

# Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2023–2026





## Riksgäldens uppdrag

---

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att låna 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 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.

---

## Innehållsförteckning

<b>Sammanfattning</b> .....	<b>4</b>
<b>Förslag till riktlinjer 2023–2026</b> .....	<b>5</b>
Statsskuldens förvaltningens mål.....	5
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål .....	5
Riktlinjeprocessen .....	5
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar .....	6
Statsskuldens löptid.....	6
Kostnad och risk.....	7
Marknads- och skuldvard.....	7
Positionstagande .....	7
Lån för att tillgodose behovet av statslån .....	8
Medelsförvaltning m.m.....	8
Samråd och samverkan .....	8
Utvärdering.....	9
<b>Valutaexponeringen bör avvecklas</b> .....	<b>10</b>
Valutaexponeringen bör gå mot riktvärdet noll.....	10
Lämpligt att avveckla successivt under bestämd tid .....	13
Riktlinjer för målet och hur avvecklingen utvärderas.....	16
Ingen mer redovisning av privatmarknadsupplåning .....	17
<b>Mer utförliga förslag vartannat år</b> .....	<b>18</b>
Riktlinjerna är utformade för långsiktig styrning.....	18
Stärkt koppling mellan riktlinjer och utvärdering .....	19

## Sammanfattning

- Riksgälden har avslutat en översyn av valutaexponeringen som en del av statsskuldens sammansättning och föreslår att valutaexponeringen avvecklas.
- Statsskuldens exponering i utländsk valuta bör avvecklas eftersom den medför högre risk utan att ge systematiska kostnadsfördelar. Det finns inte heller operativa skäl att ha en viss valutaexponering.
- Riksgälden föreslår en successiv avveckling av valutaexponeringen över fyra år, vilket innebär en minskning med i genomsnitt cirka 25 miljarder kronor per år.
- Från och med 2027 ska riktvärdet för valutaexponeringen vara noll. Den faktiska exponeringen kommer fortsatt att variera runt riktvärdet till följd av Riksgäldens löpande hantering av valutaflöden och valutarisker.
- Ett mindre ändringsförslag i riktlinjerna är att stryka punkten om utvärdering av privatmarknadsupplåningen eftersom den sista premieobligationen förföll 2021.
- Riksgälden föreslår att regeringen överväger att låta Riksgälden lämna riktlinjeförslag baserade på utförliga analyser vartannat år och däremellan endast föreslå begränsade uppdateringar av riktlinjerna. Det skulle frigöra resurser som möjliggör den analys som krävs för mer utförligt motiverade beslutsunderlag.

# Förslag till riktlinjer 2023–2026

---

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen 2023–2026. För åren 2024–2026 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar jämfört med gällande riktlinjer anges dessa i fet stil som inledande text till punkten. Även relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret finns med för att ge en överblick över ramverket som styr förvaltningen. Riksgäldskontoret är Riksgäldens juridiska namn och används därför i riktlinjepunkterna. Motiv till de ändringar som Riksgälden föreslår beskrivs i nästa kapitel.

---

## Statsskuldsförvaltningens mål

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

## Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. (2 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
3. Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att:
  - 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.

(5 kap. 1 § budgetlagen)

## Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)

5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. (5 kap. 6 § budgetlagen)
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. (5 kap. 6 § budgetlagen)
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. (5 kap. 7 § budgetlagen)
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. (15 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i enskilda skudslag, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

## Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronaskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skudslagets andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.
12. **Föreslagen ny skrivning:** Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Valutaexponeringen kan dock variera som en följd av att Riksgälden genomför valutaväxlingar i enlighet med punkt 35.  
**Nuvarande skrivning:** Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska vara oförändrad. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas. Valutaexponeringen ska dock tillåtas variera som en följd av att Riksgälden genomför valuta-växlingar i enlighet med punkt 35 .
13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

## Statsskuldens löptid

15. Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.
16. Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronaskulden, den reala kronaskulden respektive valutaskulden.

17. Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.
18. Löptiden ska mätas som duration.

## Kostnad och risk

19. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
20. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
21. Det överordnade riskmålet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
22. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
23. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
25. Vid positionstagnation ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

## Marknads- och skuldvård

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

## Positionstagande

28. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad, och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

29. 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.

30. 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

31. 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.
32. 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.

33. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. (5 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
34. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. (7 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
35. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. (6 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)

## Samråd och samverkan

36. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. (12 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)



37. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. (11 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
38. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

## Utvärdering

39. 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.
40. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
41. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
42. **Punkten utgår:** För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
42. **Punkten numreras om från 43 till 42:** Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.
43. **Ny punkt:** Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt över perioden från och med 2023 till och med 2026. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner inom positionsmandatet (punkt 42). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

## Valutaexponeringen bör avvecklas

---

Statsskuldens exponering i utländsk valuta bör avvecklas eftersom den medför högre risk utan att ge systematiska kostnadsfördelar. Riksgälden föreslår en successiv avveckling över fyra år, vilket innebär en minskning med i genomsnitt cirka 25 miljarder kronor per år baserat på dagens valutakurs. Ett mindre ändringsförslag i riktlinjerna är att stryka punkten om att redovisa resultat för upplåning på privatmarknaden.

---

Punkten om statsskuldens valutaexponering ändrades enligt Riksgäldens förslag i riktlinjerna som började gälla 2020 – till att exponeringen skulle lämnas oförändrad från att tidigare ha minskat. Skälet var att Riksgälden avsåg att göra en översyn som skulle bestå av att dels uppdatera den analys som låg bakom beslutet att börja minska valutaexponeringen 2015, dels analysera om det skett strukturella förändringar som gav skäl att ompröva beslutet.

I arbetet med årets riktlinjeförslag har Riksgälden genomfört analyser kopplade till att fastställa såväl ett *långsiktigt riktvärde för valutaexponeringen* som en *lämplig väg mot att uppnå riktvärdet*. Det första analysområdet svarar på frågan om det finns strategiska motiv att ha valutaexponering som en del av skuldportföljen över tid. Sådana motiv skulle kunna grunda sig i en avvägning mellan kostnad och risk eller andra överväganden som till exempel låneberedskap. Det andra analysområdet handlar främst om taktiska överväganden och syftar till att svara på frågan hur vi på bästa sätt går mot det långsiktiga riktvärdet.<sup>1</sup>

Slutsatsen av analyserna är att det inte finns skäl att ha exponering mot utländsk valuta i statsskulden och att den därför bör avvecklas. Riksgälden föreslår en successiv avveckling över fyra år från den nuvarande nivån på drygt 100 miljarder kronor, vilket motsvarar cirka 8 procent av den totala skulden. Att avveckla valutaexponeringen innebär i praktiken att Riksgälden köper utländsk valuta mot kronor.

### Valutaexponeringen bör gå mot riktvärdet noll

Resultatet av analyserna kopplade till det långsiktiga riktvärdet visar att valutaexponering inte ger någon systematisk besparing samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar. Slutsatsen från ett strategiskt perspektiv av dessa analyser, som är baserade på historiska data, är därför att riktvärdet bör vara noll. Även om riktvärdet för valutaexponeringen är noll, kommer dock statsskuldens faktiska valutaexponering fortsatt att variera runt riktvärdet till följd av Riksgäldens hantering av valutaflöden och valutarisker i den löpande verksamheten.

---

<sup>1</sup> Delanalyserna finns beskrivna mer utförligt i separata PM (Dnr 2022/391).

Riksgälden genomförde ett flerårigt analysarbete som låg till grund för beslutet att börja minska valutaexponeringen 2015. Analysen av den systematiska kostnadsaspekten uppdaterades sedan i riktlinjeförslaget för 2021 och resultatet stod sig. I årets riktlinjearbete har Riksgälden kvalitetssäkrat och utökat analysen ytterligare genom att förlänga utvärderingsperioden till årsskiftet 2021. Även med uppdaterad data bekräftas resultatet (se rutan nedan). Det gäller också om man separat beaktar perioden efter den globala finanskrisen 2008/2009, vilket tyder på att eventuella strukturella förändringar under senare år inte påverkar slutsatserna.

Riksgälden bedömer att det inte heller finns operativa skäl att ha valutaexponering. Riktvärdet för exponeringen uppnås med hjälp av derivattransaktioner och är därmed skilt från själva finansieringen (upplåningen). Det betyder att Riksgälden kan låna i utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden – och på så vis upprätthålla god låneberedskap – oavsett vad riktvärdet för valutaexponeringen är. Även statens likviditet i både kronor och utländsk valuta kan hanteras som tidigare.

## Analysresultat

### Utökad analys av kostnadsfördel bekräftar resultat

Analysen av valutaexponeringens kostnadsfördel baseras på marknadskvoteringar av valutakurser för avista- och terminsaffärer. Kostnadsfördelen för en enskild månad beskrivs av följande ekvation:

$$\text{Kostnadsfördel}_{t,t+1}^k = \frac{F_t^k - S_{t+1}^k}{F_t^k} = \underbrace{\frac{i_t - i_t^k}{1 + i_t}}_{\text{Ränteskillnad}} - \underbrace{\frac{z_t^k}{1 + i_t}}_{\text{CCS-spread}} + \underbrace{\frac{S_t^k - S_{t+1}^k}{F_t^k}}_{\text{Valutakursrörelse}}$$

Carry

där  $F_t^k$  är terminsvalutakurs vid början av månaden,  $S_{t+1}^k$  är avistavalutakurs vid slutet av månaden, där indexet  $t$  avser tidpunkt och indexet  $k$  avser en specifik utländsk valuta. Både avista- och terminsvalutakursen anges som priset i svenska kronor för en enhet utländsk valuta.

Kostnadsfördelen kan delas upp i tre delar. Den första är *ränteskillnad*, där  $i_t$  representerar den svenska räntan och  $i_t^k$  avser den utländska räntan vid tidpunkt  $t$ . Den andra delen, som betecknas *cross currency swap spread* (CCS-spread),  $z_t^k$ , är påslag på den utländska räntan så att det så kallade säkrade ränteparitetsvillkoret uppfylls.<sup>2</sup> Den sista delen är *valutakursrörelse*, där valutakursförändringen under månaden ställs i relation till terminsvalutakursen.

En kostnadsfördel av exponering mot en viss valuta kan uppstå när det så kallade osäkrade ränteparitetsvillkoret inte uppfylls.<sup>3</sup> Så är fallet när det som brukar kallas

<sup>2</sup> Det säkrade ränteparitetsvillkoret beskrivs av följande likhet:  $1 + i_t^k + z_t^k = \frac{S_t^k}{F_t^k} (1 + i_t)$ .

<sup>3</sup> Det osäkrade ränteparitetsvillkoret beskrivs av följande likhet:  $1 + i_t^k + z_t^k = \frac{S_t^k}{E(S_{t+1}^k)} (1 + i_t)$ .

carry, vilket är ränteskillnaden plus CCS-spreaden, inte motverkas fullt ut av en valutakursrörelse. För att det ska finnas förutsättningar för en sådan kostnadsfördel av exponering mot valuta  $k$  ska den implicita korträntan i valuta  $k$ , som bestäms av  $i_t^k + z_t^k$ , vara lägre än den svenska korträntan.

Tabellen nedan redovisar kostnadsfördelen för ett antal enskilda valutor samt en portfölj med en statisk valutasammansättning. Panel A presenterar resultaten från riktlinjeförslaget för 2021–2024. Där framgår att det endast är exponering mot japanska yen (JPY) som har en positiv genomsnittlig kostnadsfördel, men att den inte är statistiskt signifikant. Exponering mot övriga valutor visar negativa genomsnitt, där nyzeeländska dollar (NZD) är signifikant skild från noll. Panel B visar resultaten baserat på förlängd data. Slutsatserna från denna analys är desamma. Även när tidsperioden efter finanskrisen, 2010–2021, beaktas separat i panel C framgår att det inte föreligger någon systematisk kostnadsfördel med valutaexponering.

Tabell 1 Historisk kostnadsfördel

Valuta	A. Riktlinjeförslag inför 2021 Period: 1996-2019				B. Uppdaterad analys Period: 1993-2021				C. Uppdaterad analys Period: 2010-2021			
	Fördel	Konfidensintervall		St.avv.	Fördel	Konfidensintervall		St.avv.	Fördel	Konfidensintervall		St.avv.
JPY	0,2%	-5,5%	5,8%	14,2%	0,4%	-4,8%	5,7%	13,8%	-0,4%	-7,5%	6,6%	11,1%
EUR	-0,3%	-2,8%	2,2%	6,3%	-0,2%	-2,5%	2,1%	6,1%	0,3%	-3,1%	3,7%	5,4%
Portfölj	-0,6%	-3,4%	2,1%	7,0%	-0,5%	-3,1%	2,1%	6,8%	-0,8%	-4,1%	2,4%	5,1%
CHF	-1,0%	-4,4%	2,3%	8,4%	-1,0%	-4,2%	2,1%	8,2%	-2,5%	-5,8%	0,9%	5,2%
NOK	-1,2%	-4,0%	1,6%	7,1%	-1,0%	-3,8%	1,7%	7,2%	0,3%	-4,0%	4,6%	6,8%
CAD	-1,4%	-5,5%	2,6%	10,2%	-1,4%	-5,2%	2,5%	10,2%	-1,3%	-6,4%	3,9%	8,1%
GBP	-1,5%	-4,7%	1,7%	8,2%	-1,4%	-4,6%	1,7%	8,2%	-1,1%	-5,7%	3,6%	7,4%
USD	-1,6%	-6,4%	3,2%	12,2%	-1,5%	-6,1%	3,1%	12,1%	-3,0%	-9,1%	3,1%	9,6%
AUD	-3,3%	-7,0%	0,3%	9,2%	-3,2%	-6,6%	0,2%	8,9%	-2,7%	-7,4%	1,9%	7,3%
NZD	-4,9%	-8,3%	-1,6%	8,5%	-4,6%	-7,8%	-1,4%	8,4%	-4,0%	-8,3%	0,2%	6,7%

Anm.: Portföljen består av 45 % EUR, 20 % CHF, 15 % JPY, 10 % USD, 5 % CAD och 5 % GBP. Fördel avser genomsnittlig årlig kostnadsfördel, konfidensintervall avser 95 % konfidensintervall för den genomsnittliga kostnadsfördelen baserat på årliga observationer, och St.avv. avser standardavvikelse i årlig kostnadsfördel.

Utöver analysen ovan redovisade riktlinjeförslaget för 2021–2024 även en utvärdering av en uppsättning portföljer med dynamisk valutasammansättning.<sup>4</sup> Resultaten och slutsatserna för utvärderingen av de dynamiska portföljerna består när data uppdateras samt när perioden efter finanskrisen beaktas.

Sammantaget bekräftar den uppdaterade analysen de resultat och slutsatser som redovisats i tidigare riktlinjeförslag. Analysen visar vidare att det inte finns några

<sup>4</sup> Portföljer med dynamisk valutasammansättning försöker dra nytta av den variation som finns i både ränteskillnaden och valutakursutvecklingen. Portföljernas sammansättning anpassas dynamiskt till de aktuella marknadsförhållandena. Mer information om dessa portföljer finns i [Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2021–2024, s. 16-17](#).

skäl att omvärdera dessa slutsatser när den senare perioden efter finanskrisen beaktas separat. Det senare tyder på att i den mån det skett strukturella förändringar ger dessa inte skäl till att behålla valutaexponeringen.

---

## Lämpligt att avveckla successivt under bestämd tid

Utifrån slutsatsen att riktvärdet för statsskuldens exponering i utländsk valuta bör vara noll, blir nästa fråga att besvara hur förändringen från dagens nivå till riktvärdet genomförs på bästa sätt med hänsyn tagen till kostnad och risk.

Grunden till förslaget att avveckla valutaexponeringen är att valutakurser är volatila och att exponeringen därför medför ökad variation i kostnaden för statsskuden, samtidigt som den inte bidrar till att systematiskt (över tid) minska kostnaden. Däremot gör volatiliteten att valutaexponeringen kan medföra både minskade och ökade kostnader under den begränsade tidsperiod då exponeringen avvecklas, beroende på om kronan försvagas eller stärks. Därför har Riksgälden analyserat kostnad och risk för olika tillvägagångssätt och tidsperioder för avvecklingen.

Vilket tillvägagångssätt som är att föredra beror på hur man bedömer att kronkursen kommer att utvecklas över tid. Eftersom det är ytterst svårt att prognosticera kronkursens utveckling baseras analysen på olika valutakursscenarier.

I ett scenario där vi antar att kronan tenderar att återgå till sitt historiska genomsnitt visar resultaten att en utdragen avveckling – genom en låg jämn takt eller en dynamisk takt baserad på en bedömning av kronans värde – är fördelaktig. En utdragen avveckling är dock förknippad med betydande risker om kronkursen i stället antas följa en slumpmässig utveckling utan trend eller en historisk trend. Avvägningen mellan möjlig kostnadsfördel och risk talar för en jämn avvecklingstakt över en begränsad tidsperiod (se ruta på nästa sida).

I analysen har det även ingått att säkerställa att det tillvägagångssätt som väljs inte riskerar att påverka kronkursen. Dessutom ska Riksgälden enligt instruktionen för myndigheten hantera växlingar förutsägbart och tydligt.

## Avveckling över fyra år ger bra balans mellan kostnad och risk

Riksgälden föreslår en successiv avveckling av valutaexponeringen från början av 2023 till slutet av 2026, baserat på resultatet av analysen som presenteras i rutan på nästa sida. Riksgälden avser att sikta på en jämn avvecklingstakt på motsvarande cirka 25 miljarder kronor om året. Samtidigt ger den föreslagna formuleringen av riktlinjepunkten (12) Riksgälden möjlighet att justera takten inom den angivna tidsperioden. Avvecklingen av valutaexponeringen bör utvärderas mot en helt jämn takt, vilket föreslås i en ny riktlinjepunkt.

En avvecklingstakt på 25 miljarder kronor per år motsvarar köp av utländsk valuta för i genomsnitt drygt 2 miljarder kronor per månad. Det kan jämföras med Riksbankens valutaköp som inleddes under 2021 i samband med övergången till en egenfinansierad valutareserv, där takten initialt var 5,5 miljarder kronor per månad och

sedan ökades till 11,6 miljarder kronor. Riksbanken bedömde att den initiala takten skulle få en ytterst liten effekt på kronkursen, vilket sedan bekräftades i en utvärdering inför beslutet att höja takten.<sup>5</sup>

Valutaköp på drygt 2 miljarder kronor per månad för att avveckla statsskuldens valutaexponering bör därmed ligga långt ifrån nivåer som riskerar att påverka kronkursen. Även Riksgäldens analys av förutsättningarna på valutamarknaden<sup>6</sup> och egna erfarenheter av valutaväxlingar stödjer denna slutsats.

## Analysresultat

### Analys av avvecklingstakt med räkneexempel

Här illustrerar vi med ett räkneexempel avvägningen mellan möjlig kostnadsfördel och risk kopplad till avvecklingsperiodens längd. Exemplet baseras på en scenarioanalys där avvecklingen utvärderas med hjälp av 100 000 simuleringar av valutakursutvecklingen över 25 år. För att förenkla analysen antas valutaexponeringen enbart bestå av euro. Den faktiska valutaexponeringen består av ett flertal valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc.<sup>7</sup>

Scenarierna baseras på tre ansatser med olika simuleringar för kronkursens utveckling. Den första bygger på ett antagande om att valutakursen har en tendens att återgå till sitt historiska genomsnittliga värde (*mean-reversion*). I den andra ansatsen antas att förändringar i valutakursen är slumpmässiga utan trend (*random-walk*). Den sista ansatsen bygger på simuleringar där valutakursförändringar fås genom att slumpmässigt dra historiska utfall (*bootstrap*). Diagrammet på nästa sida visar genomsnittliga utfall och 90-procentiga konfidensintervall för de tre olika antagandena samt KI:s prognos för kronans utveckling.

De tre ansatserna leder till fundamentalt olika valutakursutvecklingar under simuleringsperioden: en där kronan i genomsnitt stärks mot euron, en där värdet är oförändrat och en där kronan kontinuerligt försvagas. KI:s prognos – som är förknippad med en förstärkning av kronan mot euron – ligger mellan genomsnittskursen för mean-reversion och random-walk.

---

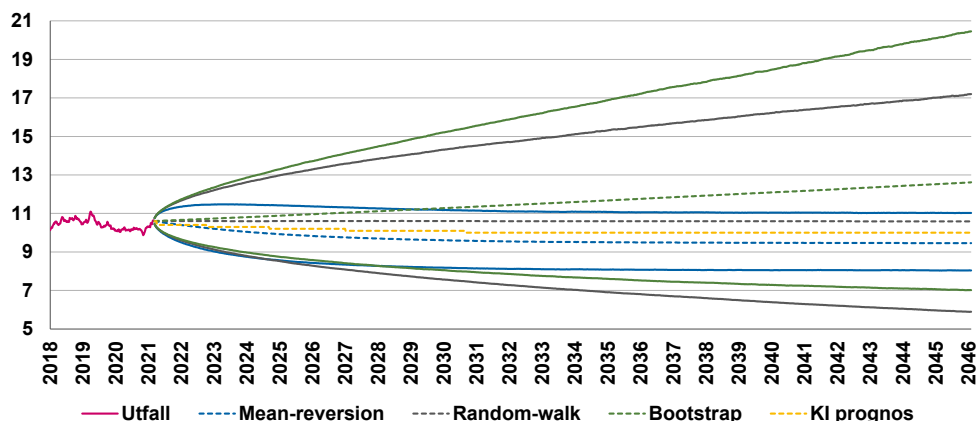
<sup>5</sup> Riksbankens beslutsunderlag: <https://www.riksbank.se/globalassets/media/nyheter-pressmeddelanden/pressmeddelanden/2022/bilagor/220203/beslutsunderlag-overgangen-till-en-egenfinansierad-valutareseerv.pdf>

<sup>6</sup> Se analys i pm: Övre gräns för valutaexponeringens minskningstakt (Dnr 2022/391).

<sup>7</sup> Per den 2021-12-30 utgjorde euro och schweizerfranc 68 respektive 31 procent av valutaexponeringen.

Diagram 1 Simulerade utfall och KI:s prognos för kronor per euro

Valutakurs



Anm.: Figuren visar genomsnittlig valutakurs (streckade linjer) och 90-procentiga konfidensintervall (heldragna linjer) för 100 000 simuleringar baserat på mean-reversion, random-walk och en bootstrap-ansats. Simuleringarnas startpunkt är mars 2022. KI:s prognos sträcker sig fram till december 2031 och för de efterföljande åren anges prognosens slutvärde.

En annan distinkt skillnad är utfallsrummet. Random-walk och bootstrap har betydligt bredare utfallsrum än mean-reversion, vilket påverkar riskerna. För att få en helhetsbild av kostnader och risker kopplade till olika tillvägagångssätt är det därför nödvändigt att utvärdera avvecklingen i samtliga scenarier.

Tabellen på nästa sida visar kostnadsfördel och avvecklingstid för olika nivåer av en jämn avvecklingstakt – från 10 miljarder till 40 miljarder kronor per år.<sup>8</sup> För kostnadsfördelen visas både genomsnittet av samtliga simuleringar för respektive ansats och genomsnittet av de 5 procent av simuleringar med lägst kostnadsfördel. Det sistnämnda är ett etablerat mått på risk, känt som Conditional Value-at-Risk (CVaR). Tiden i tabellen avser genomsnittlig avvecklingstid av samtliga simuleringar. Hela exponeringen antas vara mot euron och motsvara 100 miljarder kronor. Avvecklingen i exemplet genomförs från och med mars 2022 (vilket sammanfaller med starten för KI:s prognos).

Resultaten visar avvägningen mellan potentiell kostnadsfördel och risk relaterat till avvecklingsperiodens längd, där en kortare avvecklingsperiod leder till reducerad risk. En längre period med lägre årlig avvecklingstakt är associerad med en kostnadsfördel om kronans framtida utveckling går mot det historiska medelvärdet (panel A) eller följer KI:s prognos (panel D). Å andra sidan visar CVaR<sub>5</sub>-mättet att en längre avvecklingsperiod är förknippad med betydande risker om kronans utveckling är helt slumpmässig (panel B) eller följer den historiska trenden (panel C).

<sup>8</sup> Kostnadsfördelen beräknas som valutaexponeringens storlek minus det totala amorteringsbeloppet i kronor för att minska valutaexponeringen till noll.

**Tabell 2 Kostnadsfördel i kronor och avvecklingstid enligt resultat av simuleringar**

Miljarder kronor och år

Takt	A. Mean-reversion			B. Random-walk			C. Bootstrap			D. KI prognos	
	Snitt	CVaR5	Tid	Snitt	CVaR5	Tid	Snitt	CVaR5	Tid	Kostnadsfördel	Tid
10	6,8	-4,7	9,4	0	-29,6	10	-3,7	-36	10,4	3,7	9,7
15	5,4	-6,3	6,3	0	-23,4	6,7	-2,4	-27	6,9	3,1	6,5
20	4,5	-7	4,8	0	-19,9	5	-1,8	-22,4	5,1	2,8	4,9
25	3,8	-7,4	3,9	0	-17,5	4	-1,4	-19,4	4,1	2,5	3,9
30	3,3	-7,5	3,3	0	-15,8	3,4	-1,2	-17,3	3,4	2,3	3,3
35	3	-7,5	2,8	0	-14,5	2,9	-1	-15,8	2,9	2,3	2,8
40	2,7	-7,4	2,5	0	-13,5	2,5	-0,9	-14,6	2,6	2,2	2,5

Anm.: Valutaexponeringen antas bestå av euro och simuleringarnas startpunkt är mars 2022. Valutakurserna följer en lognormalfördelning. Beräkningarna baseras på antagandet att räntedifferensen mellan Sverige och euroområdet är noll vilket medför att kostnaden helt drivs av valutakursförändringar. Mean-reversion-processen i panel A har en halveringstid på 3 år och den neutrala nivån är den historiska genomsnittliga kursen räknat från januari 1999. Volatiliteten för random-walk-processen i panel B motsvarar den som observerats för perioden från januari 1999 till februari 2022. Bootstrap-ansatsen i panel C fås genom att för varje tidsperiod (vecka) slumpmässigt dra en historisk valutakursutveckling med återläggning.

Utöver de jämna minskningstakterna som redovisas ovan har även en dynamisk takt utvärderats där avvecklingsperioden tillåts variera. Utgångspunkten för den senare är att minska takten när kronkursen överstiger det historiska snittet (antas vara undervärderad) och öka när kronkursen understiger det historiska snittet (antas vara övervärderad). En dynamisk takt enligt detta upplägg är associerad med en kostnadsfördel när kronan går mot sitt långsiktiga medelvärde (panel A) eller följer KI:s prognos (panel D). En nackdel är dock att avvecklingsperioden kan bli utdragen och vara förknippad med betydande risker om kronkursen utvecklas slumpmässigt (panel B) eller följer historiska utfall (panel C). Med en jämn avveckling över en begränsad period reduceras risken för ökade kostnader.

Sammantaget visar analysen att en långsammare avveckling är förknippad med betydande risker om kronan utvecklas enligt random-walk eller den historiska trenden; samtidigt leder en snabbare avveckling till en mindre kostnadsfördel när kronan utvecklas enligt mean-reversion eller KI:s prognos. Riksgälden bedömer att den föreslagna takten balanserar dessa risker mot en möjlig kostnadsfördel.

## Riktlinjer för målet och hur avvecklingen utvärderas

Baserat på den analys och de resonemang som redovisas ovan föreslår Riksgälden följande formulering av riktlinjepunkten om valutaexponeringen (12) och en ny punkt om hur avvecklingen ska utvärderas (43).

- Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Valutaexponeringen kan dock variera



som en följd av att Riksgälden genomför valutaväxlingar i enlighet med punkt 35.

43. Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt över perioden från och med 2023 till och med 2026. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner inom positionsmandatet (punkt 42). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

## **Ingen mer redovisning av privatmarknadsupplåning**

Riksgälden föreslår att den nu gällande punkt 42 om upplåning på privatmarknaden stryks eftersom den sista premieobligationen förföll i december 2021. När varken Riksgäldsspar eller premieobligationer finns kvar som sparprodukter riktade mot privatmarknaden är det inte längre relevant att redovisa något resultat för privatmarknadsupplåning.

Beslutet att stoppa nyteckning av Riksgäldsspar med fast ränta togs i oktober 2012 och de redan tecknade kontona var kvar tills de förföll i december 2020. I maj 2013 beslöt Riksgälden att även Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle avvecklas. Insättnings- och nyteckningsstopp infördes från december 2014 och pengarna återbetalades under november och december 2015.

Beslutet att avveckla utgivningen av premieobligationer togs 2018 efter att den varit pausad sedan 2016. Riksgäldens bedömning var att premieobligationerna inte längre kunde uppfylla målet att minska kostnaden för statsskulden jämfört med upplåning på den institutionella marknaden. Den sista utestående premieobligationen förföll i december 2021.

## Mer utförliga förslag vartannat år

---

Riksgälden föreslår att regeringen överväger att låta Riksgälden lämna riktlinjeförslag baserade på utförliga analyser vartannat år och därmed endast föreslå begränsade uppdateringar av riktlinjerna. Det skulle frigöra resurser som möjliggör den analys som krävs för mer utförligt motiverade beslutsunderlag.

---

Enligt nuvarande ordning ska Riksgälden senast den 1 oktober varje år lämna förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen. Därefter får Riksbanken möjlighet att yttra sig innan regeringen ska fatta beslut om riktlinjerna senast den 15 november. Även om riktlinjerna beslutas årligen, är de utformade för att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden och samtidigt ta hänsyn till riskerna i förvaltningen.

Riksgälden kartlade under 2021 processen för de årliga riktlinjeförslagen och en slutsats var att ett längre tidsspänn mellan dem skulle frigöra resurser, ge mer djupgående beslutsunderlag och tydliggöra långsiktigheten i riktlinjerna. Ett längre tidsspänn skulle kunna uppnås genom en praxis där Riksgälden vartannat år föreslår begränsade uppdateringar och vartannat år ser över inriktningen, genomför fördjupad analys och – om det finns skäl – föreslår strategiska ändringar.

Det mer utförligt analyserade förslaget till riktlinjer skulle då kunna presenteras året efter Ekonomistyrningsverkets, regeringens och riksdagens utvärderingar. Det skulle ge Riksgälden tid att göra mer omfattande analyser kopplade till statsskuldens långsiktiga förvaltning och frågor som lyfts i utvärderingarna.

### Riktlinjerna är utformade för långsiktig styrning

En förutsättning för att utöka tidsspänn mellan riktlinjeförslagen är att regeringen bedömer att riktlinjerna är ändamålsenliga under en längre tid än ett år. Så torde vara fallet eftersom långsiktigheten i riktlinjerna innebär att de är fastställda utifrån strukturella förhållanden som har en påverkan på kostnaden eller riskerna över tid. Det betyder att ändringar främst är kopplade till faktorer som olika riskpremier, marknadens funktionssätt och förutsättningarna för statsskuldens storlek.

De senaste årens ändringar i riktlinjerna har dessutom gått mot en mer övergripande styrning, som ger Riksgälden flexibilitet att hantera stora svängningar i lånebehovet inom givna ramar.

Det är dock viktigt att notera att regeringen har möjlighet att ändra riktlinjerna när som helst – alltså även mellan ordinarie riktlinjebeslut. Även Riksgälden kan enligt gällande regler när som helst på eget initiativ lämna förslag till ändrade riktlinjer.

## Stärkt koppling mellan riktlinjer och utvärdering

Ett längre tidsperspektiv skulle ge Riksgälden bättre möjlighet att i arbetet med riktlinjeförslaget analysera långsiktiga samband inom ramen för statsskuldens förvaltning samt hantera synpunkter och förslag som framkommer i den externa utvärderingen av statsskuldens förvaltning som görs vartannat år.

Utvärderingsprocessen tar formellt sin början den 22 februari då Riksgälden lämnar underlag för utvärdering till regeringen. Underlaget utgör en viktig grund till den skrivelse som regeringen senast den 25 april vartannat år lämnar till riksdagen. Regeringen tar dessutom in en extern granskning från ESV vartannat år. Under mellanåren redovisar regeringen en preliminär utvärdering i budgetpropositionen.

Sammanfattningsvis bedömer Riksgälden att det föreslagna sättet att hantera riktlinjeförslagen skulle frigöra resurser och ge möjlighet till mer djupgående och långsiktiga analyser kring den strategiska styrningen av statsskulden. Detta skulle i sin tur ge bättre underlag för regeringens beslut om riktlinjerna och utvärderingen av statsskuldens förvaltning.

**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](mailto:riksgalden@riksgalden.se) | Webb: [riksgalden.se](http://riksgalden.se)