittioalet. Nuvarande nivå är låg både internationellt sett och i ett historiskt perspektiv. Diagram 1 visar statsskulden i kronor och som andel av BNP, brutto respektive netto. Som framgår av diagrammet har skulden netto även minskat i absoluta tal. Bruttoskulden är det officiella måttet som utgör summan av alla utestående lån. I nettoskulden räknas tillgångarna i förvaltningen av. Tillgångarna består i huvudsak av fordringar på Riksbanken men även av korta placeringar i likviditetsförvaltningen.

Båda måtten är relevanta för förvaltningen av statsskuden men på olika sätt. Nettoskuden är den som avses i riktlinjerna för statsskudens förvaltning eftersom dess sammansättning avgör hur hög kostnaden blir och hur mycket den varierar. Bruttoskuden visar i stället hur mycket Riksgälden totalt har emitterat och säger mer om möjligheten att upprätthålla närvaro på olika marknader. I och med vidareutlåningen till Riksbanken har Riksgälden kunnat låna relativt stora belopp i utländsk valuta utan att öka nettoskudens valutaexponering. Staten har därmed kunnat behålla närvaron på den internationella kapitalmarknaden utan att det varit på bekostnad av emissioner i statspapper i kronor.

Diagram 1. Statsskudens utveckling



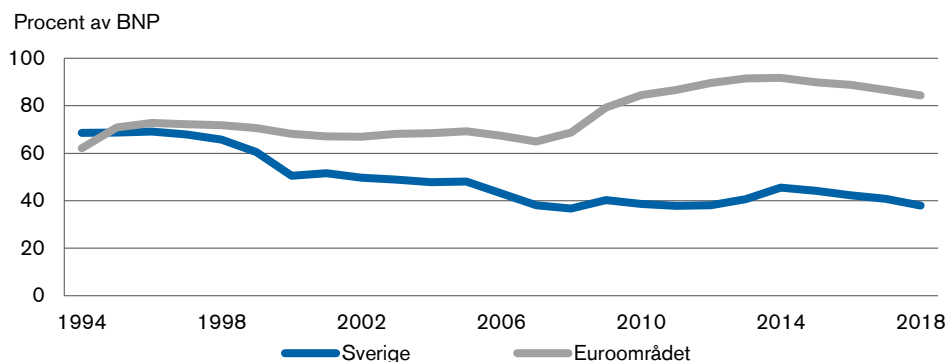
Anm.: Bruttoskuld (officiellt mått) och nettoskuld efter avräknade tillgångar (exponeringsmättet i riktlinjerna)

Källa: Riksgälden och Statistiska centralbyrån

Mot bakgrund av det finanspolitiska ramverket är det sannolikt att trenden med minskande statsskuld fortsätter. Riksdagen har slagit fast att det finansiella sparandet i offentlig sektor ska uppgå till en tredjedels procent av BNP över en konjunkturcykel. Överskottsmålet understöds också av ett skuldankare för den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskuden) på 35 procent av BNP. I detta mått ingår förutom statsskuden även skulder inom kommunsektorn, landstingen och pensionssystemet. Om Maastrichtskuden avviker från ankaret med mer än 5 procent av BNP ska regeringen rapportera till riksdagen varför avvikelser uppstått och hur den ska hanteras.

I förslaget till riktlinjer har Riksgälden därför antagit att minskningen fortsätter och att Maastrichtskuden når 30 procent av BNP inom några år, det vill säga 5 procentenheter under ankaret. Om skuden i övrig offentlig sektor ligger kvar på ungefär samma andel som i dag innebär det en statskuld (brutto) på under 20 procent av BNP eller i storleksordningen 1 000 miljarder kronor. Om vidareutlåningen till Riksbanken på omkring 200 miljarder kronor kvarstår tillsvidare betyder det att nettoskuden uppgår till omkring 800 miljarder kronor. Det är en liten statsskuld, både historiskt sett och i jämförelse med andra länder, se diagram 2.

I en situation med en liten statsskuld och lågt upplåningsbehov har risken i form av kostnadsvariation mindre betydelse än om skuden skulle motsvara en stor andel av BNP. Det är då rimligt att lägga mindre vikt vid diversifiering mellan olika skudslag för att minska denna risk, och i stället fokusera på att upprätthålla viktiga lånekanaler för att säkra framtida upplåning till låga kostnader.

Diagram 2. Sveriges statsskuld (enligt Maastrichtmättet) i internationell jämförelse

Ansträngd likviditet på statsobligationsmarknaden

Likviditeten på marknaderna för statspapper, både i Sverige och internationellt, har försämrats gradvis sedan finanskrisen för omkring tio år sedan. Med likviditet avses här möjligheten att köpa eller sälja en större volym på kort tid utan att påverka priset på marknaden. När förutsättningarna för att omsätta ett värdepapper försämrats kan den så kallade likviditetspremien öka. Det innebär att investerare kräver högre avkastning för att köpa värdepappret. Det finns också en risk att investerare överger marknaden helt och hållet till förmån för andra placeringsalternativ. Investerare som valt att lämna marknaden kan sedan kräva mer betalt för att komma tillbaka.

Den viktigaste orsaken till att förutsättningarna har försämrats är sannolikt de regleringar som införts efter krisen. Det handlar framför allt om högre kapitalkrav och krav på likviditetsbuffertar. Regleringarna har gjort det svårare och dyrare för återförsäljarna av statspapper att hålla lager och ställa priser. Centralbankernas köp av statspapper bedöms också ha bidragit till att marknadslikviditeten försämrats. För svensk del är den effekten särskilt stor eftersom Riksbanken köpt en förhållandevis stor andel av den utestående stocken samtidigt som utbudet av statspapper har minskat.

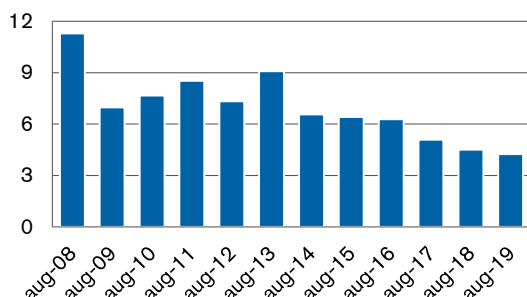
Nominella statsobligationer är statens största och viktigaste lånekanal. På den marknaden bedöms staten ha bäst förutsättningar att över tid låna relativt stora belopp till förmånliga villkor. När lånebehovet är litet ges de nominella statsobligationerna därför prioritet framför annan upplåning för att värna likviditeten på den marknaden. Under de senaste åren med stora överskott i statsbudgeten har Riksgälden emellertid minskat även detta utbud kraftigt, vilket har bidragit till brist på obligationer och försämrade likviditet på marknaden. Riksgälden lånar fortfarande till mycket goda villkor men risken har ökat för att upplåningskostnaderna ska stiga på sikt till följd av den försämrade likviditeten.

Likviditeten är svår att mäta direkt, särskilt eftersom tillgången på pris- och transaktionsdata på andrahandsmarknaden för statspapper är mycket begränsad. En faktor som kan ge en viss indikation är omsättningen på marknaden. Diagram 3 visar att omsättningen i svenska (nominella) statsobligationer har minskat de senaste åren. Riksgälden gör också en årlig undersökning där återförsäljare och investerare bedömer likviditeten i termer av volym, skillnad mellan köp- och säljpriser (spread) och pristransparens. I den senaste undersökningen från slutet av 2018 gav återförsäljarna visserligen likviditeten i termer av volym ett högre betyg än ett år tidigare, men det låg

fortfarande på en nivå som tolkas som underkänd. Samtidigt tyder ägarstatistik på att en del utländska investerare lämnat den svenska statsobligationsmarknaden, se diagram 4.

Diagram 3. Omsättning per dag

Miljarder kronor

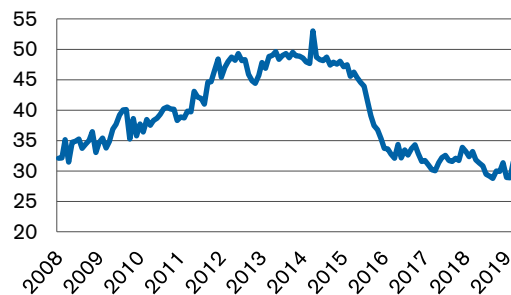


Källa: Riksbanken

Anm. Genomsnittlig dagsomsättning i nominella statsobligationer över de senaste tolv månaderna.

Diagram 4. Utländskt ägande

Procent av utestående stats- och realobligationer



Källa: Statistiska centralbyrån och Riksgälden

Riksbankens obligationsköp framhålls av återförsäljare och investerare som en allt viktigare förklaring till den försämrade likviditeten. I och med att Riksbanken beslutat att fortsätta köpa statsobligationer kommer ägarandelen att öka ytterligare under 2019, till över hälften av den utestående stocken av statsobligationer. Även om Riksbankens innehav minskar därefter är köpen ett penningpolitiskt verktyg som kan komma att användas igen i framtiden.

Även regleringarna kommer att finnas kvar och om överskottsmålet för statsfinanserna består och följs kommer utbudet av statspapper att vara fortsatt begränsat. Det innebär att marknadslikviditeten kommer att vara en faktor som behöver beaktas inom statsskultsförvaltningen även framöver.

Statliga gröna obligationers roll i en hållbar utveckling

En annan faktor som kommer att påverka statsskultsförvaltningen framöver är finansmarknadernas roll i omställningen mot en hållbar utveckling. De senaste åren har efterfrågan på hållbara placeringar växt snabbt och flera stater har emitterat gröna obligationer. Dessa obligationer skiljer sig från traditionella obligationer genom att de pengar som lånas upp ska gå till miljö- och klimatsatsningar som investerarna ska kunna följa upp och utvärdera effekterna av.

Även Riksgälden kommer att emittera statliga gröna obligationer senast under 2020, enligt ett uppdrag som regeringen beslutade om i juli. Av uppdraget framgår att emissionsvolymen ska utgå från målet för statsskultspolitik och med god marginal rymmas inom den summa gröna utgifter som identifieras i statsbudgeten. Emissionen ska utvärderas bland annat avseende förenligheten med en effektiv förvaltning av statsskulden och effekterna på övriga obligationsmarknaden.

Riksgälden bedömer att det inte behövs särskilda riktlinjer för de gröna obligationerna utan att de kommer att ingå i de övergripande riktlinjerna för sammansättning och löptid. Justeringar för att uppnå riktvärdet för löptiden kan liksom för vanliga nominella statsobligationer göras med derivat. Däremot har introduktionen av gröna obligationer betydelse för frågan om skuldens fördelning mellan olika skuldsdrag.

Frågor kring sammansättningen av olika skuldslag i fokus

De utgångspunkter för förvaltningen som beskrivits ovan väcker framför allt frågan om sammansättningen av statsskulden behöver anpassas efter nya förutsättningar. Riksgälden fick 2010 i uppdrag av regeringen att analysera hur stora andelarna av de olika skuldslagen borde vara om statsskulden skulle bli betydligt större respektive mindre. Riksgälden gjorde då bedömningen att andelen realobligationer kunde behöva minskas i ett scenario med en betydligt mindre statsskuld för att det ska finnas tillräckligt utrymme för att upprätthålla likviditeten i nominella obligationer.

Som beskrivits ovan är situationen på marknaden för statsobligationer ansträngd och upplåningen redan neddragen till ett minimum. I ljuset av det har Riksgälden gjort en översyn av realskuldens andel. Resultatet av analysen presenteras i nästa kapitel.

Riksgälden ser också skäl att göra en ny översyn av valutaskuldens storlek. Inför riktlinjerna för 2015 gjordes en analys som ledde till att valutaexponeringen i statsskulden successivt har minskats sedan dess. Utvecklingen på de finansiella marknaderna de senaste åren tyder på att förutsättningarna som låg till grund för den analysen kan se annorlunda ut i ett framåtblickande perspektiv jämfört med hur det varit historiskt. Därför planerar Riksgälden att göra en ny översyn av valutaskulden och avser att återkomma till frågan i kommande riktlinjeförslag, se vidare i kapitlet "Valutaexponeringen lämnas oförändrad".

Andelen realskuld bör ligga kvar trots minskad statsskuld

Analysen visar att det inte finns några tydliga systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning. Valet av andel handlar därför mer om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med en minskande statsskuld blir detta främst en operativ fråga om hur upplåningen ska fördelas på olika statspapper. I nuläget ser Riksgälden inget behov av att sänka riktvärdet för realskuldens andel för att ge större utrymme åt nominella statsobligationer. Stocken av realobligationer väntas minska väsentligt redan med nu gällande riktlinjer. Tillsammans med minskande upplåning på valuta- och privatmarknaden frigör det utrymme för upplåning i nominella statsobligationer.

Reala statsobligationer introducerades 1994 och har sedan dess varit en av de viktigare upplåningsformerna. Det fanns flera motiv till att staten började ge ut realobligationer. För det första väntades realupplåning kunna sänka kostnaden för skulden. Detta byggde på bedömningen att investerare var beredda att betala extra för att försäkra sig mot inflationschocker. Det faktum att staten skulle bära inflationsriskerna i obligationerna ansågs också ge ökad trovärdighet åt det nyligen införda inflationsmålet. En sådan ökad trovärdighet kunde sänka den förväntade kostnaden för all statlig upplåning, även i nominella instrument. För det andra skulle realobligationerna bidra till ökad diversifiering av skulden i termer av både lägre kostnadsvariation och breddad investerarbas.

I dag ser förutsättningarna annorlunda ut. Inflationsmålet är numera väl etablerat och värdet av att försäkra sig mot hög inflation bör därför ha minskat. Det svenska regelverket för hur pensionsåtaganden ska värderas och hanteras gör också att instrumentet inte fyller den funktion som inflationsförsäkring som antogs från början. Obligationerna används snarare som ett diversifieringsinstrument i en nominell portfölj än som ett inflationssskydd för pensionsskulder.

I takt med att statsskulden har minskat har även diversifieringsargumentet fått mindre betydelse. Om skulden är stor kan upplåning i realobligationer avlasta marknaden för nominella statsobligationer. Om skulden är liten kan real upplåning däremot tränga undan emissioner i nominella obligationer. Det beror på att andelen realskuld endast kan styras genom upplåning och inte med hjälp av derivatinstrument. En undanträngning av nominella statsobligationer kan leda till sämre likviditet på denna marknad, som är statens största och viktigaste lånekälla. Försämrad likviditet kan i sin tur medföra ökade kostnader och sämre låneberedskap på längre sikt.

I ljuset av att förutsättningarna ändrats och statsskulden förväntas fortsätta att minska är det motiverat att göra en översyn av realskuldens andel. Nedan analyseras kostnadsbesparingsmotivet samt förutsättningarna för att bibehålla god låneberedskap och låga upplåningskostnader på lång sikt.

Likvärdiga kostnader för nominell och real upplåning

Analysen av om det finns någon systematisk kostnadsskillnad mellan real och nominell upplåning utgår från att upplåningen görs i samma löptidssegment, vilket också återspeglar den nuvarande

upplåningsstrategin. Utvärderingen sker från ett ex ante-perspektiv och grundar sig i att analysera räntan på en nominell statsobligation och en realobligation med samma löptid.

Räntan på en nominell statsobligation kan delas upp i fem delar:

1. Inflationsförväntningar
2. Inflationsriskpremie som kompenserar för osäkerhet kring inflationsutvecklingen
3. Förväntningar på den reala avkastningen
4. Riskpremie som kompenserar för osäkerhet kring den reala avkastningen
5. Likviditetsriskpremie

Räntan på en realobligation innehåller inte de två förstnämnda delkomponenterna, eftersom investerare ersätts för den realiserade inflationen och emittenten därmed bär inflationsrisken.

Däremot förväntas räntan på en realobligation innehålla en högre likviditetsriskpremie jämfört med räntan på en nominell statsobligation. Likviditetsriskpremien är den överavkastning som investerare kräver för att hålla en tillgång som är mindre likvid. Det är rimligt att tro att realobligationer är mindre likvida än nominella statsobligationer eftersom realobligationsmarknaden är mindre i termer av utestående stock och omsättningen är lägre.

Skillnaden mellan nominell och real ränta för en viss löptid betecknas som break even-inflation (BEI). Det beror på att ränteskillnaden motsvarar den inflationstakt som behöver realiseras under löptiden för att avkastningen på de båda obligationerna ska bli densamma. För att få en uppfattning om hur marknaden värderar de två alternativen jämförs BEI med inflationsförväntningarna för samma period.

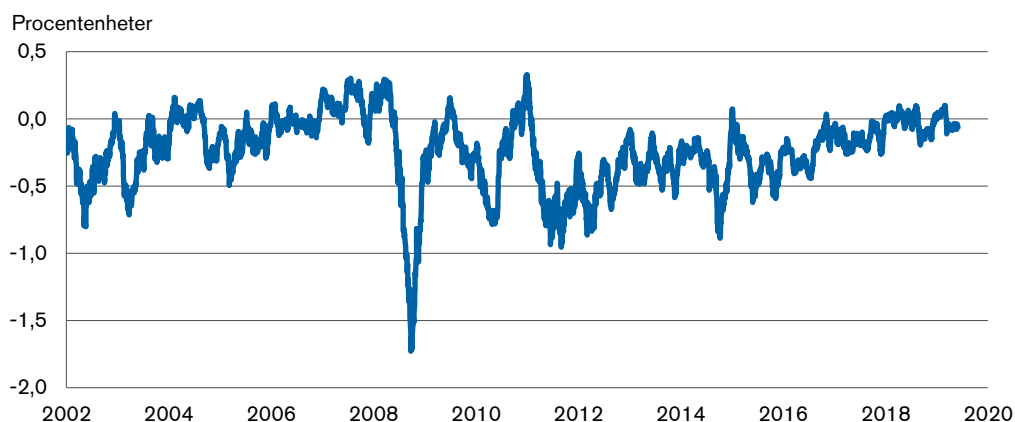
Om BEI är högre än förväntad inflation är investerarna beredda att nöja sig med lägre avkastning på det reala alternativet. Det kan tolkas som att skyddet mot hög inflation i realobligationerna är mer värt än fördelen av bättre likviditet i de nominella obligationerna. Inflationsriskpremien är alltså större än (den relativa) likviditetspremien. Hög BEI innebär med andra ord att realobligationerna ger en förväntad besparing för staten jämfört med nominella obligationer.

Omvänt, om BEI är lägre än marknadens inflationsförväntningar innebär realupplåningen en förväntad merkostnad för staten. I det fallet är likviditetspremien större än inflationsriskpremien. Den senare kan även vara negativ, vilket kan förklaras av att risken bedöms vara större att inflationen överraskar på nedsidan än på uppsidan.

Eftersom varken investerarnas inflationsförväntningar, inflationsriskpremier eller likviditetsriskpremier är observerbara behövs det en metod för att uppskatta skillnaden i förväntad kostnad. Riksgälden har använt två ansatser. I huvudmetoden approximeras investerarnas inflationsförväntningar med hjälp av Kantar Sifo Prosperas enkätundersökning. Som ett komplement har Riksgälden använt en strukturell räntemodell som gör det möjligt att skatta förväntningar och premier utifrån marknadsräntor på realobligationer och nominella statsobligationer.

Resultat av kostnadsanalysen

Diagram 5 visar förväntad besparing (ex ante) med att ge ut realobligationer i stället för nominella statsobligationer med samma löptid givet de inflationsförväntningar som anges i enkätundersökningarna. Ett positivt värde betyder att det kan förväntas vara billigare att låna reallt än nominellt.

Diagram 5. Förväntad besparing av upplåning i reala jämfört med nominella obligationer

Källa: Refinitiv, Macrobond, Kantar Sifo Prospera och egna beräkningar

Anm.: Förväntad besparing visas som femårig BEI minus inflationsförväntningar över samma tidsperiod enligt enkätundersökningar. BEI grundar sig på dagliga nominella och reala räntekurvor som är baserade på marknadskvoterings för statsskuldsväxlar, nominella och reala statsobligationer.

Skattat enligt denna metod skulle realupplåning ha inneburit en genomsnittlig förväntad merkostnad på i storleksordningen 0,2 procentenheter sedan 2002. Beräkningarna är robusta i meningen att olika beräkningstekniska antaganden får liten betydelse för slutresultatet. Resultaten tyder på att de båda alternativen var mer likvärdiga före finanskrisen 2008 men att nominella obligationer varit något mer förmånliga att emittera därefter. Den förväntade merkostnaden för reala obligationer har dock trendmässigt krympt sedan 2012 och under de senast två åren har det knappt funnits någon skillnad alls.

Resultaten visar också att investerarna tydligt fördrar nominella obligationer i tider av finansiell turbulens, som under finanskrisen och den europeiska statsskuldskrisen. Det bekräftar Riksgäldens bedömning att realobligationer inte kan fylla samma syfte som nominella obligationer när det gäller låneberedskap.

För att verifiera resultaten ovan har Riksgälden också beräknat samma mått med hjälp av den så kallade AACM-modellen som har utvecklats hos Federal Reserve Bank of New York.¹ Denna modell ger ett värdefullt komplement eftersom den inte bygger på att inflationsförväntningarna hämtas från en enkätundersökning.

Skattningarna enligt AACM-modellen bekräftar trenderna i förväntad kostnadsskillnad mellan real och nominell upplåning ovan. Däremot visar sig nivån på skillnaden vara känslig för vilken tidsperiod som analysen utförs på. Den genomsnittliga förväntade merkostnaden för real upplåning som huvudmetoden indikerar kan därför inte verifieras med säkerhet, men resultaten bekräftar att skillnaden i förväntad kostnad mellan real och nominell upplåning är liten.

Det är värt att understryka att beräkningarna här syftar till att beskriva hur reala respektive nominella obligationer prissätts på marknaden *ex ante*. Detta för att få en uppfattning om huruvida man kan

¹ Abrahams, M., Adrian, T., Crump, R.K., Moench, E., 2015. *Decomposing Real and Nominal Yield Curves*. Staff Report 570, Federal Reserve Bank of New York.

fövänta sig någon skillnad i upplåningskostnad i ett framåtblickande perspektiv. Resultatet ger däremot inte en bild av vad kostnaden de facto har blivit *ex post*. Eftersom inflationen har fallit ut lägre än förväntat under en lång period efter att realobligationerna introducerades har realupplåningen historiskt sett varit en god affär för staten. Det historiska resultatet redovisas mer utförligt i Riksgäldens årliga utvärderingsrapport.

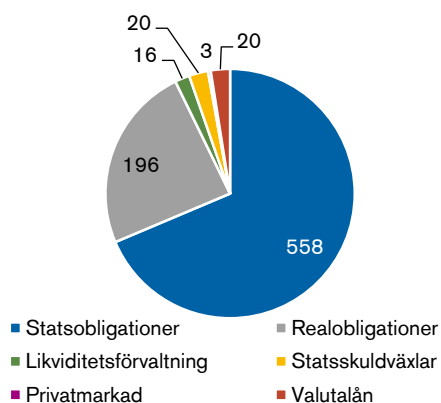
Sammanfattningsvis tyder den kvantitativa analysen på att det inte finns någon större systematisk kostnadsskillnad mellan real och nominell upplåning. Osäkerheten i skattningarna är så stor i förhållande till kostnadsskillnaden att det inte med säkerhet går att säga att det ena alternativet kan väntas vara mer förmånligt än det andra. Frågan blir då om andelen realskuld behöver ändras av mer operativa skäl – för att ge ökat utrymme för upplåning i nominella statsobligationer.

Utrymme för nominell upplåning kvarstår trots lägre skuld

Den operativa analysen utgår från de förutsättningar som ges av det finanspolitiska ramverket. Givet överskottsmålet för den offentliga sektorn kan statsskulden (brutto) komma att minska till i storleksordningen 1 000 miljarder kronor på några års sikt, se kapitlet *Utgångspunkter för riktlinjeförslaget*. Förutsatt att vidareutlåningen till Riksbanken på 200 miljarder kronor kvarstår betyder det att statsskulden skulle minska till 800 miljarder netto. Med nuvarande riktvärde på 20 procents andel realskuld motsvarar det en stock av realobligationer på 160 miljarder kronor.

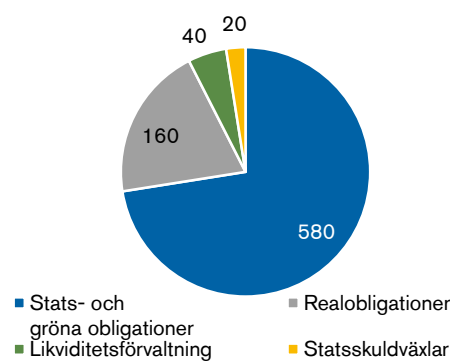
Diagrammet nedan visar hur statsskulden (netto) var fördelad på olika instrument per den sista augusti 2019 och hur det skulle se ut i det scenario som beskrivs ovan om upplåningen i statsskuldväxlar och inom likviditetsförvaltningen ligger kvar på samma låga nivå som i dag.

Diagram 6. Finansiering per augusti 2019



Anm.: Beloppen anger finansieringen av utestående nettoskuld i miljarder kronor fördelat på instrument.

Diagram 7. Finansiering i scenariot



Anm.: Finansiering givet en nettoskuld på 800 miljarder kronor och en andel realskuld på 20 procent.

Som framgår av diagrammen skulle den utestående realskulden behöva minska med ungefär 36 miljarder kronor i scenariot för att andelen ska hamna på dagens riktvärde på 20 procent. Även valutalånen skulle minska. De lån på motsvarande 20 miljarder kronor som nu finns utestående skulle inte behöva ersättas när de förfaller. Så länge Riksgälden ger ut obligationer i utländsk valuta för Riksbankens räkning behövs inga ytterligare valutalån för att behålla närvaro på den internationella kapitalmarknaden. I scenariot antas också att upplåningen på privatmarknaden har upphört helt.

Sammantaget skulle det alltså finnas större utrymme för nominella statsobligationer (inklusive gröna obligationer) i scenariot än det gör i dag, även om riktvärdet för realskuldens andel hålls oförändrat. Riksgälden ser därför inga skäl att ändra realandelen i dagsläget utan föreslår att den ska ligga kvar på 20 procent tillsvidare. Problemet på kort sikt är snarare att realskulden är för stor i förhållande till riktvärdet än själva riktvärdet i sig. Förutsättningarna analyseras löpande och Riksgälden kommer att återkomma till frågan om det finns skäl att ändra realandelen.

En central fråga är hur liten stocken av realobligationer kan vara om marknaden fortfarande ska fungera. För att det ska vara värt att sänka riktvärdet måste nyttan av en större nominell skuld överväga nackdelarna av en mindre realskuld. Om marknaden för realobligationer skulle upphöra att fungera kan det bli kostsamt att återuppbygga den i en eventuell framtid när det finns behov av att sprida upplåningen på fler instrument igen. Så länge det finns utestående realobligationer finns också ett åtagande gentemot investerarna och det är viktigt att bevara förtroendet för den svenska staten som emittent.

Valutaexponeringen lämnas oförändrad

Riksgälden föreslår en ny översyn av statsskuldens valutaexponering eftersom förutsättningarna som låg till grund för den tidigare analysen kan se annorlunda ut framöver. Av försiktighetsskäl föreslår Riksgälden att låta valutaexponeringen vara oförändrad tills den nya översynen är genomförd. Det skulle innebära att Riksgälden tillsvidare upphör med att köpa utländsk valuta i syfte att minska valutaskulden.

I riktlinjeförslaget för 2015 redovisade Riksgälden resultatet av en djupgående analys av valutaexponeringen i statsskulden. Slutsatsen var att valutaexponering inte systematiskt kunde bidra till att sänka kostnaden för skulden. Däremot visade analysen entydigt att risken i form av kostnadsvariation ökar. Fluktuationer i kronans växelkurs gör att kostnaden för valutaskulden varierar betydligt mer än för kronskulden. Eftersom det inte finns något skäl att ta valutarisk om det inte ger någon besparing föreslog Riksgälden att valutaexponeringen successivt skulle minska.

Sedan 2015 har Riksgälden minskat valutaexponeringen genom att köpa utländsk valuta för motsvarande omkring 20 miljarder kronor per år. När förslaget lades fram antogs att den takten skulle sprida ut växlingarna över en tillräckligt lång period för att undvika alltför stora växlingar under tider där kronan är svag.

I efterhand har det visat sig att det antagandet inte skulle hålla. Kronkursens utveckling de senaste åren har gjort att minskningen av valutaexponeringen blivit relativt kostsam. Som framgår av diagram 8 har kronkursen i konkurrensvägda termer (mätt med kronindex, KIX) legat på en historiskt sett svag nivå de senaste åren. Riksgälden har därför fått betala relativt sett mycket för att köpa utländsk valuta under perioden. Dessutom har kronans värde utvecklats särskilt svagt gentemot de specifika valutor som behöver köpas framöver för att minska valutaexponeringen.

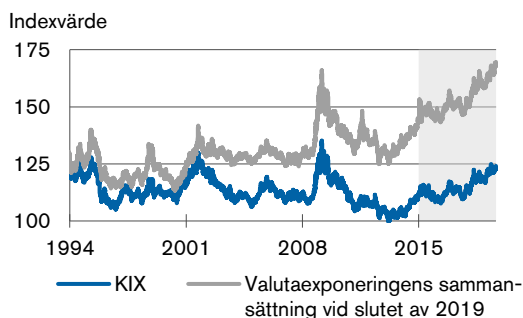
Även Riksbanken konstaterar att kronan är lågt värderad. I sin penningpolitiska rapport från juli 2019 skriver Riksbanken att *kronan i dagsläget är svag och kan förväntas bli starkare framöver i takt med att räntor stiger mer i Sverige än i omvärlden och osäkerheten kring den globala handelspolitiken minskar. Det finns dock betydande osäkerhet kring hur stor, hur snabb och hur snar en kronförstärkning kan tänkas bli.*

Försvagad krona har ökat kostnaden för avvecklingen

Det är förhållandevis ofördelaktigt att minska valutaexponeringen när kronan är svag och tvärtom fördelaktigt att göra så när kronan är stark. Från januari 2015 till och med augusti 2019 köpte Riksgälden utländsk valuta för motsvarande 96 miljarder kronor i syfte att minska valutaexponeringen. Det kan ställas i relation till vad det hade kostat att köpa samma valutor, i samma takt men under andra tidsperioder. Diagram 9 visar en sådan jämförelse mellan olika perioder från 1994 och framåt.

Som framgår av den sista stapeln i diagrammet är det belopp som Riksgälden betalat för valuta-köpen förhållandevis högt. I tider då kronan varit stark, som i mitten av 90-talet, hade det räckt med drygt 83 miljarder kronor för att uppnå samma minskning.

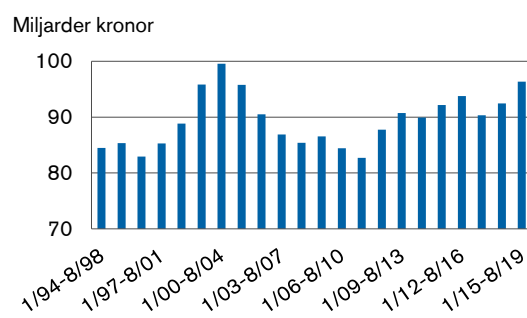
Diagram 8. Utvecklingen av kronans värde



Källa: Macrobond

Anm.: Valutaexponeringens sammansättning vid slutet av 2019 består av 33 % schweizerfranc och 67 % euro. Ju högre index desto svagare krona. Det grå fältet visar perioden då exponeringen minskats.

Diagram 9. Amorteringsbelopp i kronor



Källa: Macrobond och egna beräkningar

Anm.: Beloppet i kronor för att köpa utländsk valuta motsvarande det Riksgälden gjort under perioden januari 2015 till augusti 2019 i syfte att minska valutaexponeringen.

Valutaexponeringen i statsskulden ska omprövas

Den överraskande utvecklingen av både räntor och valutor gör att det finns skäl att ompröva den analys av statsskuldens valutaexponering som gjordes inför 2015. Förutsättningarna som låg till grund för kostnadsanalysen kan se annorlunda ut i ett framåtblickande perspektiv jämfört med hur det varit historiskt.

Den svenska kronan har försvagats kraftigt och bedöms vara lågt värderad. Den minskade risk som en lägre valutaexponering skulle innebära bedöms för närvarande inte motivera den kostnad en minskad valutaexponering medför. Detta gör att det nu finns skäl att ompröva tidigare ställningstagande. I väntan på detta bör försiktighet iakttas och därför föreslår Riksgälden att låta valutaexponeringen i skulden vara oförändrad. En anledning är att den nya analysen kan visa att det finns motiv för att behålla eller till och med öka valutaexponeringen på sikt. Det är inte heller så att risken (i termer av kostnadsvariation) med att behålla nuvarande valutaexponering är något problem. Av försiktighets-skäl anser Riksgälden därför att köpen av utländsk valuta i syfte att minska valutaexponeringen bör upphöra tillsvidare.

Riksgälden föreslår följande förändringar i riktlinjetexten:

Nuvarande lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Förslag till ny lydelse

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska *vara oförändrad*. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

Sammanlagen löptidsstyrning ger bättre överblick

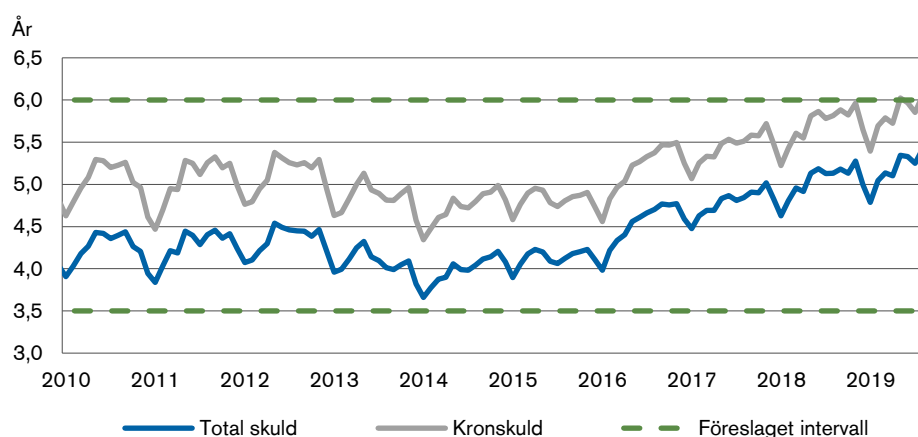
Riksgälden föreslår ett gemensamt löptidsmål för statsskulden eftersom det ger en bättre överblick över den totala risknivån. Med en sammanslagen styrning ska statsskulden ha en löptid på 3,5–6 år. Då ingår även valutaskuldens löptid som nu har ett separat riktvärde.

De senaste åren har det gjorts flera justeringar av riktlinjerna som syftar till att renodla styrningen av löptiden och underlätta för regeringen att besluta om den övergripande risknivån – exponeringen – i skulden. Riksgälden ansvarar sedan för hur upplåningen ska verkställas och hur önskad exponering ska uppnås. I riktlinjerna för 2018 slopades volymmålet för obligationer med lång löptid och ersattes av ett löptidsintervall för hela den nominella kronskulden. I 2019 års riktlinjer slogs sedan styrningen av realskuldens och den nominella kronskuldens löptid ihop.

Nu föreslår Riksgälden att ta ytterligare ett steg i samma riktning genom att införa ett gemensamt styrintervall för hela statsskulden. Det skulle ge en bättre överblick över ränteomsättningsrisken i skulden. Sammanslagningen innebär inte någon ändring i praktiken utan syftar enbart till att möjliggöra för regeringen att ange risknivån för den totala skulden.

Precis som för nominell och real skuld bör Riksgälden sedan fastställa interna riktlinjer för valutaskuldens löptid separat. På så sätt behålls transparensen i förvaltningen genom att det framgår hur löptiden i de olika skuldslagen ska hanteras.

Diagram 10. Löptid i kron- och valutaskuld



Anm: Löptiden anges som Macaulayduration.

Valutaskulden är liten i relation till kronskulden och har betydligt kortare löptid. Enligt nu gällande riktlinjer ska löptiden i valutaskulden vara mellan 0 och 1 år att jämföra med intervallet för kronskulden som är 4–6,5 år. Om man väger ihop riktvärdena för kron- och valutaskulden med

skuldslagens respektive storlek blir löptiden för den totala skulden ungefär ett halvår kortare än för kronskulden. Styrintervall för statsskulden som helhet föreslås därför vara 3,5–6 år, se diagram 10.

Frågan om en så kallad ultralång obligation är föremål för analys av Riksgälden. En eventuell emission av en sådan obligation bedöms vara möjlig inom det föreslagna styrintervall givet nuvarande marknadsförutsättningar.

Riksgälden föreslår följande förändringar i riktlinjetexten:

Nuvarande lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronskuld, valutfördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.
15. Kronskuldens löptid ska vara mellan 4 och 6,5 år.
16. Riksgälden ska fastställa löptidsintervall för den nominella respektive reala kronskulden.
17. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.
18. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15 respektive 17.

Förslag till ny lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i *enskilda skuldslag*, valutfördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.
15. *Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.*
16. *Riksgälden ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.*
17. *Punkten utgår (eftersom den separata löptiden för valutaskulden, liksom för de övriga skuldslagen, sätts enligt punkt 16).*
18. *Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.*

Riksgälden arbetar för att statens finanser hanteras effektivt och att det finansiella systemet är stabilt. Riksgälden spelar därmed en viktig roll både på finansmarknaden och i samhällsekonomin.



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 | Postadress: 103 74 Stockholm | Telefon: 08 613 45 00
E-post: riksgalden@riksgalden.se | Webb: riksgalden.se