

# STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Förslag till riktlinjer 2021–2024



## 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

<b>Sammanfattning</b>	<b>3</b>
<b>Förslag till riktlinjer 2021–2024</b>	<b>4</b>
Statsskuldsförvaltningens mål	4
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	4
Riktlinjeprocessen	4
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	5
Statsskuldens löptid	5
Kostnad och risk	5
Marknads- och skuldvard	6
Positionstagande	6
Lån för att tillgodose behovet av statslån	6
Medelsförvaltning m.m.	6
Samråd och samverkan	7
Utvärdering	7
<b>Utgångspunkter för riktlinjeförslaget</b>	<b>8</b>
Statsskulden ökar snabbt till följd av coronapandemin	9
Men på längre sikt fortsätter trenden med fallande skuld	9
Styrningen kan tillfälligt försvåras när skulden ökar snabbt	11
Ansträngd likviditet på statsobligationsmarknaden	11
Översynen av valutaskuldens storlek fortsätter	12
<b>Oförändrad valutaskuld tills vidare</b>	<b>13</b>
Förtydligande av riktlinjen för valutaskulden	13
Historiska data talar för minskad valutaexponering	14
Analys återstår	17

## Sammanfattning

- Statsskulden väntas öka kraftigt under 2020 och 2021 till följd av coronavirusets effekter på ekonomin och statens stödåtgärder men eftersom ökningen bedöms vara tillfällig föranleder den inga förslag på ändringar i riktlinjerna. De ändringar som gjorts i riktlinjerna de senaste åren har lett till en mer övergripande styrning av statsskuldsförvaltningen, vilket nu ger flexibilitet att hantera ett snabbt växande lånebehov och ökad osäkerhet.
- Riksgälden planerar att möta det ökade upplåningsbehovet genom att främst dra upp den kortfristiga upplåningen. Emissionsvolymen av statsobligationer ökar också och kan kompletteras med obligationsupplåning i utländsk valuta som i så fall valutasäkras.
- Trots att utbudet väntas öka relativt snabbt har marknaden för statsobligationer hittills fungerat väl. Efterfrågan på svenska statspapper är stor och auktionerna har varit övertecknade. Även om Riksbanken fortsätter med sina tillgångsköp väntas nettoutbudet ändå öka framöver, vilket förhoppningsvis bidrar till att likviditeten i statsobligationsmarknaden kan förbättras. I ett längre perspektiv kvarstår emellertid problematiken och marknadslikviditeten kommer att vara en faktor att beakta inom statsskuldsförvaltningen även framöver.
- Översynen över valutaskuldens storlek fortsätter. Riktvärdet för valutaexponeringen föreslås vara fortsatt oförändrat tills arbetet med den pågående översynen är avslutat. Däremot föreslås ett förtydligande av formuleringen om valutaskuldens storlek.

Bakgrunden till förslaget om förtydligande av formuleringen är att det löpande uppstår förändringar i valutaexponeringen som Riksgälden behöver hantera. Det beror bland annat på räntebetalningar på valutalån, samordning av likvider för EU-betalningar, myndigheters valutasäkringar samt statens valutakoncernkonto. Den nettoavvikelse från den önskade exponeringen som uppstår växlas bort för att återföra statens valutaexponering till dess långsiktiga nivå. Eftersom Riksgäldens valutahantering ska präglas av förutsägbarhet sprids växlingarna ut över tiden i stället för att göras omedelbart när avvikelsen uppstår. Det gör i sin tur gör att valutaskulden varierar på kort sikt även om den långsiktiga nivån hålls oförändrad. För att tydliggöra vad som avses med att statsskuldens valutaexponering ska vara oförändrad föreslås ett tillägg i punkten 12 i riktlinjerna.

# Förslag till riktlinjer 2021–2024

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltningen 2021–2024. För åren 2022–2024 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.*

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 skuldvärd.

## Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

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

### *Nuvarande skrivning:*

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

### *Föreslagen skrivning:*

12. 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 valutaväxlingar i enlighet med punkt 36.*

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

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. 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 riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
22. Riksgälden 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 investerarbask 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. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
27. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.

## Positionstagande

28. 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.

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.

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 skuldvårdsåtgärder 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

Statsskulden väntas öka kraftigt under 2020 och 2021 till följd av coronavirusets effekter på ekonomin och statens stödåtgärder men eftersom ökningen bedöms vara tillfällig föranleder den inga förslag på ändringar i riktlinjerna. De ändringar som gjorts de senaste åren har lett till en mer övergripande styrning av statsskuldförvaltningen, vilket nu ger flexibilitet att hantera ett snabbt växande lånebehov och ökad osäkerhet.

Målet för förvaltningen av statsskulden är enligt budgetlagen att minimera kostnaden på lång sikt samtidigt som risken beaktas. Långsiktigheten innebär att riktlinjerna utformas för att uppnå en så låg kostnad som möjligt för skulden som helhet över tid, snarare än under vissa perioder eller i enskilda emissioner eller instrument. Riktlinjerna fastställs därmed utifrån strukturella förhållanden som har en systematisk påverkan på kostnaden för statsskulden eller riskerna i förvaltningen.

Ett viktigt skäl till långsiktigheten är att staten är en stor aktör på den inhemska räntemarknaden, vilket gör att lånebehov och strategier påverkar prissättningen på statspapper. Detta ställer andra krav på förvaltningen än för en mindre aktör som inte påverkar prissättningen med sitt agerande.

En central fråga att ta ställning till i riktlinjerna är hur skuldportföljen bör se ut i termer av löptid och sammansättning av olika skuldslag, men det finns flera andra faktorer som också påverkar möjligheten till en långsiktigt låg upplåningskostnad. Det handlar bland annat om att värna en väl fungerande statspappersmarknad och att upprätthålla förtroendet för svenska staten som emittent.

Den risk som avses i målformuleringen 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 kostnadsvariationen blir av mindre betydelse. Även om statsskulden nu förväntas öka är det från en låg nivå och kostnaden kommer fortfarande att utgöra en liten del av statsbudgeten, i synnerhet eftersom räntorna är mycket låga. Kostnadsvariationen är därför av mindre betydelse än den varit historiskt, exempelvis efter 90-talskrisen.

Det finns också andra risker som Riksgälden måste beakta i den operativa förvaltningen och som får större betydelse när skulden ökar snabbt. Det handlar bland annat om att hålla nere finansieringsrisken, det vill säga ha en god beredskap att låna stora belopp till rimlig kostnad när det behövs. Det är framför allt ett utgångsläge med hög kreditvärdighet och låg statsskuld som gör det lättare för staten att låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt. Men det är också viktigt att ha tillgång till olika lånekanaler och investerare. Statsskulden bör därför inte vara så låg att det blir svårt att upprätthålla den beredskapen.

Regeringens riktlinjer begränsar statsskuldens exponering mot olika risker, men styr inte hur själva finansieringen ska göras. Riksgälden kan därför låna i de skuldinstrument och med de löptider som passar bäst utifrån förutsättningarna och sedan använda derivatinstrument för att hålla riskerna inom riktlinjernas ramar. Denna flexibilitet är särskilt viktig i ett läge som nu då Riksgälden behöver öka upplåningen i alla skuldinstrument för att hantera det växande lånebehovet.

De ändringar som gjorts i riktlinjerna de senaste åren i riktning mot en mer övergripande styrning har också bidragit till ökad flexibilitet. Tack vare det har Riksgälden större möjligheter att anpassa upplåningen efter hur efterfrågan ser ut och därmed hålla nere upplåningskostnaderna.

## Statsskulden ökar snabbt till följd av coronapandemin

Coronapandemin som drabbade Sverige och stora delar av världen våren 2020 har fått betydande följdverkningar på samhällsekonomin. Omfattande åtgärder har vidtagits globalt för att dämpa smittspridningen och dessa åtgärder har lett till stora produktions- och efterfrågebortfall. För att begränsa virusets skadeverkningar har riksdag, regering och myndigheter i Sverige fattat beslut om en rad åtgärder som både syftar till att minska smittspridningen och lindra de ekonomiska effekterna för företag och privatpersoner. Det handlar bland annat om stöd till regioner och kommuner, att sänka kostnader och ge likviditetsstöd till drabbade företag samt ändrade regler i sjuk- och arbetslöshetsförsäkringen.

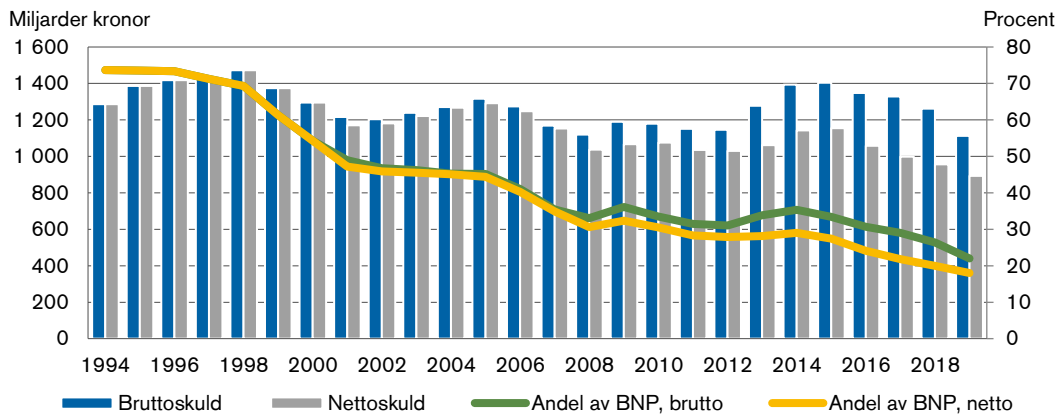
Utöver de direkta statsfinansiella effekterna av fattade beslut påverkas statsfinanserna även av ökade utgifter och minskade inkomster via de så kallade automatiska stabilisatorerna. När ekonomin går dåligt minskar skattebetalningarna från hushåll och företag. Samtidigt ökar exempelvis utgifterna för olika arbetsmarknadspolitiska stöd.

Sammantaget leder coronapandemin till ett väsentligt ökat lånebehov för staten även om den exakta siffran är svår att uppskatta. Statsskulden förväntas därmed öka de närmaste åren från dagens historiskt låga nivå på omkring 25 procent av BNP. Den i utgångsläget låga skuldsättningen ger emellertid goda förutsättningar att öka skulden förhållandevis mycket om det skulle visa sig vara nödvändigt.

## Men på längre sikt fortsätter trenden med fallande skuld

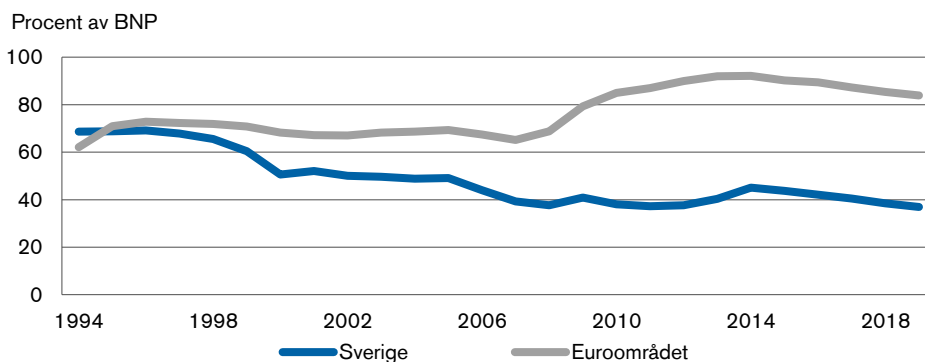
Statsskulden som andel av BNP har minskat sedan mitten av nittioalet. Nuvarande nivå är låg både internationellt sett och i ett historiskt perspektiv. Diagram 1 visar statsskulden i kronor och som andel av BNP, brutto respektive netto. Som framgår av diagrammet har skulden netto även minskat i absoluta 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 statsskulden men på olika sätt. Nettoskulden är den som avses i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning eftersom dess sammansättning avgör hur hög kostnaden blir och hur mycket den varierar. Bruttoskulden 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, och därmed kunnat behålla närvaron på den internationella kapitalmarknaden, utan att det varit på bekostnad av emissioner i statspapper i kronor.

**Diagram 1. Statsskuldens utveckling**

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

Mot bakgrund av det finanspolitiska ramverket bör utgångspunkten vara att trenden med minskande statsskuld fortsätter även om skulden tillfälligt ökar på grund av coronapandemin. 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 (Maastrichtskulden) på 35 procent av BNP. I detta mått ingår förutom statsskulden även skulder inom kommunsektorn, regionerna och pensionssystemet. Om Maastrichtskulden avviker från ankaret med mer än 5 procent av BNP ska regeringen rapportera till riksdagen varför avvikelserna uppstått och hur den ska hanteras.

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

Källa: IMF

Riksgälden räknar med att Maastrichtskulden temporärt ökar till omkring 45 procent av BNP på grund av pandemin men att minskningen därefter fortsätter och att skulden åter når 35 procent av BNP inom 5–10 år, det vill säga i nivå med ankaret. Om skulden i övrig offentlig sektor ligger kvar på ungefär samma andel som i dag innebär det en statsskuld (brutto) på omkring 25 procent av BNP eller i storleksordningen 1 200 miljarder kronor uttryckt i dagens penningvärde. Om vidareutlåningen till Riksbanken på omkring 200 miljarder kronor kvarstår tills vidare betyder det att nettoskulden uppgår till omkring 1 000 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 skulden skulle motsvara en stor andel av BNP. Då är det i stället viktigare att lägga fokus på att upprätthålla lånekanaler som kan användas den dag lånebehovet ökar igen.

## **Styrningen kan tillfälligt försvåras när skulden ökar snabbt**

Som konstaterats ovan är osäkerheten stor om skuldutvecklingen de närmaste åren. Riksgälden planerar att möta det ökade upplåningsbehovet genom att främst dra upp den kortfristiga upplåningen. Emissionsvolymen av statsobligationer ökar också och kan kompletteras med obligationsupplåning i utländsk valuta som i så fall valutasäkras.

Den oväntade och snabba ökningen av nettolånebehovet som nu är aktuell kan påverka styrningen av statsskulden. Den höga andelen kortfristig upplåning gör att statsskuldens löptid förkortas. Riksgälden bedömer emellertid att det kommer att vara möjligt att hantera löptiden inom ramen för gällande riktlinjer tack vare de ändringar som gjorts de senaste åren som har skapat större flexibilitet. Riktlinjerna styr numera löptiden för statsskulden som helhet och tidigare specifika riktvärden har ersatts av intervall.

Realandelen sjunker också när upplåningen i nominella instrument ökar och väntas falla under riktvärdet. Marknaden för realobligationer bedöms inte kunna ackommodera en snabb ökning av emissionsvolymerna eftersom djupet och likviditeten är sämre i den marknaden. På några års sikt väntas skulden minska igen och om stocken av realobligationer då har vuxit för mycket kan andelen i stället bli för hög. Eftersom andelen realskuld är svår att styra på kort sikt är också målvärdet i riktlinjerna formulerat som långsiktigt.

## **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 som en kompensation för den sämre likviditeten. 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. En annan viktig förklaring är att statens budget visat överskott under ett antal år, vilket har inneburit att utbudet av statspapper varit litet samtidigt som Riksbanken köpt en allt större andel av den utestående stocken.

Riksgälden har på olika sätt arbetat för att mildra de negativa effekterna beskrivna ovan. Emissioner av statsobligationer har givits prioritet framför annan upplåning för att värna likviditeten i den marknaden. Statsobligationerna bedöms vara den viktigaste kanalen för statens möjligheter att långsiktigt säkra låga upplåningskostnader. Emissionsvolymen i auktionerna har oftare fördelats på två olika obligationer för att fylla på i löptider där det råder brist. Riksgälden har också sett över och kompletterat de marknadsvärdande faciliteterna.

Nu väntas lånebehovet öka tillfälligt men kraftigt till följd av coronapandemin. Trots att utbudet därmed har ökat relativt snabbt har marknaden för statsobligationer hittills fungerat väl. Efterfrågan på svenska statspapper är stor och auktionerna har varit övertecknade. Även om Riksbanken fortsätter med sina tillgångsköp väntas nettoutbudet ändå öka framöver, vilket förhoppningsvis bidrar till att likviditeten i statsobligationsmarknaden kan förbättras.

I ett längre perspektiv kvarstår emellertid problematiken och marknadslikviditeten kommer att vara en faktor att beakta inom statsskuldförvaltningen även framöver. Regleringarna kommer att finnas kvar och till följd av överskottsmålet kommer utbudet av statspapper på sikt att vara fortsatt begränsat.

## Översynen av valutaskuldens storlek fortsätter

Inför riktlinjerna för 2015 gjordes en analys som ledde till att valutaexponeringen i statsskulden successivt minskades. Slutsatsen av analysen var att det inte gick att påvisa någon systematisk kostnadsfördel med exponering i utländsk valuta samtidigt som kostnadsvariationen är avsevärt högre för valutaskulden än för kronskulden. Det fanns därmed inget skäl att behålla valutariskerna i och med att det inte finns någon förväntad besparing att hämta.

Utvecklingen på de finansiella marknaderna de senaste åren har sedan rest frågan om förutsättningarna som låg till grund för den analysen har förändrats. Därför föreslog Riksgälden förra året att en ny översyn skulle göras av statsskuldens valutaexponering och att exponeringen skulle hållas oförändrad i väntan på den nya analysen. Mot den bakgrunden har Riksgälden bedrivit två projekt i 2021 års riktlinjearbete för att besvara frågan hur den långsiktiga exponeringen bör se ut:

- En uppdaterad och fördjupad analys av valutaexponeringen baserat på historiska data.
- En framåtblickande analys av huruvida de historiska sambanden kan antas gälla även framöver eller om förutsättningarna ser annorlunda ut.

Det första projektet avrapporteras i detta riktlinjeförslag. Det andra projektet är ännu inte avslutat och kommer att redovisas i 2022 års riktlinjeförslag.

## Oförändrad valutaskuld tills vidare

Riktvärdet för valutaexponeringen föreslås vara fortsatt oförändrat tills arbetet med den pågående översynen är avslutat. Däremot föreslås ett förtydligande av formuleringen om valutaskuldens storlek.

Som ett led i översynen av statsskuldens valutaexponering har Riksgälden uppdaterat och kompletterat den tidigare analysen baserat på historiska data. Resultatet av den analysen bekräftar slutsatserna i 2015 års riktlinjeförslag som låg till grund för att exponeringen sedan minskades. För att utreda om historiken kan antas vara representativ även i framtiden har Riksgälden även inlett ett arbete med en ytterligare analys. Resultatet av den analysen kommer att redovisas först i riktlinjeförslaget för 2022. I avvaktan på detta föreslår Riksgälden att statsskuldens valutaexponering fortsatt ska hållas oförändrad.

Riktvärdet för statsskuldens valutaexponering syftar på den långsiktiga nivå som Riksgälden ska planera för att uppnå över tid. Att valutaexponeringen ska vara oförändrad betyder därför inte att exponeringen inte kan variera kring den önskade nivån till följd av Riksgäldens operativa förvaltning. För att tydliggöra detta föreslås en ändring i formuleringen av riktlinjen för valutaskulden.

### Förtydligande av riktlinjen för valutaskulden

Det uppstår löpande förändringar i valutaexponeringen som Riksgälden behöver hantera. Det beror bland annat på räntebetalningar på valutalån, samordning av likvider för EU-betalningar, myndigheters valutasäkringar samt statens valutakoncernkonto. Den nettoavvikelse från den önskade exponeringen som uppstår växlas bort för att återföra statens valutaexponering till dess långsiktiga nivå. Eftersom Riksgäldens valutahantering ska präglas av förutsägbarhet sprids växlingarna ut över tiden i stället för att göras omedelbart när avvikelsen uppstår. Det gör i sin tur gör att valutaskulden varierar på kort sikt även om den långsiktiga nivån hålls oförändrad.

För att tydliggöra vad som avses med att statsskuldens valutaexponering ska vara oförändrad föreslås ett tillägg i punkten 12 i riktlinjerna enligt nedan.

#### Nuvarande formulering:

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

#### Föreslagen formulering:

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 valutaväxlingar i enlighet med punkt 36.*

## Historiska data talar för minskad valutaexponering

Analysen av valutaexponeringen som redovisades i riktlinjeförslagen för 2013, 2014 och 2015 hade sin utgångspunkt i en granskning av risk uttryckt som kostnadsvariation och av förväntad kostnadsbesparing. Medan riskaspekten anses vara klarlagd, har det funnit en osäkerhet kring den förväntade besparingspotentialen. Därför har den nya översynen sitt fokus på att analysera besparingspotentialen av valutaexponering eftersom det är en förutsättning för att överhuvudtaget kunna diskutera en långsiktig nivå för valutaexponering i statsskulden.

Ett strategiskt beslut kring valutaexponering kommer inte att påverka Riksgäldens möjligheter att ta upp lån i utländsk valuta eftersom valutaexponeringen hanteras med hjälp av derivat. Analysen baseras därför på marknadskvoterings av valutakurser för avista- och terminsaffärer.<sup>1</sup> Besparingspotentialen av valutaexponeringen beror på resultatet av de transaktioner som behövs för att omvandla skuld i svenska kronor till valutaskuld med motsvarande löptid. Valet mellan exponering i kronor och i utländsk valuta har därmed ingen effekt på skuldens totala löptid.

Analysen grundar sig på månadsvisa observationer mellan 1993 och 2019.<sup>2</sup> Kostnadsfördelen i procent 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  $S_{t+1}^k$  är avistavalutakurs vid slutet av månaden,  $F_t^k$  är terminsvalutakurs vid början av månaden och  $k$  avser en specifik utländsk valuta. Både avista- och terminsvalutakursen anges som pris i svenska kronor för en enhet utländsk valuta. Kostnadsfördelen kan beskrivas av tre delar. Den första delen är ränteskillnaden där  $i_t$  representerar den svenska räntan och  $i_t^k$  avser den utländska räntan. Den andra delen, som betecknas med cross currency swap (CCS) spread  $z_t^k$ , är ett påslag på den utländska räntan så att det säkra ränteparitetsvillkoret uppfylls.<sup>3</sup> Den sista delen härrör från valutakursrörelser där avistavalutakursförändringen under månaden ställs i relation till terminsvalutakursen.

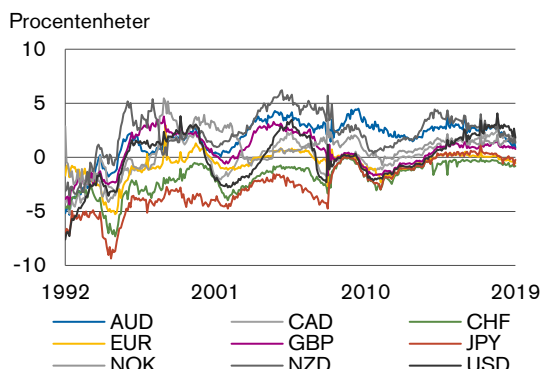
En kostnadsfördel kan uppstå när det osäkrade ränteparitetsvillkoret inte uppfylls. Så är fallet när det som brukar kallas carry, vilket är ränteskillnaden plus CCS-spreaden, inte motverkas fullständigt av en valutakursrörelse. För att det ska finnas förutsättningar för en sådan besparingspotential ska den implicita utländska korträntan, som bestäms av  $i_t^k + z_t^k$ , vara lägre än den svenska korträntan.

Diagram 3 visar att det tidigare funnits betydande ränteskillnader mot flera valutor, men att både magnituden och antalet valutor med lägre ränta har minskat sedan 2013. Diagram 4 pekar på att valutakursrörelser är volatila vilket leder till att det tillfälligt kan uppstå både stora kostnadsfördelar och -nackdelar. Trendmässigt har dock alla valutor inom G10 apprecierats mot den svenska kronan mellan 1992 och 2019. Ränteskillnaden måste därmed vara tillräckligt stor för att uppväga effekten av en kronförsvagning.

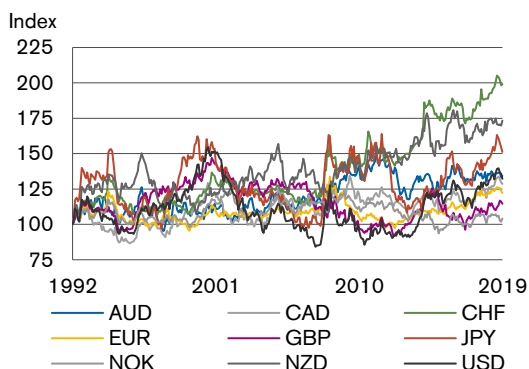
<sup>1</sup> Valutamarknaden är djup och likvid och Riksgäldens agerande antas därför inte påverka prisbildningen så länge nettoexponeringen mot utländska valutor är relativt konstant över tid.

<sup>2</sup> Före introduktionen av euron 1999 används tyska mark som en proxy.

<sup>3</sup> Det säkra ränteparitetsvillkoret beskrivs av  $1 + i_t^k + z_t^k = \frac{S_t^k}{F_t^k} (1 + i_t)$

**Diagram 3. Ränteskillnad jämfört med Stibor**

Anm.: Skillnaden mellan implicita utländska enmånadsräntor och enmånads Stibor.

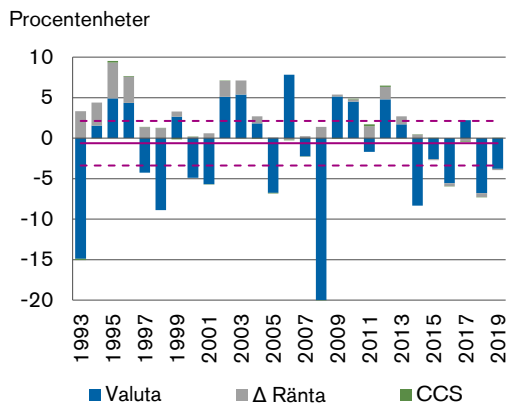
**Diagram 4. Kronkursens utveckling**

Källa: Macrobond

Anm.: Nominell avistakurs indexerad per 1992-12-31.

### Ingen systematisk kostnadsfördel med fast valutasammansättning

Analysen indikerar att valutaexponering inte systematiskt medför en besparing, varken för enskilda utländska valutor eller för en portfölj av valutor.<sup>4</sup> Som framgår av tabell 1 är det enbart japanska yen (JPY) som har en positiv genomsnittlig årlig kostnadsfördel överhuvudtaget. Variationen är emellertid så hög att inte går att dra några säkra slutsatser om vare sig magnitud eller ens tecken för den årliga kostnadsfördelen baserat på historisk data. Ett 95-procentigt konfidensintervall rymmer både positiva och negativa värden för alla valutor utom den nyzeeländska dollarn (NZD), där kostnadsfördelen är signifikant negativ.

**Diagram 5. Besparing med fix sammansättning**

Anm.: Portföljen består av 45% EUR, 20% CHF, 15% JPY, 10% USD, 5% CAD och 5% GBP.

Den lila heldragna linjen visar genomsnittlig kostnadsfördel och de lila streckade linjerna motsvarar ett 95% konfidensintervall för den genomsnittliga kostnadsfördelen baserat på årliga observationer

**Tabell 1. Historisk kostnadsfördel**

Valuta	Fördel	Konf.intervall	Stdev
JPY	0,2%	(-5,5% ; 5,8%)	14,2%
EUR	-0,3%	(-2,8% ; 2,2%)	6,3%
Portfölj	-0,6%	(-3,4% ; 2,1%)	7,0%
CHF	-1,0%	(-4,4% ; 2,3%)	8,4%
NOK	-1,2%	(-4,0% ; 1,6%)	7,1%
CAD	-1,4%	(-5,5% ; 2,6%)	10,2%
GBP	-1,5%	(-4,7% ; 1,7%)	8,2%
USD	-1,6%	(-6,4% ; 3,2%)	12,2%
AUD	-3,3%	(-7,0% ; 0,3%)	9,2%
NZD	-4,9%	(-8,3% ; -1,6%)	8,5%

Anm.: Portföljen består av 45% EUR, 20% CHF, 15% JPY, 10% USD, 5% CAD och 5% GBP.

Fördel: genomsnittlig årlig kostnadsfördel  
Konf.intervall: 95% konfidensintervall för den genomsnittliga kostnadsfördelen baserat på årliga observationer  
Stdev = Standardavvikelse i årlig kostnadsfördel

<sup>4</sup> Portföljen motsvarar valutariktmärket från 2009, vilket är det sista som togs fram innan det beslutades att exponeringen skulle minska.



Diagram 5 visar hur de olika delkomponenterna bidrar till kostnadsfördelen under enskilda år för en portfölj av utländska valutor. Diagrammet är även representativt för enskilda lågräntevalutor som JPY, schweiziska franc (CHF) och euro (EUR). Ränteskillnaden (grå staplar) har haft ett positivt bidrag fram till och med 2013 men samtidigt har valutakursrörelserna varit volatila och av stor magnitud (blå staplar). Det går inte observera någon trendmässig systematisk appreciering av den svenska kronan samtidigt som ränteskillnaden verkar ha förlorat sin positiva bidragspotential. Därför är det svårt att se en strukturell kostnadsfördel med en valutaexponering baserat på en viss fast valutasammansättning. För att se om det går att uppnå en besparing genom att dra nytta av den variation som finns i både ränteskillnaden och valutakursutvecklingen har Riksgälden även analyserat portföljer med en dynamisk valutasammansättning.

### **Dynamisk valutasammansättning ger samma slutsats**

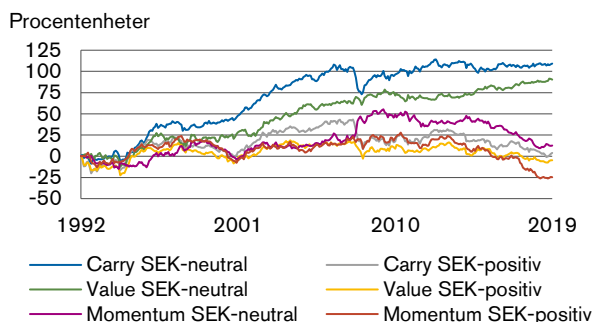
Carry, value och momentum är tre typer av strategier där sammansättningen anpassas dynamiskt till de aktuella marknadsförhållandena. Carry utgår från en sammansättning som maximerar ränteskillnaden i förhoppning att valutakursrörelser inte motverkar det positiva bidraget från räntedifferensen fullt ut. Value bygger i stället på en positiv exponering i valutor som anses vara undervärderade och en negativ exponering i valutor som anses vara övervärderade för att kunna dra nytta av en potentiell framtida kurskorrigering. I en momentum-strategi baseras sammansättningen på antagandet att valutakursrörelser har en tendens att följa trender.

Dessa strategier implementeras på två olika sätt. Den första varianten har lika stora positiva och negativa vikter i utländska valutor så att det inte uppstår någon nettoexponering mot den svenska kronan initialt. Strategierna implementerade på det sättet betecknas därför som SEK-neutrala. I det andra alternativet begränsas den positiva exponeringen till enbart svenska kronor medan de negativa vikterna är desamma som i det första fallet. Varianten kallas SEK-positiv och representerar det sätt på vilket strategin skulle implementeras för att uppnå en valutaexponering statsskulden. Den första varianten är följaktligen inte relevant för analysen av valutaexponeringens storlek men fungerar som referens eftersom den representerar hur den här typen av strategier brukar implementeras i valutamarknaden.

Diagram 6 redovisar den ackumulerade kostnadsfördelen för dynamiska strategier och indikerar att SEK-neutrala strategier har presterat bättre än SEK-positiva. Dessutom visade sig kostnadsfördelen av SEK-neutrala strategier vara mer oberoende av varandra än de SEK-positiva.<sup>5</sup> Alla SEK-positiva strategier har också hög korrelation (mellan 0,93 och 0,69) med den portfölj som redovisas i diagram 5. Resultaten visar att den svenska kronans värde är avgörande för SEK-positiva strategier. Den historiska kostnadsfördelen av dessa ligger i linje med en portfölj med en statisk valutasammansättning, se resultat i tabell 2. Valet av dynamisk eller fast valutasammansättning gör därför ingen skillnad för slutsatsen att valutaexponering inte har gett någon systematisk kostnadsbesparing.

---

<sup>5</sup> Korrelationen av kostnadsfördelen mätt på månadsbasis mellan SEK-neutral carry och value är enbart 0,23 att jämföra med 0,83 för SEK-positiv carry och value.

**Diagram 6. Resultat dynamisk sammansättning**

Anm.: Ackumulerad kostnadsfördel av strategier med dynamisk valutasammansättning.

**Tabell 2. Historisk kostnadsfördel**

Strategi	Fördel	Konf.intervall	Stdev
Carry SEK-neutral	0,2%	(-5,5% ; 5,8%)	14,2%
Value SEK-neutral	-0,3%	(-2,8% ; 2,2%)	6,3%
Momentum SEK-neutral	-0,6%	(-3,4% ; 2,1%)	7,0%
Carry SEK-positiv	-1,0%	(-4,4% ; 2,3%)	8,4%
Value SEK-positiv	-1,2%	(-4,0% ; 1,6%)	7,1%
Momentum SEK-positiv	-1,4%	(-5,5% ; 2,6%)	10,2%

Anm.:

Fördel: genomsnittlig årlig kostnadsfördel

Konf.intervall: 95% konfidensintervall för årlig besparing

Stdev = Standardavvikelse i årlig kostnadsfördel

Resultaten ovan bekräftar den tidigare analysen som låg till grund för att valutaskulden minskades mellan 2015 och 2019. Analysen i riktlinjeförslaget för 2013 visade att valutaexponering entydigt leder till ökad kostnadsvariation. Om valutaskulden inte samtidigt leder till en besparing blir slutsatsen att det inte går att motivera någon valutaexponering i statsskuldens långsiktiga sammansättning.

Baserat på resultatet av en genomsnittlig bakåtblickande analys blir slutsatsen att valutaexponeringen bör fortsätta att minska. Frågan är då om historiken kan antas vara representativ även för framtiden. Under vissa tidsperioder kan valutaexponering skapa både stora för- och nackdelar för statsskuldens kostnader beroende på om den svenska kronan stärks eller försvagas under perioden. Den mest omfattande togs efter finanskrisen och den totala realiserade vinsten blev 8,1 miljarder kronor.

## Analys återstår

Som framgår av redogörelsen hittills finns det flera delar inom statsskuldförvaltningen som innefattar att valuta används som medel för att minska kostnaderna för förvaltningen, till exempel inom positionstagning och valutaexponering. Dessa olika delar har dock sinsemellan påtagligt olika karakteristika och det är önskvärt att på ett sammanhållet sätt beskriva de olika delarna och hur de relaterar till varandra.



**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