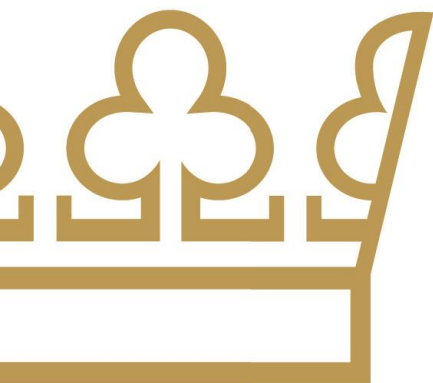
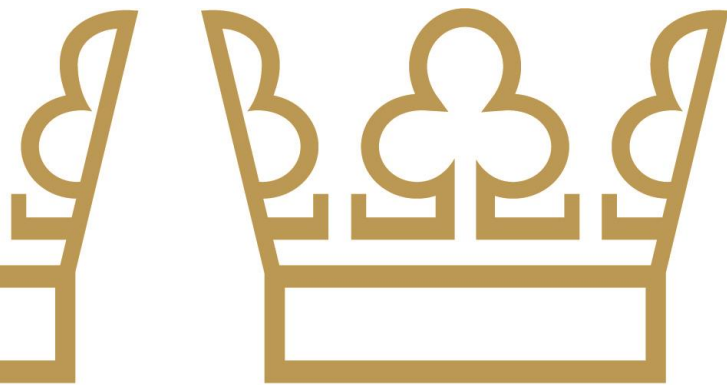


# Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2018–2021



# Statsskuldens förvaltning

---

*I denna rapport lämnar Riksgälden förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2018–2021. För åren 2019 till och med 2021 är förslagen preliminära.*

|   |          |
|---|----------|
| <b>Sammanfattning</b>   | <b>1</b> |
| <b>Förslag till riktlinjer 2018–2021</b>                            | <b>2</b> |
| Statsskuldsförvaltningens mål                                       | 2        |
| Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål                        | 2        |
| Riktlinjeprocessen  | 2        |
| Statsskuldens sammansättning – skuldandelar                         | 3        |
| Statsskuldens löptid  | 3        |
| Kostnad och risk  | 3        |
| Marknads- och skuldvard   | 4        |
| Positionstagande  | 4        |
| Upplåning på privatmarknaden  | 4        |
| Lån för att tillgodose behovet av statslån                          | 4        |
| Medelsförvaltning m.m.  | 4        |
| Samråd och samverkan  | 5        |
| Utvärdering   | 5        |
| <b>Motivering till Riksgäldens förslag</b>                          | <b>6</b> |
| 1. Ett nytt styrmått för nominell kronskuld med löptid över tolv år | 6        |
| 2. Förlängd löptid på statsskulden                                  | 10       |
| 3. Förtydligande formulering om det överordnade kostnads måttet     | 11       |

# Sammanfattning

---

*Riksgälden föreslår att det nuvarande riktvärdet på 70 miljarder kronor för nominell kronskuld med löptid över tolv år slopas och ersätts med ett gemensamt löptidsintervall för hela den nominella kronskulden. Vidare föreslås en ytterligare förlängning av löptiden för den nominella kronskulden på 0,3 år mot bakgrund av fortsatt låga löptidspremier. I syfte att förbättra kopplingen mellan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning och utvärderingen av förvaltningen föreslår Riksgälden avslutningsvis en förtydligande skrivning kring det överordnade kostnadsmålet i riktlinjerna.*

## **Ett nytt styrmått för nominell kronskuld med löptid över tolv år**

Som en del av riktlinjearbetet inför 2018 har Riksgälden analyserat effekterna av att slå ihop styrningen av långa obligationer med löptidsstyrningen för nominell kronskuld med löptid upp till och med tolv år. Riksgäldens slutsats är att det nuvarande riktvärdet på 70 miljarder kronor för nominell kronskuld med löptid över tolv år bör slopas och ersättas med ett gemensamt löptidsintervall för hela den nominella kronskulden.

## **Förlängd löptid på statsskulden**

Inför årets riktlinjeförslag har Riksgälden åter analyserat betydelsen av statsskuldens löptid. Liksom i föregående års riktlinjeförslag anser Riksgälden att kostnadsfördelen av att låna kortfristigt har minskat. Riksgälden föreslår därför att löptiden på den nominella kronskulden förlängs med 0,3 år. Förlängningen av löptiden leder till att kostnaden för kronskulden kommer att variera mindre. För de andra skuldslagen föreslås inga ändringar.

## **Förtydligande skrivning om det överordnade kostnadsmålet i riktlinjerna**

Under hösten 2016 utredde Riksgälden frågan om utvärderingen av det övergripande målet för statsskultsförvaltningen kunde underlättas. I samband med detta föreslog Riksgälden nya kostnads- och riskmått som ska användas i utvärderingen. I syfte att förbättra kopplingen mellan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning och utvärderingen föreslår Riksgälden en förtydligande skrivning i vilken det framgår att de nya kostnads- och riskmåten som föreslagits i utvärderingen även ska gälla enligt riktlinjerna.

# Förslag till riktlinjer 2018–2021

---

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2018–2021. För åren 2019 till och med 2021 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar i riktlinjerna anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. I syfte att skapa en överblick över de beslut som styr statsskuldsförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.

## 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. Budgetlagen (2011:203).

## Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2011:203). Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
3. Riksgälden får enligt budgetlagen (2011:203) ta upp lån till staten för att:
  1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
  2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
  3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
  4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
  5. 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. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Budgetlagen (2011:203).
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Budgetlagen (2011:203).
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. Budgetlagen (2011:203).
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, 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
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.
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   | Föreslagen lydelse  |
|---|---|
| 15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,9 och 3,9 år.                              | 15. Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år. |
| 16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor. | 16. <i>Punkten har utgått.</i>  |
| 17. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.   |   |
| 18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.   |   |
| 19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.  |   |
| 20. Löptiden ska mätas som duration.  |   |

### Kostnad och risk

- | Nuvarande lydelse  | Föreslagen lydelse   |
|--|--|
| 21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.   |  |
| 22. Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.   | 22. Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. <i>Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.</i> |
| 23. Det överordnade risk måttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.  | 23. Det överordnade risk måttet ska vara <i>variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.</i>  |
| 24. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.   | 24. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, <i>bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.</i>  |
| 25. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. |  |
| 26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.   |  |
| 27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.   |  |

#### **Marknads- och skuldvard**

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

#### **Positionstagande**

30. 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 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.

31. 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.
32. 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.

#### **Upplåning på privatmarknaden**

33. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

#### **Lån för att tillgodose behovet av statslån**

34. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap 1§ budgetlagen (2011:203) 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.
35. 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.**

36. 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 (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret
37. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
38. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

### **Samråd och samverkan**

39. Riksgälden ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
40. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
41. Riksgälden bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen (2011:203).

### **Utvärdering**

42. 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.
43. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
44. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
45. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
46. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

# Motivering till Riksgäldens förslag

*I detta avsnitt ges bakgrunden och motiven till Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskulden förvaltning. Riksgälden föreslår ett gemensamt löptidsmätt för hela den nominella kronskulden. Dessutom föreslås att löptiden för den nominella kronskulden förlängs. För övriga skuldslag föreslås inga ändringar. I syfte att uppnå en tydligare koppling mellan riktlinjerna och utvärderingen av skuldförvaltningen föreslås att skrivningarna kring kostnadsområdet genomsnittlig emissionsränta i riktlinjerna förtydligas så att det framgår att kostnaden ska baseras på värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.*

## 1. Ett nytt styrmått för nominell kronskuld med löptid över tolv år

Riksgälden anser att löptidsstyrningen av den nominella kronskulden är behäftad med vissa brister. Som en del av riktlinjearbetet inför 2018 har Riksgälden därför analyserat förutsättningarna för en ny och mer ändamålsenlig styrning.

I den nuvarande styrmodellen ska durationen för nominell kronskuld med löptid upp till tolv år hållas inom ett durationsintervall medan nominell kronskuld med löptid över tolv år (långa obligationer) har ett volymmål på 70 miljarder kronor. Volymmålet skapar en detaljstyrning som utgör ett avsteg från den princip som i övrigt kännetecknar riktlinjerna, nämligen att regeringen styr avvägningen mellan kostnad och risk genom att besluta om exponeringen (i det här fallet löptiden) medan Riksgälden ansvarar för hur upplåningen ska verkställas.

Nuvarande styrmodell är dessutom trubbig eftersom den likabehandlar alla obligationer med löptider längre än tolv år, medan det ur ett exponeringsperspektiv är stor skillnad på en obligation med exempelvis 15 och 50 års löptid. Valet av löptid bestämmer balansen mellan förväntad kostnad och risk. Att låna på korta löptider har historiskt medfört lägre kostnader men samtidigt högre risk (större kostnadsvariation) eftersom lånevillkoren förnyas oftare. Att styrmodellen inte gör någon skillnad på obligationer med olika löptider försvårar därmed regeringens styrning av avvägningen mellan kostnad och risk.

Det finns även en teknisk komplikation med dagens styrmodell. I takt med att den återstående löptiden för en lång obligation minskar kommer den för eller senare att passera löptidsgränsen tolv år. Det medför i sin tur att durationsintervallet

för den nominella kronskulden med löptid upp till tolv år behöver justeras.

Regeringen har beslutat att löptiden ska mätas som duration (punkt 20 i nuvarande riktlinjer). Mot denna bakgrund analyseras effekterna av att slå ihop styrningen av långa obligationer med övrig löptidsstyrning för nominell kronskuld. Mer specifikt handlar det om att ersätta volymmålet på 70 miljarder kronor för långa obligationer med ett gemensamt durationsintervall för hela den nominella kronskulden.

De förändringar som föreslås gäller enbart styrningen. Riksgälden har i dagsläget inga planer på att ändra emissionsvolymerna i långa obligationer.

### 1.1. Bakgrund till nuvarande styrning

Den 30 mars 2009 lånade Riksgälden 38 miljarder kronor genom att ge ut en 30-årig nominell statsobligation (SGB 1053) via syndikering. Vid tidpunkten för emissionen pekade prognoserna på omfattande lånebehov för staten och Riksgälden befarade att de utestående stockarna i enskilda obligationer därför kunde bli för stora. Ett annat argument för att ge ut obligationen var att lånevillkoren ansågs goda i den miljö med låga räntor som följde under finanskrisen. Genom den nya långfristiga upplåningen skulle kostnaden för statsskulden sänkas genom att Riksgälden låste in räntor som i ett långsiktigt perspektiv framstod som låga. Detta var ett avsteg från den tidigare strategin att låna på förhållandevis kort löptid för att sänka kostnaderna för statsskulden.

En positiv bieffekt som fördes fram vid tidpunkten för emissionen var att upplåningen även tillgodosåg behovet hos försäkringsbolag och andra förvaltare att förlänga löptiden och därigenom förbättra matchningen mellan tillgångar



och skulder i sina portföljer. Ytterligare ett motiv för att ge ut en längre obligation var att det ansågs bidra till att minska refinansieringsrisken i statsskuldsvärdet eftersom upplåningen spreds på fler löptider.

I samband med emissionen av den 30-åriga statsobligationen upphävdes det då fastlagda rikt-värdet för den nominella kronskuldens löptid. I riktlinjeförslaget för 2010 föreslog Riksgälden en uppdelning av löptidsstyrningen. Nominell kron-skuld med löptid upp till tolv år skulle styras mot ett löptidsriktmärke på tre år. Resterande del – vid tidpunkten enbart den nyligen introducerade 30-åriga obligationen – skulle inte följas upp gent-emot löptidsriktmärket utan istället förses med ett volymtak på 60 miljarder kronor. På så sätt skapades utrymme för att fortsätta emittera i den nya obligationen utan att volymen blev alltför stor.

I riktlinjebeslutet för 2011 höjdes taket, på regeringens initiativ, från 60 till 65 miljarder kronor.

Året därpå ersatte regeringen takvärdet på 65 miljarder kronor med ett riktvärde på 60 miljarder kronor. I praktiken innebar det en tydlig markering från regeringen att den utestående volymen av långa obligationer skulle öka. Regeringens motiv var att minska refinansieringsriskerna genom att sprida förfallen över en längre tidsperiod. Samma år uppdrog regeringen åt Riksgälden att se över hur riktlinjerna i större utstäckning skulle kunna beakta refinansieringsrisker i förvaltningen, se vidare under avsnitt 1.2. Mot bakgrund av de ändrade riktlinjerna beslutade Riksgälden att introducera en 20-årig statsobligation (SGB 1056) via ett syndikerat byte.

I riktlinjebeslutet för 2013 höjde regeringen, på eget initiativ, riktvärdet för de långa obligationerna med ytterligare tio miljarder kronor till 70 miljarder kronor. Riktvärdet har därefter legat kvar på denna nivå. I efterhand har regeringen, på Riksgäldens inrådan, klargjort att målnivån ska vara långsiktig.

## 1.2. Långa obligationer och refinansieringsrisk

I riktlinjeförslaget för 2013 diskuterade Riksgälden utförligt hur refinansieringsrisker uppkommer och hur de kan styras. Riksgälden konstaterade att refinansieringsrisker handlar om följderna av koncentrerade förfall de närmast kommande åren och att det inte är någon nämn-värd skillnad mellan en tioårig och en 30-årig

obligation vad gäller refinansieringsrisk. Båda förfallen ligger bortom den tidshorisont som man normalt har anledning att beakta vid analys av refinansieringsrisker.

Riksgälden ansåg att refinansieringsrisk istället bör hanteras genom att säkerställa en jämn förfalloprofil för obligationerna så att endast en liten del av obligationsstocken måste refinansieras varje år. Dessutom bör små volymer regelbundet emitteras i auktioner så att refinansieringen sprids ut över lång tid. En stor del av de förfallande obligationerna ersätts på så sätt i förväg.

Riksgäldens slutsats var att det vore olämpligt att införa någon form av kvantitativ styrning av refinansieringsrisker i riktlinjerna eftersom det riskerar att medföra onödiga operativa begränsningar som i förlängningen leder till högre kostnader.

Regeringen delade Riksgäldens syn att det vore olämpligt att begränsa refinansieringsriskerna med kvantitativa styrmått i riktlinjerna. Ett sådant mått skulle tvinga Riksgälden att låna på långa löptider när lånebehovet tillfälligt ökar för att sedan köpa tillbaka dem för att uppnå den föreskrivna förfalloprofilen när lånebehovet minskar.

Regeringen underbyggde resonemanget genom att hänvisa till erfarenheterna från perioden 1999–2003. Under denna period tillämpades en restriktion för förfalloprofilen som innebar att maximalt 25 procent av statsskulden fick förfalla inom de närmaste tolv månaderna. Denna riktlinje togs bort 2004 då det konstaterats att en preciserad restriktion av de korta löptiderna inte var ett lämpligt sätt att begränsa refinansierings-risken.

Icke desto mindre ansåg regeringen att det borde tydliggöras att Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker. I riktlinjebeslutet för 2013 infördes därför en ny punkt i riktlinjerna (nuvarande punkt 24) med lydelsen "Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden." Riksgälden uppmanades dessutom att i det årliga underlaget för utvärderingen av statsskuldens förvaltning rapportera på vilket sätt man levt upp till kravet att ta hänsyn till refinansieringsrisker.

Riksgälden har sedan 2013 rapporterat olika mått på refinansieringsrisker och redogjort för hur man

hanterat riskerna. Regeringen har sedan dess inte funnit anledning att kommentera refinansieringsriskerna vidare.

### 1.3. Lång upplåning i ett bredare perspektiv

I olika sammanhang har det förts fram att lång upplåning kan ha positiva effekter på samhälls-ekonomi som ligger utanför Riksgäldens nuvarande uppdrag att långsiktigt minimera kostnaden för statskulden utan att risken blir för stor. Det kan exempelvis handla om att möjliggöra bättre löptidsmatchning mellan tillgångar och skulder hos pensionsinstitut och livförsäkringsbolag eller att svenska statens långa obligationer fungerar som benchmark för annan lång upplåning.

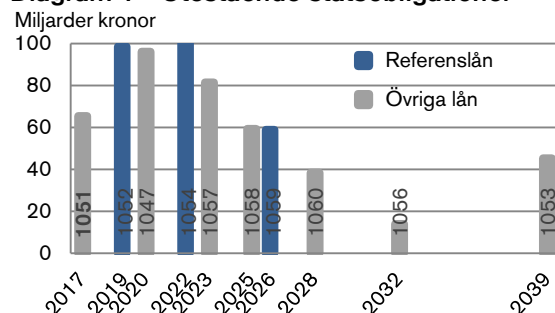
Riksgälden bedömer att det inte finns möjlighet att ta sådan hänsyn när myndigheten fattar beslut om finansieringen. Budgetlagen föreskriver att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. I den mån andra hänsyn ska tas torde det därför krävas ett ställningstagande från regering och riksdag.

### 1.4. Ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden

Ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden omfattar alla låneinstrument i kronor (undantaget realobligationer) och alla derivat i kronor som Riksgälden har utestående.

Den totala utestående stocken av nominella statsobligationer uppgick till 659 miljarder kronor per den sista juni 2017. Volymerna i respektive obligation framgår av diagram 1.

Diagram 1 Utestående statsobligationer



Av den totala stocken på 659 miljarder kronor utgörs omkring nio procent eller drygt 59 miljarder kronor av nominella statsobligationer med löptid över tolv år. De långa obligationerna är SGB 1053 med återstående löptid på 22 år samt

SGB 1056 med återstående löptid på 15 år. Sammantaget är durationen för dessa obligationer knappt 16 år.

Löptiden på de utestående obligationerna är en viktig faktor för den nominella kronskuldens duration. Durationen påverkas även av volymerna i statsskuldväxlar, instrument i likviditetsförvaltningen samt Riksgäldens derivatportfölj. Den utestående stocken av statsskuldväxlar var 77,5 miljarder kronor per den sista juni.

Historiskt har Riksgälden använt ränteswappar i relativt stor omfattning för att förkorta durationen. Detta kan illustreras med den utestående volymen av ränteswappar i kronor som uppgick till omkring 122 miljarder kronor i slutet av juni 2017. Mot bakgrund av de senaste årens beslut om att successivt öka löptiden i statsskulden har Riksgälden dock dragit ner volymerna i nya ränteswappar till ett minimum.

### 1.5. Förutsättningar för beräkning av ett nytt löptidsintervall

Nedan presenteras beräkningar för den nominella kronskuldens duration när de långa obligationerna inkluderas i löptidsriktmärket. Syftet är att ta fram ett underlag för ett löptidsintervall som omfattar hela den nominella kronskulden. Beräkningarna omfattar perioden 2018-2021 och baseras på Riksgäldens senaste prognos för statens primära lånebehov. För åren 2019-2021 har Riksgälden ännu inte gjort någon prognos. För dessa år har det istället gjorts ett beräkningstekniskt antagande om att det primära lånebehovet kommer att ligga kvar på samma nivå som 2018.

I den nuvarande löptidsstyrningen mäts löptiden med Macaulay-duration. Detta mått påverkas av ränteförändringar. För att fånga upp hur känsligt måttet är för ränteförändringar används några olika räntescenarier i beräkningarna nedan. Bas-scenariot bygger på stoppräntor per den sista juni 2017. Därefter parallellskiftas räntekurvan med en procentenhet neråt samt en respektive två procentenheter uppåt.

I övrigt har beräkningarna gjorts så realistiska som möjligt. Nya tioåriga statsobligationer emitteras med cirka 18 månaders mellanrum och i samband med detta erbjuds byten från den föregående tioåriga statsobligationen. Emissioner i de långa obligationerna SGB 1053 och SGB 1056 har planerats in med två miljarder kronor årligen vilket är i nivå med den befintliga låneplanen. Volymerna

i ränteswappar uppgår till fem miljarder kronor per år i beräkningarna. Även det är samma nivå som i den gällande låneplanen.

Det finns ytterligare en faktor som kortsiktigt kan påverka durationen men som inte beaktas i beräkningarna. Det gäller oväntade över- eller underskott i det primära lånebehovet. Under sådana omständigheter kan det med förhållandevis kort varsel uppstå stora placerings- eller upplåningsbehov i likviditetsförvaltningen som påverkar durationen för den nominella kronskulden.

### 1.6. Duration vid olika räntescenarier

Med det nya löptidsmålet beräknas durationen i genomsnitt bli 4,8 år 2018 givet dagens räntenivåer, se tabell 1. I takt med att den återstående löptiden för stocken av långa obligationer blir kortare faller durationen ner mot 4,5 år 2021. En procentenhets högre eller lägre räntor adderar omkring  $\pm 0,4$  år till dessa siffror. Om räntorna ökar med två procentenheter från dagens nivåer faller durationen med 0,7 år till 4,1 år 2018.

**Tabell 1** Duration vid olika räntescenarier

|                                | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|--------------------------------|------|------|------|------|
| Gällande riktlinje             | 3,6  | 3,5  | 3,7  | 3,7  |
| Lägre räntor -1 procentenhet   | 5,2  | 5,1  | 5,1  | 5,0  |
| Basscenario                    | 4,8  | 4,7  | 4,7  | 4,5  |
| Högre räntor +1 procentenhet   | 4,4  | 4,3  | 4,4  | 4,2  |
| Högre räntor +2 procentenheter | 4,1  | 4,0  | 4,0  | 3,9  |

### 1.7. Duration vid olika emissionsstrategier i befintliga långa obligationer

Om riktvärdet för utestående långa obligationer slopas och ersätts med ett gemensamt löptidsmål för den nominella kronskulden behöver det klargöras vilken emissionsstrategi som ska tillämpas framöver i det längre segmentet. En strategi, som används i basscenario, är att hålla fast vid dagens emissionstakt på totalt två miljarder kronor årligen i SGB 1053 och SGB 1056. Volymen i dessa obligationer blir därmed 9 miljarder kronor högre vid slutet av 2021 jämfört med dagens nivåer, det vill säga totalt 68 miljarder kronor.

För att belysa känsligheten i löptiden har Riksgälden även räknat på två alternativa scenarier där det i det ena fallet inte emitteras något alls i de långa obligationerna och i det andra fallet emitteras fyra miljarder kronor årligen, det vill säga en dubbling mot basscenario.

Resultaten av dessa beräkningar framgår av tabell 2.

**Tabell 2** Duration vid olika emissionsstrategier

|   | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---|------|------|------|------|
| Lägre emissionsvolym i långa obligationer | 4,8  | 4,6  | 4,6  | 4,5  |
| Basscenario                               | 4,8  | 4,7  | 4,7  | 4,5  |
| Högre emissionsvolym i långa obligationer | 4,8  | 4,7  | 4,7  | 4,6  |

### 1.8. Överväganden

Riksgäldens beräkningar visar att durationen för den nominella kronskulden blir omkring 4,8 år 2018 givet dagens räntenivåer. I takt med att de långa obligationerna blir kortare faller durationen ner mot 4,5 år 2021. Så länge Riksgälden inte introducerar någon ny lång obligation bör ett lämpligt löptidsintervall i viss mån kunna ackommodera en sådan mekanisk minskning i durationen. Detta talar för att intervallet inte ska vara centrerat runt basscenario utan snarare ha tyngdpunkten längre ner, förslagsvis runt 4,6 år.

Det finns även en annan omständighet som talar för ett sådant val: Troligen är sannolikhetsfördelningen för den framtida ränteutvecklingen inte symmetrisk runt basscenario. Det torde vara större sannolikhet för högre räntor än för lägre och om räntorna stiger faller durationen i skulden.

Som tidigare nämnt påverkas durationsmålet av ränteförändringar. När de långa obligationerna inkluderas i durationsmålet kommer det att variera 10–20 procent mer jämfört med idag. Det kan därför vara lämpligt att bredda intervallet från 1 år till 1,2 år. Med en mittpunkt på 4,6 år innebär det att den nedre gränsen för löptidsintervallet blir 4 år och att den övre gränsen i intervallet blir 5,2 år. Avvägningen av ett lämpligt intervall har i första hand gjorts med fokus på de kommande två-tre åren och bygger på nuvarande emissionstakt i de långa obligationerna.

### 1.9. Slutsats

Riksgälden föreslår att volymmålet för nominell kronskuld med löptid över tolv år slopas. Istället införs ett gemensamt löptidsintervall för den nominella kronskulden. Allt annat lika innebär det att dagens löptidsintervall behöver höjas från nivån 2,9–3,9 år till 4,0–5,2 år. Det föreslagna intervallet är något bredare än dagens intervall vilket motiveras av att durationen kommer att

variera mer när de långa obligationerna inkluderas i löptidsmättet.

Riksgälden avser fortsätta ge ut obligationer med lång löptid. För att understryka detta föreslås att punkt 24 i riktlinjerna får tillägget (kursiv text) "Riksgälden ska beakta refinansieringsriskerna i förvaltningen av statsskulden, *bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall*".

Ovanpå den tekniska höjning som följer av att de långa obligationerna inkluderas i löptidsstyrningen tillkommer även den ytterligare höjning på 0,3 år som Riksgälden föreslår mot bakgrund av fortsatt låga löptidspremier, se vidare under avsnitt 2.

## 2. Förlängd löptid på statsskulden

Riksgälden har inför riktlinjeförslaget för 2018 åter analyserat hur statsskuldens löptid påverkar dess kostnad. Analysen bekräftar de slutsatser som Riksgälden redovisade i riktlinjeförslaget för 2017.

Riksgälden anser att kostnadsfördelen av att låna kortfristigt för närvarande är mindre än tidigare och föreslår att statsskuldens löptid förlängs även under 2018.

### 2.1. Bakgrund

Det överordnade målet för statens skuldförvaltning är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Skuldens kostnad och risk beror på hur den är sammansatt och det är Riksgäldens uppgift att föreslå lämpliga andelar och löptider för de skuldslag som ingår i statsskulden.

Riksgäldens analys bakom valet av löptid utgick under många år från att det fanns positiva löptidspremier. Att löptidspremier är positiva innebär att långa räntor vanligtvis är högre än korta, vilket historiskt har varit fallet. Tidigare har det således varit billigare att låna med kort löptid än med lång.

I riktlinjeförslagen för 2016 och 2017 visade Riksgälden att fördelen av att låna kortfristigt hade minskat. Riksgälden bedömde att avvägningen mellan den besparing och den högre risk som kortfristig upplåning innebär borde justeras och förordade att skuldens löptid skulle förlängas. Samtidigt betonades att förlängningen måste ske i små steg. För 2017 föreslogs att löptidsintervallet för den nominella kronskulden skulle höjas från 2,6–3,6 till 2,9–3,9 år. Regeringen beslutade enligt Riksgäldens förslag.

### 2.2. Avkastningskurvan och löptidspremier<sup>1</sup>

Avkastningskurvan beskriver räntornas löptidsstruktur. Kurvan kan se ut på många sätt och dess utseende varierar över tiden. Enligt förväntningshypotesen lutar kurvan uppåt när marknadsaktörerna förväntar sig stigande räntor och vice versa. Men kurvans utseende beror också på att investerare och låntagare kan ha olika löptidspreferenser.

Å ena sidan kräver investerare normalt högre avkastning för att binda sina pengar under lång tid eftersom osäkerheten om framtiden blir större ju längre fram man blickar. En historiskt viktig osäkerhetsfaktor har varit den framtida inflationen. Vissa låntagare är å andra sidan villiga att betala högre ränta för att säkra sin långfristiga finansiering. Om investerare i allmänhet är mer kortsiktiga än låntagare kan avkastningskurvan luta uppåt även om marknadsaktörerna tror på fallande räntor. Med andra ord kommer löptidspremier då att vara positiv.

Dagens marknadsräntor beror således både på förväntningar om framtida räntor och på löptidspremier. Men varken förväntningar eller premier är direkt observerbara och därför svåra att mäta. Den akademiska litteraturen om löptidspremier är omfattande och de räntemodeller som används för att mäta premier är numera avancerade. Trots det är det svårt att skatta storleken på löptidspremier med precision.

Riksgälden använder en räntemodell som utvecklats vid Federal Reserve Bank of New York.<sup>2</sup> Modellen estimeras med 1–10 åriga swappräntor från perioden 1995–2017.<sup>3</sup>

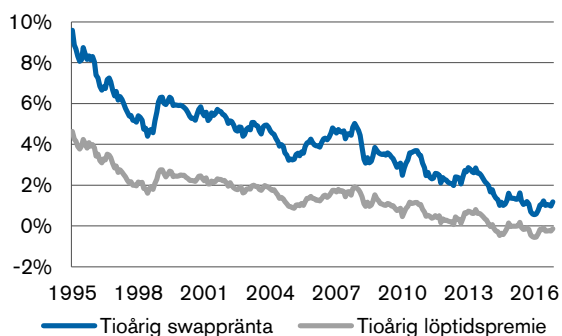
Diagram 2 visar den svenska tioåriga swappräntan och dess löptidspremie. Under 1990-talets senare hälft föll svenska räntor till följd av att inflationen blev lägre. I takt med att inflationsmålet vann trovärdighet minskade även osäkerheten om den framtida inflationen, vilket i sin tur bidrog till att löptidspremier föll.

<sup>1</sup> Se Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016–2019 för en mer utförlig diskussion om avkastningskurvan och löptidspremier.

<sup>2</sup> Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110–138.

<sup>3</sup> Modellen har vid tidigare analyser även estimerats med statspappersräntor med kvalitativt oförändrat resultat. De tidsserier för statspappersräntor som Riksgälden har tillgång till är dock kortare än motsvarande serier för swappräntor.

**Diagram 2 Svensk tioårig swappränta och löptidspremie**



Under senare år har Riksbankens expansiva penningpolitik, som bland annat innefattat köp av statsobligationer, sannolikt också bidragit till att löptidspremierna fallit. Även nya regleringar kan ha spelat en roll. Försäkringsbolag måste i högre grad än tidigare matcha sina långa åtaganden genom att investera i tillgångar med lång löptid, vilket kan ha minskat löptidspremierna.

Löptidspremierna har troligtvis också påverkats av att vissa låntagare förändrat sitt beteende. För tjugo år sedan var bostadslån med rörlig ränta ovanliga medan de i början av 2017 svarar för drygt 70 procent av bolånestocken.<sup>4</sup> När låntagarna efterfrågar mer kortfristiga lån är det naturligt att löptidspremierna blir lägre. Framtida krav på bankernas långfristiga finansiering kan komma att öka löptidspremien framöver.

### 2.3. Slutsats

Löptidspremier har fallit över tiden och förefaller nu vara nära noll. Även om det inte kan uteslutas att premierna stiger under kommande år bedömer Riksgälden att skälen för att låna kortfristigt har försvagats och att statsskuldens löptid bör förlängas.

Riksgälden föreslår att löptiden på den nominella kronskulden förlängs med 0,3 år. En alltför kraftig förlängning av löptiden skulle kunna medföra att utbuds- och efterfrågebalansen på marknaden rubbades på ett sätt som får långa räntor att stiga.

För den reala kronskulden föreslår Riksgälden inga ändringar av skuldens löptid. Här är det heller inte möjligt att styra löptiden med hjälp av ränteswappar utan löptiden bestäms uteslutande av de reala obligationer som Riksgälden emitterar.

<sup>4</sup>SCB, "SCB-indikatorer nummer 4 2017", 3 maj 2017, pp 13

Inte heller för valutaskulden föreslås någon förlängning av löptiden. Regeringen har beslutat att valutaexponeringen ska minska och Riksgälden drar därför successivt ner på exponeringen. Att då förlänga skuldens löptid är inte ändamålsenligt eftersom det skulle försvåra, eller till och med fördröja, minskningen av statsskuldens valutaexponering.

Givet att ett gemensamt löptidsmått introduceras för den nominella kronskulden i enlighet med föregående avsnitt föreslås riktlinjerna för 2018 (punkterna 15, 17 och 18) få följande lydelse:

- Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år.
- Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.
- Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.

### 3. Förtydligande formulering om det överordnade kostnads måttet

Under hösten 2016 utredde Riksgälden frågan om utvärderingen av det övergripande målet för statsskultsförvaltningen kunde underlättas. Bakgrunden var ett regeringsuppdrag som byggde på resultat och iakttagelser från regeringens skrivelse *Utvärdering av statens upplåning och skultförvaltning 2011-2015* (skr. 2015/16:104). Riksgälden avrapporterade uppdraget i december 2016.<sup>5</sup>

#### 3.1. Nytt kostnads mått i underlaget för utvärderingen

I korthet föreslog Riksgälden att måtten periodiserad kostnad och genomsnittlig emissionsränta i underlaget för utvärderingen av statsskuldens förvaltning skulle ersättas av ett nytt kostnads mått som utgår från värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Det nya måttet bygger på att skulden värderas till det lånade beloppet på emissionsdagen och att värdet därefter löpande omvärderas med emissionsräntan, inflationen och valutakursen fram till förfall.

Denna metod, som ibland även kallas effektivräntemetoden, tillämpar Riksgälden i den finansiella redovisningen av statsskultsförvaltningen. Metoden följer internationell

<sup>5</sup> Se Riksgäldens rapport "Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas" (dnr 2016/1345).

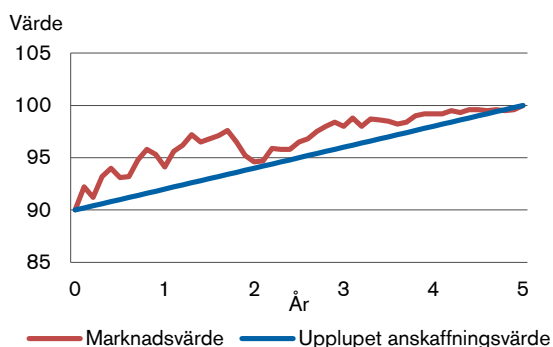
standard för redovisning av finansiella skulder som hålls till förfall och är vanlig bland aktörer som har lång placeringshorisont.<sup>6</sup>

Värdering till upplupet anskaffningsvärde innebär således att ett låneinstrument redovisas till likvidbeloppet (exklusive upplupen ränta) vid emissionstillfället och därefter löpande omvärderas med emissionsräntan, se diagram 3. När tiden till förfall minskar stiger det upplupna anskaffningsvärdet om obligationen emitterades till underkurs (som i diagram 3) och minskar om den emitterades till överkurs. När instrumentet slutligen förfaller är det upplupna anskaffningsvärdet lika med det nominella beloppet (dvs. 100 i det aktuella exemplet).

Kostnaden för en given tidsperiod utgörs av förändringen av det upplupna anskaffningsvärdet (inklusive inflations- och valutavärdering) plus upplupna räntor under perioden.

Marknadsvärdet förändringar som beror på ändrade marknadsräntor får således inget genomslag på kostnaden med den föreslagna metoden. Däremot påverkas kostnaden omedelbart av marknadsvärdet förändringar som beror på ändrade valutakurser och upplupen inflation eftersom det upplupna anskaffningsvärdet omvärderas löpande med dessa variabler.

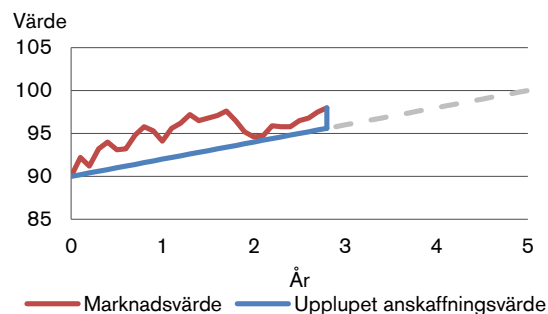
**Diagram 3 Marknadsvärde och upplupet anskaffningsvärde för en nominell obligation**



I de fall obligationer köps tillbaka har Riksgälden föreslagit att mellanskillnaden mellan marknadsvärdet och det upplupna anskaffningsvärdet ska kostnadsföras direkt i samband med köpet. Denna effekt illustreras i diagram 4 av den vertikala blåa linjen vid tidpunkten för återköpet år 2.

<sup>6</sup> Metoden föreskrivs bland annat i IFRS/US-GAAP.

**Diagram 4 Effekten av återköp med omedelbar kostnadsföring**



### 3.2. Nuvarande kostnadsmått i riktlinjerna

I riktlinjesammanhang har det gängse synsättet varit att orealiserade marknadsvärdet förändringar inte ska ses som en kostnad. Kostnaden för statskulden ska i stället bestämmas utifrån den ränta som rådde vid emissionstillfället plus utfallet för inflation och valutakursförändringar.<sup>7</sup> Motivet är att statsskuld förvaltningen ska ses ur ett långsiktigt perspektiv och att Riksgälden har som strategi att inte aktivt handla med sina obligationer utan i regel håller dem till förfall.

I riktlinjerna har ovanstående synsätt hittills omsatts i ett kostnadsmått som benämns den genomsnittliga emissionsräntan. Detta mått ska inte förväxlas med måttet genomsnittlig emissionsränta (GER) som Riksgälden har redovisat i underlaget för utvärderingen av statsskuld förvaltningen. Det sistnämnda måttet mäter endast räntekomponenten i totalkostnaden och då i form av en ögonblicksbild.

Det faktum att utvärderingsmåttet genomsnittlig emissionsränta och riktlinjemåttet genomsnittlig emissionsränta inte har samma innebörd skapar en onödig otydlighet. Detta skulle kunna avhjälpas med en mer precis skrivning om vilket kostnadsmått som tillämpas i riktlinjerna.

### 3.3. Slutsats

Namnsättningen av de båda kostnadsmåten som historiskt använts i riktlinje- respektive utvärderingssammanhang har gett upphov till en begreppsförvirring som är olycklig.

För att öka tydligheten och stärka kopplingen mellan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning och utvärderingen av förvaltningen föreslår Riksgälden

<sup>7</sup> Synsättet är helt analogt med det kostnadsmått som föreslagits i utvärderingen.

därför att det ska klargöras att de nya kostnads- och riskmått som föreslagits i utvärderingen även ska gälla i riktlinjerna. Det innebär att den nuvarande skrivningen om att det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan och att det överordnade riskmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken (punkterna 22 och 23) ersätts av en ny formulering i riktlinjerna som tydliggör kopplingen till utvärderingen. Den nya formuleringen föreslås få följande lydelse:

- Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
- Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.



Besöksadress: Jakobsbergsgatan 13 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00  
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se