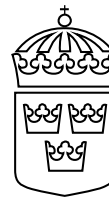


Regeringens skrivelse

2023/24:104



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023

Skr.
2023/24:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 18 april 2024

Tobias Billström

Erik Slottner
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2019–2023. Utgångspunkten för utvärderingen är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldpolitiken:

- 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 penningpolitiken ställer.

Utvärderingen avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldpolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder. Skrivelsen ska överlämnas till riksdagen senast den 25 april vartannat år.

När det gäller den nu aktuella utvärderingsperioden kan följande noteras.

- Den okonsoliderade statsskulden minskade under utvärderingsperioden från 22 procent till 16 procent av BNP.
- Lånebehovet minskade totalt sett under utvärderingsperioden, men ökade dock under ett specifikt år, 2020. Kostnaden för statsskulden har under utvärderingsperioden stigit från historiskt låga nivåer, med en kraftig ökning under 2022 som främst berodde på den höga inflationen och en svagare krona, till att åter sjunka något under 2023.
- Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning har antagit en mer övergripande styrning och blivit mer ändamålsenliga. Inför 2023 beslutades det att valutaexponeringen ska avvecklas successivt för att anta riktvärdet noll från och med 2027.
- Riksgäldskontorets styrning avseende statsskuldens löptid och sammansättning har varit i enlighet med regeringens riktlinjer.

- Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuld-
vård bidrar till att uppnå det statsskuldspolitiska målet.

Sammantaget bedömer regeringen att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldspolitiken.

1	Mål, ramverk och process för statsskuldsförvaltningen	4
2	Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling	6
2.1	Statsskuld och statens lånebehov	6
2.2	Stigande räntor under utvärderingsperioden	10
2.3	Inflationstopp under utvärderingsperioden	12
2.4	Svag krona under utvärderingsperioden	13
3	Utveckling av riktlinjerna för statsskuldens förvaltning	14
3.1	Förändringar i regeringens riktlinjer	14
3.2	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	15
3.3	Statsskuldens löptid	17
4	Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna	18
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	18
4.2	Statsskuldens löptid	20
4.3	Marknads- och skuldvard	23
4.4	Positionstagande	27
4.5	Upplåning på privatmarknaden	28
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån	28
5	Utvärdering av statsskuldsförvaltningens mål	29
5.1	Statsskuldens kostnad	29
5.2	Risker i statsskuldsförvaltningen	34
5.3	Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden	40
6	Penningpolitik och statsskuldspolitik	41
Bilaga 1	Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023	43
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 18 april 2024	87

1 Mål, ramverk och process för statsskuldsförvaltningen

Sammanfattning: Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Riktlinjerna ska vara i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för regeringens riktlinjer och i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Regeringen utvärderar vartannat år förvaltningen av statsskulden i en skrivelse, som lämnas till riksdagen.

Målet för statsskuldspolitiken

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 § budgetlagen [2011:203]).

Upplåningens ändamål

Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § andra stycket regeringsformen). Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (3 § förordningen [2023:909]) med instruktion för Riksgäldskontoret). Enligt 5 kap. 1 § budgetlagen (2011:203) får Riksgäldskontoret, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget 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.

Riksdagen lämnar sitt bemyndigande för ett budgetår i sänder.

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I riktlinjerna och i myndighetens instruktion framgår att Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer för hur regeringens riktlinjer ska genomföras i praktiken. De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och publiceras i myndighetens rapport Finans- och riskpolicy. Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronskuld, valutafördelningen i valuta-

skulden samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgäldskontoret olika förvaltningsstrategier. I regeringens riktlinjer för statsskuldsvärvaltningen bestäms avvägningen mellan kostnad och risk, medan riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldsvärvaltningen bestäms i Riksgäldskontorets interna riktlinjer.

Processen för styrning och utvärdering

Statsskuldspolitiken har styrts och utvärderats enligt nuvarande process sedan 1998. Riksdagen har beslutat målet och regeringen fastställer i årliga riktlinjebeslut den övergripande inriktningen och avvägningen mellan kostnad och risk. Styrnings- och utvärderingsprocessen kan sammanfattas enligt nedan:

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen.
- Riktlinjeförslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.
- Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för upplåning och förvaltning enligt de riktlinjer som regeringen beslutat.
- Den 22 februari tar utvärderingsprocessen formellt sin början då Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärdering till regeringen.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen en utvärdering till riksdagen i form av en skrivelse, som avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder.
- Sedan 2008 kompletteras utvärderingsskrivelsen med en extern granskning av Ekonomistyrningsverket (ESV). Den externa granskningen innehåller, förutom en bedömning av måluppfyllelsen, i vissa fall även förslag till förändringar i styrningen. ESV presenterar sin granskning i rapporten *Utvärdering av statens upplåning och skuldsvärvaltning 2019–2023*, i det följande benämnd utvärderingsrapporten. Rapporten från ESV finns i bilaga 1.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskuldsvärntor m.m. anslag 1:1 *Räntor på statsskulden*. Den budgetpåverkande redovisningen är utgiftsmässig och baseras i princip på hur mycket ränta som betalas respektive år (kassamässigt). Upplåningstekniska faktorer gör att det ibland uppkommer variationer i betalningarna som inte kan hänföras till det enskilda årets skuld-, ränte- och valutakursförhållanden. Regeringen har därför på kort sikt begränsad möjlighet att påverka de kassamässiga ränteutgifterna. Bland annat av det skälet ligger utgiftsområde 26 Statsskuldsvärntor m.m. utanför utgiftstaket. Ett ytterligare skäl är att staten alltid ska kunna fullgöra sina betalningsåtaganden gentemot långivarna. I den kostnadsmässiga redovisningen av stats-

skulden, vilken påverkar statens finansiella sparande, justeras för de upplåningstekniska faktorerna.

Riksgäldskontoret ges rätt att överskrida anslag 1:1 *Räntor på statskulden* och anslag 1:3 *Riksgäldskontorets provisionskostnader* i samband med upplåning och skuldförvaltning i enlighet med ett särskilt bemyndigande i budgetlagen (3 kap. 9 §). Detta motiveras av att staten alltid ska kunna fullgöra sina åtaganden inom ramen för upplåningsverksamheten.

2 Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling

Sammanfattning: Under utvärderingsperioden minskade den okonsoliderade statsskulden både mätt i miljarder kronor och som andel av BNP. Lånebehovet har varierat kraftigt från år till år och var vid periodens slut negativt. Såväl korta som långa statsräntor var till en början stabila och låga, men ökade sedan snabbt under 2022 och 2023.

I början av utvärderingsperioden var inflationen stabil. Mot bakgrund av bl.a. stigande energipriser och pandemirelaterade utbudsstörningar påbörjades sedan en brant inflationsuppgång som toppade på 12,3 procent i slutet av 2022 och sedan sjönk i snabb takt.

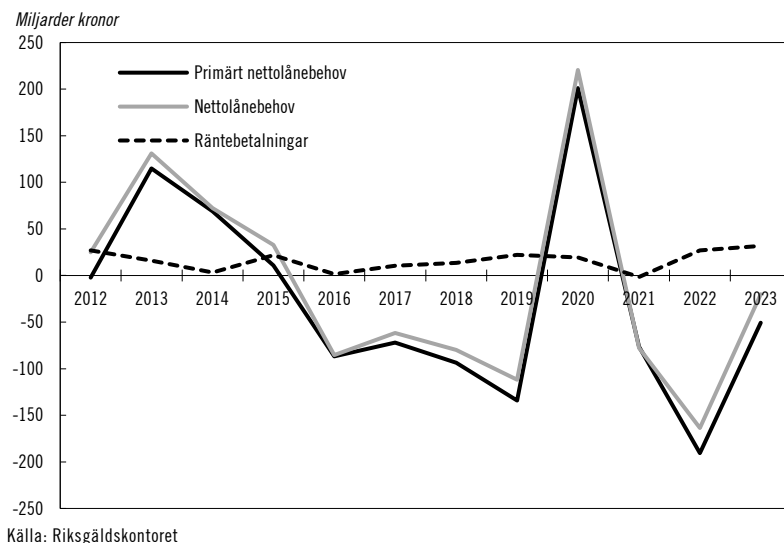
Den svenska kronan har varit svag under hela utvärderingsperioden, och försvagades kraftigt under 2022 och inledningsvis 2023, men utvecklades positivt gentemot euron och schweizerfrancen i slutet av 2023.

Den finanspolitiska och makroekonomiska utvecklingen har stor betydelse för statsskuld förvaltningen och utvecklingen av statsskuldens kostnader och risker. I detta avsnitt redovisas utvecklingen av statsskulden, statens lånebehov och de makroekonomiska faktorer som har störst direkt påverkan på statsskulden. Det är även dessa förutsättningar som ligger till grund för regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning och Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna.

2.1 Statsskuld och statens lånebehov

Statsskulden påverkas av den ekonomiska utvecklingen och av ekonomisk-politiska beslut. Även enstaka händelser kan påverka statsskuldens utveckling, t.ex. försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken. Statsskulden ökar när staten har högre utgifter än inkomster och när ett lånebehov då uppstår. Omvänt gäller att ett överskott i statens budget används för att amortera på statsskulden.

Figur 2.1 Statens lånebehov

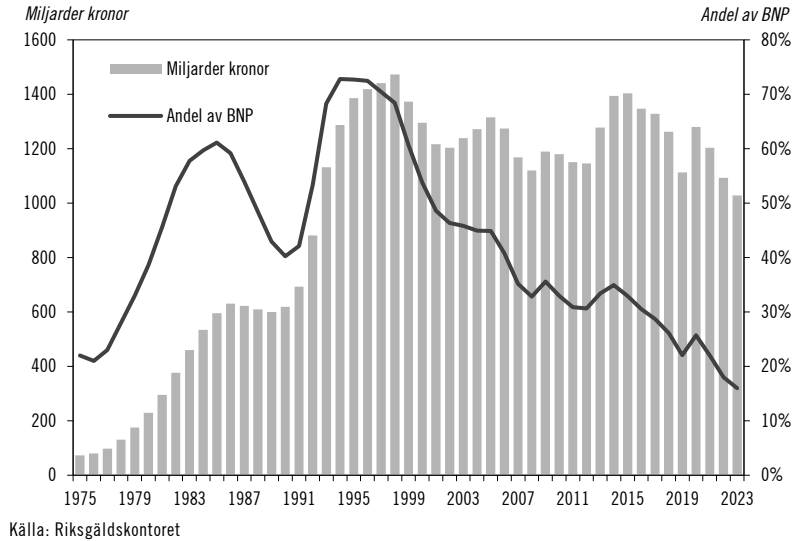


Statens nettolånebehov är detsamma som budgetsaldot med omvänt tecken. Det primära nettolånebehovet utgörs av budgetsaldot med omvänt tecken exklusive statsskuld räntor och Riksgäldskontorets nettoutlåning. En tillbakablick över det senaste decenniet i figur 2.1 visar att nettolånebehovet kan variera kraftigt mellan åren. I jämförelse med 2022 ökade nettolånebehovet 2023 med 145 miljarder kronor men antog fortsatt ett negativt värde. Minskningen av budgetöverskottet förklaras i huvudsak av minskat bidrag från Riksgäldskontorets nettoutlåning. Under 2022 stärktes budgetsaldot via nettoutlåningen av ett ovanligt högt inflöde av flaskhalsintäkter, till följd av stora prisskillnader mellan elområden. Året därpå minskade nettoutlåningens bidrag till budgetsaldot på grund av utbetalningar av elstöd till elkonsumenterna, finansierade av flaskhalsintäkter. År 2023 var det tredje året i rad med ett positivt budgetsaldo.

Räntebetalningarna har under det senaste decenniet varit låga till följd av en lägre statsskuld samt det långvariga låga ränteläget, som inneburit att när äldre obligationer med höga kupongräntor förfallit har de ersatts av obligationer med lägre kupongräntor. Att räntebetalningarna ökade med nästan 5 miljarder kronor mellan 2022 och 2023 förklaras framför allt av att det högre ränteläget innebar att Riksgäldskontoret emitterade obligationer till underkurs, i motsats till 2022 då emissionerna resulterade i överkurser. När Riksgäldskontoret emitterar obligationer med överkurs uppstår en ränteinkomst, och när emitteringen sker till underkurs uppstår en ränteutgift.

Figur 2.2 Statsskuldens utveckling

Okonsoliderad statsskuld

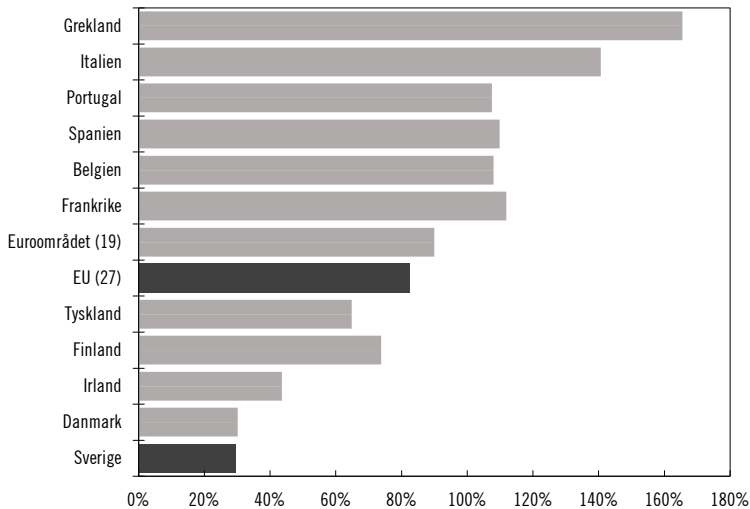


Av Figur 2.2 framgår att den okonsoliderade statsskulden som andel av BNP uppgick till 16 procent 2023, vilket historiskt sett är en mycket låg kvot (i nominella belopp motsvarar denna andel 1 028 miljarder kronor). I den okonsoliderade statsskulden ingår alla lån som Riksgäldskontoret tagit för statens räkning, till skillnad från den konsoliderade statsskulden där inomstatligt ägande räknas bort. En låg statsskuld medför bl.a. lägre kostnader och minskad risk för stora variationer i kostnaden för statsskuldens förvaltning, framför allt för att en ränteuppgång får mindre genomslag. Slutligen medför en lägre statsskuld som andel av BNP att det finns större marginal för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt.

Figur 2.3 Jämförelse av Maastrichtskulden mellan olika EU-länder

Skr. 2023/24:104

Tredje kvartalet 2023

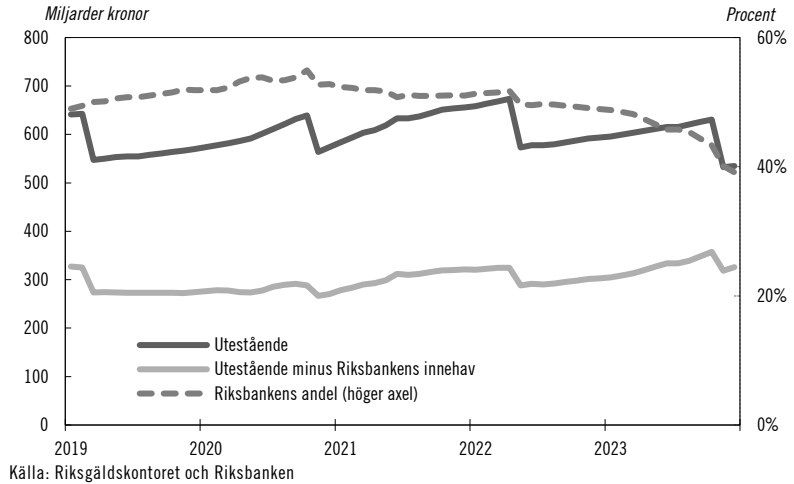


Källa: Eurostat

Vid jämförelse av den offentliga sektorns skuldsättning i olika EU-länder används den s.k. Maastrichtskulden. Detta mått ökar jämförbarhet länderna emellan då den innefattar hela den offentliga sektorns skuld. Av Figur 2.3 framgår att Sverige har en mycket låg offentlig skuld i jämförelse med andra medlemsstater i EU, vilket även varit fallet över en längre tidsperiod.

Riksbankens innehav av statspapper

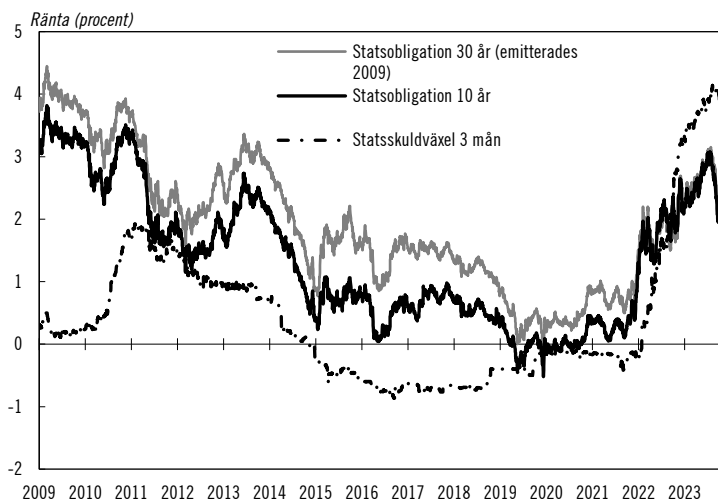
I figur 2.4 visas utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav. Vid utgången av 2023 var Riksbankens innehav av statspapper drygt 209 miljarder kronor, vilket motsvarar drygt 39 procent av den totala utestående volymen av statspapper på andrahandsmarknaden. Riksbanken påbörjade i april 2023 försäljningar av sitt innehav av statspapper, och dess andel av utestående statsobligationerna har minskat från som högst 55 procent 2020 till 39 procent i slutet av 2023 i nominella termer. Vid utgången av 2023 var Riksbanken dock fortsatt den enskilt största innehavaren av svenska statspapper. Riksbankens innehav av statspapper har haft en stor inverkan på avkastningskurvan på svenska statspapper (se Figur 2.6). Riksbankens statsobligationsköp inleddes i syfte att sänka avkastningskurvan och därmed påverka inflationen.

Figur 2.4 Utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav

2.2 Stigande räntor under utvärderingsperioden

Statens upplåning är kontinuerlig och sker både på kort och lång sikt. En större andel korta och rörliga lån medför att statsskulden blir känsligare för förändrade marknadsräntor. Majoriteten av statsskulden består dock av obligationer med längre löptider, vilket innebär att det till stor del är de historiska räntorna som påverkar kostnaderna för statsskulden.

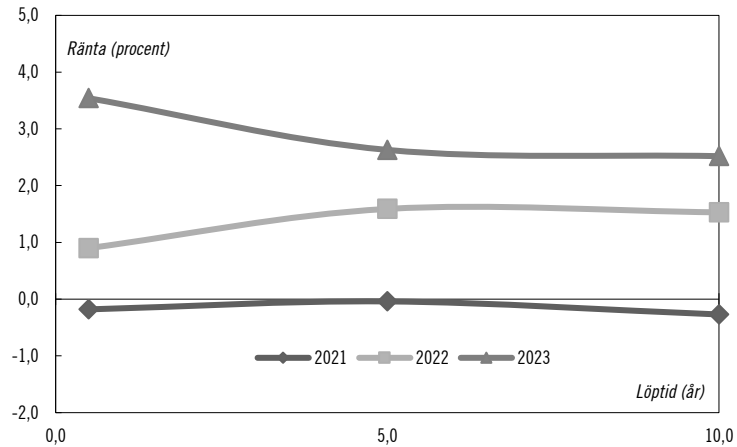
Av figur 2.5 framgår hur räntorna på andrahandsmarknaden för statsobligationer med tre olika löptider utvecklats sedan 2009. Räntorna har stigit kraftigt under de senaste åren efter en relativt stabil period med lägre räntor. Under hösten 2023 förväntade sig marknaderna kommande sänkningar av styrräntan, vilket ledde till en nedgång i marknadsräntorna.



Källa: Macrobond

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper (se figur 2.6). Denna illustrerar sambandet mellan räntor och löptider på statspapper. Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. För det mesta är räntan på längre löptider högre än räntan på kortare löptider, vilket speglar de större riskerna med att hålla obligationer under längre perioder. När avkastningskurvan har en positiv lutning kan upplåning göras på kortare löptider (statsskuldväxlar) till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Därmed ökar kostnadsbesparingen relativt sett med att låna på kortare löptider och tvärtom. Samtidigt får en ränteuppgång snabbare genomslag på räntekostnaderna när upplåningen har skett på korta löptider. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna.

Som en följd av den stigande inflationen har de i ett historiskt perspektiv låga statsobligationsräntorna stigit sedan årsskiftet 2021/2022. Det har skett i takt med Riksbankens beslut att strama åt penningpolitiken med snabba räntehöjningar och förväntningar om hur styrräntan kommer att utvecklas framöver. Detta har gett ett tydligt genomslag på räntor för samtliga löptider, i synnerhet för räntor med de kortaste löptiderna. Skillnaden mellan räntor med korta och långa löptider har därför minskat vilket resulterat i en relativt flack avkastningskurva. Under sommaren 2022 inverterade avkastningskurvan, dvs. statsobligationsräntor med korta löptider låg högre än statsobligationsräntor med långa löptider. Budskapet från en inverterad avkastningskurva är att under det att räntorna är höga för närvarande, kommer den ekonomiska tillväxten i framtiden att bli långsammare och inflationen lägre. Inverteringen av avkastningskurvan har i stort sett kvarstått sedan dess och under hela 2023 var räntan på tvååriga statsobligationer högre än den tioåriga statsobligationsräntan.

Figur 2.6 Avkastningskurva för svenska statspapper, årsgenomsnitt

Källa: Riksbanken

Anm. Diagrammet visar årsgenomsnitt för marknadsräntor beträffande utfall 2021–2023. Räntor avser 6 månaders statsskuldväxel, 5-årig statsobligation och 10-årig statsobligation. Årsgenomsnittet utgör ett medelvärde av alla dagliga stängningskurser fram till innevarande månad.

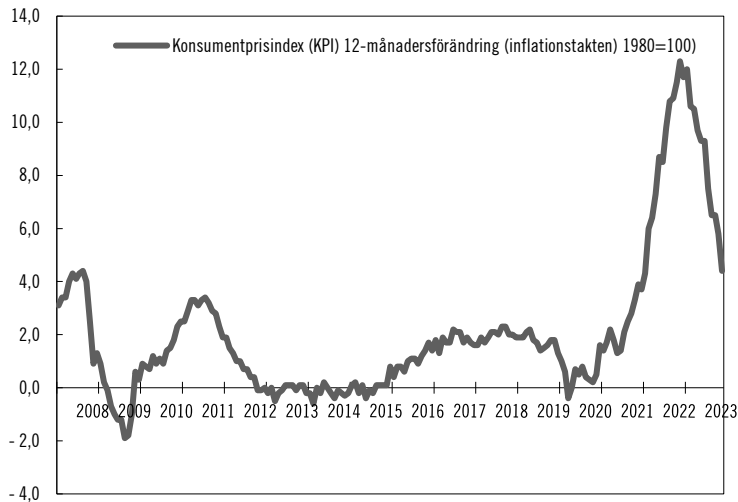
2.3 Inflationstopp under utvärderingsperioden

Sedan inflationsmålet infördes 1993 har svensk inflation varit låg och stabil, en trend som bröts under utvärderingsperioden. En låg och stabil inflation medför att osäkerheten om hur priserna kommer att utvecklas framöver minskar, vilket bidrar till att räntorna och därmed lånekostnaderna blir lägre än de annars skulle ha varit. En hög inflationstakt medför det motsatta. Det medför även att det nominella beloppet på statsskulden blir mindre i relation till den allmänna prisnivån i ekonomin, dvs. realvärdet på statsskulden minskar. Samtidigt innebär högre inflation oftast högre räntor, vilket medför ökade kostnader för statsskulden.

I figur 2.7 visas inflationstakten mätt som KPI för åren 2008 till 2023. Under 2022 ökade inflationstakten snabbt till följd av stigande energipriser och utbudsstörningar. Inflationen mätte som högst 12,3 procent i slutet av 2022. Inflationstakten har sedan dess minskat, bl.a. till följd av Riksbankens höjningar av styrräntan och hade i slutet av 2023 sjunkit till 4,4 procent.

Figur 2.7 Inflationstakten enligt KPI, 2008–2023

Skr. 2023/24:104

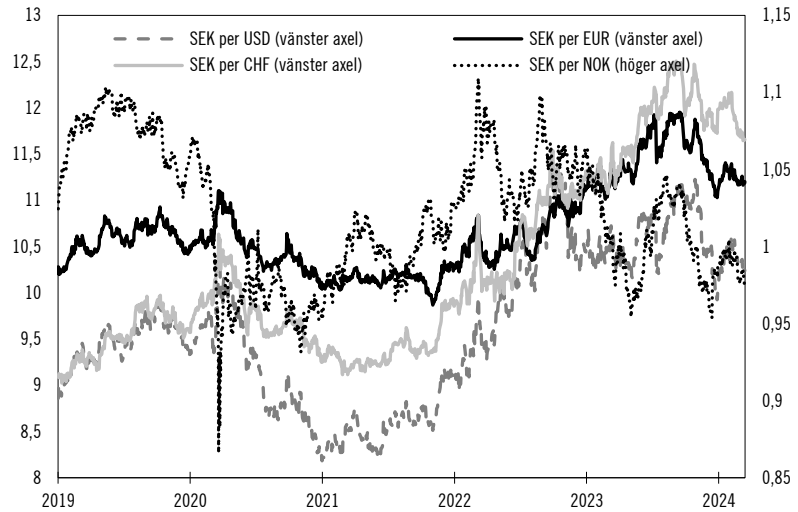


Källa: SCB

För realobligationer betalas innehavaren dels en fast realränta, dels en kompensation för den faktiska inflationen under löptiden. Den reala kronskulden påverkas alltså mer direkt av ökningarna i inflationen i jämförelse med nominella statsobligationer. Om utfallet för inflationen blir högre stiger därför kostnaden för realskulden.

2.4 Svag krona under utvärderingsperioden

Kronkursen påverkar statsskulden genom statsskuldens exponering i utländsk valuta. När kronan stärks sjunker det nominella värdet i kronor på utländska lån och vice versa. Kronkursens utveckling gentemot utländska valutor har därmed stor betydelse för valutaskuldens utveckling och kostnader förknippade med denna. Under utvärderingsperioden har den svenska kronan varit svag historiskt sett. Perioden har präglats av osäkerhet på de finansiella marknaderna vilket brukar leda till att kronan för en tid försvagas mot större och mer likvida valutor. I Figur 2.8 visas kronans valutakurs gentemot euron, den amerikanska dollarn, schweizerfrancen och den norska kronan under utvärderingsperioden. I slutet av 2021 värderades kronan till 9,04 mot den amerikanska dollarn, jämfört med 10,42 i slutet av 2022. I slutet av 2023 stärktes kronan något och värderades vid årets utgång till 10,05 mot den amerikanska dollarn. Kronkursen mot euron uppgick till cirka 12 kronor i mitten av 2023 men slutade på 11,10 jämfört med 11,12 ett år tidigare. Majoriteten av statens upplåning sker i svenska kronor och valutaskuldens storlek som andel av den totala statsskulden är därför liten (7,5 procent vid utgången av 2023).

Figur 2.8 Kronans valutakurs mot USD, EUR, CHF och NOK

Källa: Macrobond

3 Utveckling av riktlinjerna för statsskuldens förvaltning

Sammanfattning: År 2020 ändrades riktlinjerna för valutaexponeringen från att exponeringen skulle minska till att exponeringen skulle lämnas oförändrad. Detta ändrades sedan i riktlinjerna för 2023 till att valutaexponeringen ska avvecklas successivt för att anta riktvärdet noll från och med 2027. I riktlinjerna för 2023 upphörde även redovisningen av resultat för upplåning på privatmarknaden.

Andelen real kronaskuld har i regeringens riktlinjer under hela utvärderingsperioden styrts mot 20 procent på lång sikt.

Sedan 2020 gäller ett gemensamt löptidsintervall för alla skuldslag.

Som framgår av avsnitt 1 fattar regeringen årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I detta avsnitt redovisas en sammanställning av hur riktlinjerna har förändrats under utvärderingsperioden.

3.1 Förändringar i regeringens riktlinjer

För 2022 och 2023, som är de tillkommande åren sedan föregående utvärderingsperiod, skedde två förändringar när det gäller förvaltningen av statsskuldens exponering i utländsk valuta, från att valutaexponeringen ska vara oförändrad till att den ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med den 1 januari 2027. Avvecklingen ska utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Den faktiska

avvecklingstakten beslutas av Riksgäldskontoret. Den andra förändringen är att redovisningen av resultat för upplåning på privatmarknaden upphör. Denna riktlinje togs bort mot bakgrund av att den sista premieobligationen förföll 2021. Även denna förändring gjordes i riktlinjerna för 2023. I tabell 3.1 visas förändringarna i regeringens riktlinjer som skett under utvärderingsperioden.

Tabell 3.1 Förändringar i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019–2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Reala obligationer (andel i procent)	20	20	20	20	20
Valutaexponering (förändring mdkr)	minskning med högst - 30	oförändrad exponering ³	oförändrad exponering	oförändrad exponering	avvecklas successivt ⁴
Nominella obligationer	resterande andel	resterande andel	resterande andel	resterande andel	resterande andel
Kronskuld ¹	4,0–6,5				
Valutaskulden	0–1,0				
Statsskulden ²		3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0

¹ År 2019 infördes ett gemensamt styrintervall för både nominell och real kronskuld.

² År 2020 infördes ett gemensamt styrintervall för hela statsskulden

³ År 2020 förändrades styrningen av valutaskulden till att minskningen av statsskuldens valutaexponering ska upphöra i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska sammansättning.

⁴ År 2023 påbörjades avvecklingen av valutaexponeringen för att anta riktvärdet noll den 1 januari 2027.

3.2 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Styrning av valutaexponeringen

Inriktningen har sedan en tid tillbaka varit att minska valutaexponeringen i statsskulden. I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning för åren 2017–2019 angavs det att valutaexponeringen skulle minska med högst motsvarande 30 miljarder kronor per år. Exponeringen skulle beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas. Vid slutet av utvärderingsperioden bestod statsskuldens valutaexponering av euro och schweizerfranc.

År 2020 ändrades riktlinjerna för valutaexponeringen från att exponeringen skulle minska till att minskningen upphör i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. Bakgrunden till förändringen var att Riksgäldskontoret i förslag till riktlinjer för 2020 framförde att myndigheten beslutat att genomföra en ny analys av statsskuldens strategiska valutaexponering med anledning av de föregående årens snabba förändringar på de finansiella marknaderna.

I väntan på analysen avvaktade man med minskningen av valutaexponeringen.

Riksgäldskontorets slutliga analys presenterades i samband med förslagen till riktlinjer 2023–2026. Resultatet av analysen visade att valutaexponering inte ger någon systematisk besparing samtidigt som

risken i form av kostnadsvariation ökar. Riktvärdet bör alltså vara noll. Statsskuldens faktiska valutaexponering kommer dock att variera runt riktvärdet till följd av Riksgäldskontorets hantering av valutaflöden och valutarisker i den löpande verksamheten. Regeringen fastställde i riktlinjebeslutet för 2023 att statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas. Detta ska göras successivt från början av 2023 till och med slutet av 2026 för att anta riktvärdet noll från och med 2027. Det innebär en minskning med i genomsnitt 25 miljarder kronor per år. Avvecklingen ska utvärderas på årsbasis mot en jämn takt. Att utvärderingen görs mot en jämn minskningstakt är inte styrande för den faktiska avvecklingstakt som Riksgäldskontoret beslutar. Riksgäldskontoret beslutar med andra ord om den faktiska avvecklingstakten. Riksgäldskontorets bedömning är att detta tillvägagångssätt inte kommer att påverka kronkursen.

I sin utvärderingsrapport välkomnar ESV Riksgäldskontorets analys och slutsatsen att valutaexponeringen bör avvecklas. ESV bedömer även att den valda avvecklingsperioden på fyra år är en rimlig medelväg för att balansera kostnad och risk. Däremot konstateras det i rapporten att beslutet att pausa avvecklingen av valutaexponeringen under 2020–2022 har inneburit en merkostnad för statsskulden då kronan har försvagats under perioden. Detta har skett trots tidigare bedömningar att risken att pausa avvecklingen var begränsad. Riksgäldskontoret uppskattar kostnaden till cirka 6 miljarder kronor, men framhåller att den totala effekten går att fastställa först 2027 när valutaexponeringen är helt avvecklad. ESV anför i utvärderingsrapporten att Riksgäldskontoret inte kan ha förväntats förutse den försvagning av kronan som skedde under utvärderingsperioden. Merkostnaderna som uppstod illustrerar samtidigt den ökade risk som den pausade avvecklingen innebar.

Styrning av andelen real skuld

I regeringens riktlinjer har andelen real skuld under hela utvärderingsperioden styrts mot 20 procent på lång sikt.

Argumenten som talar för att emittera reala obligationer är att bidra till en breddad investerarbas samtidigt som det även finns ett åtagande gentemot nuvarande investerare. Samtidigt försvåras detta av den ansträngda likviditeten. ESV menar att Riksgäldskontoret bör fortsätta analysarbetet i frågan och redovisa slutsatser där det är tydligt vilka avvägningar som gjorts även kopplat till marknaden för de nominella obligationerna.

I sin utvärderingsrapport för 2023 anför ESV att den relevanta frågan vad gäller realobligationer är huruvida de ska ingå alls i sammansättningen snarare än vilken andel de ska utgöra. ESV menar att Riksgäldskontoret bör analysera huruvida upplåning i realobligationer är fortsatt rimlig på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument som tyder på det motsatta. Frågan utreds även internationellt, exempelvis slutade Tyskland att ge ut realobligationer under 2023. Realobligationerna uppvisar högre kostnader och större risk, mätt som kostnadsvariation, jämfört med nominella obligationer. I avsaknad av analys av andra relevanta aspekter och en samlad diskussion kring detta i Riksgäldskontorets underlag anför ESV att det är svårt att göra någon annan bedömning än att real-

obligationerna i nuläget inte bidrar till det långsiktiga målet för stats- Skr. 2023/24:104
skuldsförvaltningen.

Riksgäldskontoret genomförde under 2023 en enkätundersökning bland återförsäljare och svenska investerare. Resultaten stöder bilden att marknaden för realobligationer inte fungerar på ett tillfredsställande sätt. Detta påvisas av lägre efterfrågan i auktioner och minskad omsättning på andrahandsmarknaden. Likviditeten är, trots en mindre förbättring, fortsatt ansträngd givet marknadens ringa storlek. Detta påverkar i sin tur efterfrågan.

Regeringen instämmer i ESV:s bedömning att en analys av stats-
skuldens sammansättning och behov av förändringar bör göras löpande
inom Riksgäldskontorets verksamhet och redovisas till regeringen i under-
laget för utvärdering av skuldförvaltningen samt i Riksgäldskontorets
förslag till riktlinjer.

Privatmarknadsupplåning

Riksgäldskontoret beslutade att upphöra med privatmarknadsupplåning
2018 efter att ha pausat sedan 2016 då kostnadsfördelen bedömdes saknas.
I riktlinjerna för 2019 utgick således riktlinjen om att privatmarknads-
upplåning ska vara en del i finansieringen av statsskulden. I och med att
den sista premieobligationen förföll 2021 beslutade regeringen i rikt-
linjerna för 2023 att redovisningen av kostnadsbesparingen för upp-
låningen på privatmarknaden kunde upphöra.

3.3 Statsskuldens löptid

Under utvärderingsperioden har riktlinjerna för statsskuldens förvaltning
avseende löptiden fått en mer övergripande styrning. I riktlinjerna för 2019
slogs löptiden för den reala och den nominella skulden ihop, vilket delvis
hade sin bakgrund i att strategin gällande löptid hade förändrats till att vara
densamma för både reala och nominella obligationer. Det gemensamma
löptidsintervallet skrevs då till 4–6,5 år. Året därpå togs ytterligare ett steg
då regeringen beslutade om ett gemensamt löptidsintervall för hela
statsskulden, som ersatte uppdelningen i kronskuld (4–6,5 år) och valuta-
skuld (0–1 år). Som en konsekvens av detta ändrades statsskuldens löptid
till 3,5–6 år. Syftet med förändringarna var att renodla styrningen och
tydliggöra den övergripande risknivån. Ett gemensamt löptidsmål för
statsskulden ger en bättre överblick över risken i skulden, genom att
regeringen tydliggör risknivån för hela skulden jämfört med tidigare
separata löptider för skuldinstrument som utgör olika stora andelar av
skulden.

Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på
regeringens riktlinjer. Besluten ska bl.a. avse utnyttjandet av positions-
mandatet, valutafördelningen i valutaskulden och principer för marknads-
och skuldvard. För att främja transparensen mot marknadens aktörer
fastställer Riksgäldskontoret separata riktvärden för respektive skuldslag.

4 Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna

Som en del i regeringens utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning ingår att utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av de av regeringen årligen beslutade riktlinjerna. I detta avsnitt redovisas utvärderingen i den delen.

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens bedömning: Den reala kronskulden ska enligt regeringens riktlinjer långsiktigt vara 20 procent av den totala skulden. Under utvärderingsperioden har den reala kronskulden oftast legat över 20 procent. Mot bakgrund av de svårigheter som finns med att kortsiktigt styra den reala kronskulden samt den osäkerhet som gäller lånebehov och statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden, bedöms Riksgäldskontorets tillämpning ha varit förenlig med regeringens riktlinjer.

För 2019 var regeringens riktlinjer att statsskuldens exponering i utländsk valuta skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år. I riktlinjerna för 2020 beslutade dock regeringen att valutaexponeringen skulle vara oförändrad, och i riktlinjerna för 2023 beslutades att valutaexponeringen ska avvecklas successivt till och med 2026. Riksgäldskontoret har styrt valutaexponeringen i enlighet med regeringens riktlinjer.

Skälen för regeringens bedömning

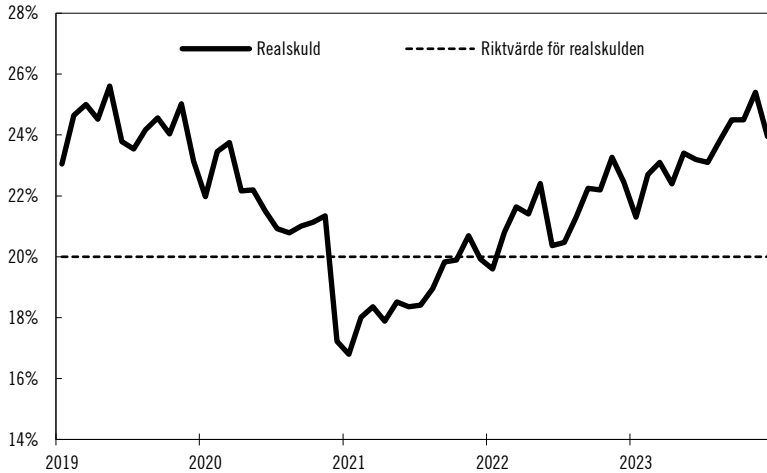
Real kronskuld

Enligt regeringens riktlinjer ska den reala kronskulden på lång sikt vara 20 procent av den totala skulden. Andelen real kronskuld beror dels på den sammanlagda statsskuldens utveckling, dels på inflationstakten. Båda dessa variabler är som svåra att förutse. Därtill är marknaden för realobligationer relativt liten vilket leder till en sämre likviditet jämfört med för nominella statsobligationer. Det saknas även en utvecklad marknad för derivat kopplade till realobligationer. Sammantaget medför detta att en alltför stor emission av realobligationer riskerar driva upp realobligationsräntorna på kort sikt och skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. Omvänt skulle en kraftig minskning, via återköp, riskera att medföra merkostnader. De ovannämnda svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen real kronskuld på kort sikt motiverar att målandelen på 20 procent är långsiktig.

Som framgår av Figur 4.1 har andelen real kronskuld legat över riktvärdet för perioden 2019–2023 förutom under 2021. Realskuldens avvikelse från dess riktvärde har under utvärderingsperioden varit cirka fem procentenheter som mest, och dess andel av statsskulden har i genomsnitt varit 23,2 procent. I slutet av 2020 förföll en realobligation vilket orsakade den kraftiga nedjusteringen av realskuldens andel som

illustreras i Figur 4.1. Ökningen sedan 2021 kan härledas till den relativt snabba minskningen av statsskulden och att realskuldens andel inte kan anpassas lika snabbt till rådande omständigheter som andra skuldslag. Riksgäldskontoret räknar med att andelen kommer att vara högre än riktvärdet fram till 2025 då nästa realobligationsförfall sker.

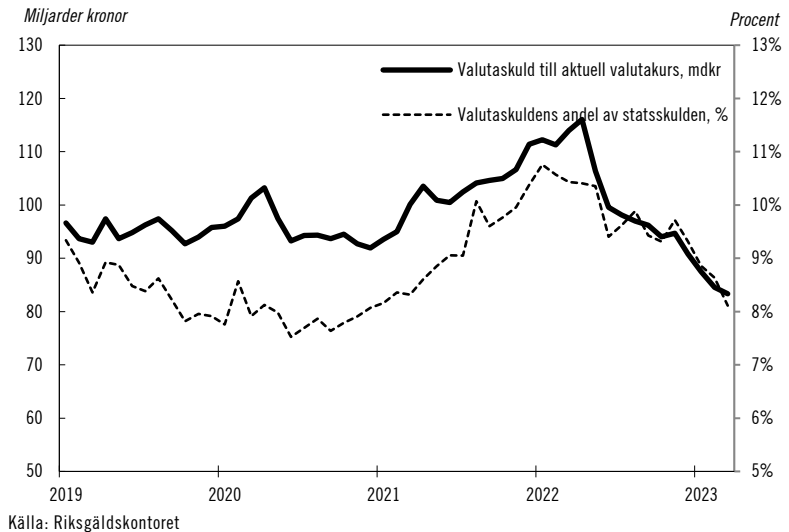
Figur 4.1 Andelen realskuld och dess långsiktiga riktmärke



Källa: Riksgäldskontoret

Valutaexponering

Valutaexponeringen fluktuerade marginellt under perioden 2020–2023 då den sedan 2017 pågående avvecklingen av valutaskulden pausades i väntan på Riksgäldskontorets analys. De rörelser i valutaexponeringen som skedde orsakades i hög grad av kronans förstärkning under 2020 och den efterföljande försvagningen 2021–2023. Som högst uppgick valutaskulden till 116 miljarder kronor (räknat i aktuella valutakurser) i början av 2023, vilket motsvarar ungefär 10,4 procent av den totala statsskulden (se Figur 4.2). Vid utvärderingsperiodens utgång bestod statsskuldens valutaexponering av euro och schweizerfranc. Valutaskulden började sedan minska under 2023 i enlighet med riktlinjen att avveckla statsskuldens exponering i utländsk valuta successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027.

Figur 4.2 Valutaexponering och dess andel av statsskulden

Ingen ny statlig grön obligation har emitterats

Sammanlagt emitterade Riksgäldskontoret statliga gröna obligationer för 20 miljarder kronor under utvärderingsperioden. Gröna obligationer utgör ett komplement till de nominella statsobligationerna i svenska kronor och de medel som lånas upp kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt. Valet av utgifter görs utifrån Sveriges miljö- och klimatmål.

De gröna obligationerna omfattas av riktlinjerna för nominella obligationer. För att Riksgäldskontoret ska ha möjlighet att planera för och emittera ytterligare gröna obligationer inom ramen för statsskuld- förvaltningen behövs regeringens beslut om vilka gröna utgifter som ska anses berättigade i statsbudgeten.

4.2 Statsskuldens löptid

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets styrning av löptiden i statsskulden har följt regeringens riktlinjer.

Styrningen av löptiden har under utvärderingsperioden utvecklats mot ett övergripande löptidsmål för hela statsskulden. Löptiden för hela statsskulden har varit inom regeringens styrintervall för respektive år. Individuellt har den nominella och den reala skulden tillfälligtvis överskridit den övre gränsen. Statsskuldens löptid har minskat från 5,3 år i december 2021 till 4,6 år i december 2023.

Skälen för regeringens bedömning

Valet av löptid har stor betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuld- förvaltningen. En kortare löptid medför i regel lägre räntekostnader samtidigt som risken ökar eftersom en större del av skulden då

omsätts varje år (till på förhand okända villkor). Under de senaste åren har det inte funnits lika starka kostnadsfördelar som tidigare med att välja en kortare löptid, på grund av att lutningen på avkastningskurvan har varit relativt flack i flera år (se avsnitt 2.2).

Sedan 2015 mäts löptiden i duration¹. Den grundläggande löptidsstyrningen innebär att upplåningen i real och nominell kronskuld görs på längre löptider. Strategin bidrar till att upprätthålla en likvid marknad för svenska reala och nominella obligationer.

Löptiden

I riktlinjerna för 2019 slogs löptiden för den reala och den nominella skulden ihop till ett styrintervall för hela kronskulden om 4,0–6,5 år.

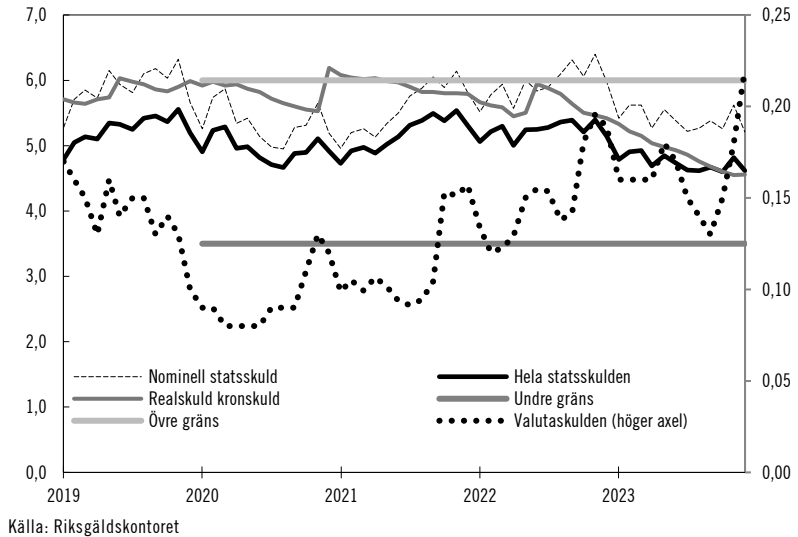
Ett gemensamt löptidsmål för hela statsskulden i riktlinjerna för 2020 ersatte den tidigare styrningen som var uppdelad i kronskuld (4–6,5 år) och valutaskuld (0–1 år). Som en konsekvens av detta ändras statsskuldens löptid till 3,5–6 år. Åren 2019–2023 kännetecknades av stora svängningar i budgetsaldot mellan budgetunderskott och -överskott vilket har påverkat särskilt den kortfristiga finansieringen i den nominella kronskulden som därmed är mer känslig för dessa svängningar.

Den nominella kronskuldens löptid har under hela utvärderingsperioden befunnit sig nära den övre gränsen av riktvärdesintervallet och har stundtals under 2021 och 2022 överskridit gränsen. Det kan förklaras delvis av att statens finanser utvecklades starkare än väntat under 2022 och att statsbudgeten visade ett stort överskott. Mellan 2019 och mitten av 2022 var de reala obligationernas löptid cirka 6 år. Sedan mitten av 2022 och fram till slutet av utvärderingsperioden har löptiden sjunkit stadigt till cirka 4,6 år. Detta beror på att löptiden på de utestående obligationerna har påverkat löptiden mer än förändringar i marknadsräntorna. Dessutom har introduktionen av en 10-årig realobligation fått skjutas upp ett antal gånger. Riksgäldskontoret motiverar uppskjutandet med behovet av att bättre förstå marknads eftersfrågan på realobligationer innan planen att introducera en sådan verkställs. Löptiden för valutaskulden var i stora drag oförändrad mellan 2020 och 2022 i väntan på Riksgäldskontorets analys. Löptiden har under utvärderingsperioden legat inom riktvärdesintervallet på 0–1 år. Sedan 2009 har Riksgäldskontoret tagit upp lån i utländsk valuta som sedan lånats vidare till Riksbanken för att förstärka valutareserven. I januari 2021 beslutade Riksbanken att själv finansiera valutareserven samt återbetala de valutalån som Riksgäldskontoret tagit upp för Riksbanken. Amorteringarna till Riksgäldskontoret skedde under en treårsperiod och avslutades 2023. Riksgäldskontoret avser att fortsatt vara närvarande på den internationella marknaden i syfte att upprätthålla beredskapen att låna större belopp vid behov. Inga obligationer i utländsk valuta emitterades under 2022 eller 2023. I Figur 4.3 visas statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument.

¹ Löptiden mäts som Macauley-duration, vilket är den vägda genomsnittliga löptiden till förfallodagen för kassaflödena från en obligation och anges som antal år.

Figur 4.3 Statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument

Mätt som Macaulayduration i enheten år



Löptiden för statsskuden

Det sista steget i övergången till en mer övergripande styrning av löptiden skedde 2020 då ett gemensamt löptidsintervall infördes för hela statsskuden. Enligt regeringens riktlinjer ska löptiden vara 3,5–6 år för statsskuden. Under både 2020 och 2021 fluktuerade den faktiska löptiden runt 5 år. Trots stora förändringar i upplåningen under 2020 medförde den mer övergripande löptidsstyrningen att Riksgäldskontoret hade god flexibilitet att snabbt anpassa de separata styrintervallen och upplåningen. Under 2021 ökade den faktiska löptiden och i juni 2021 översteg den 5 år. Ökningen berodde främst på att den kortfristiga finansieringen minskade i snabbare takt än den långfristiga, men också på den nya 50-åriga obligationen som emitterades den 16 juni 2021. Under 2022 och 2023 rörde sig den faktiska löptiden kring ett värde på omkring 4,5 år. Statsskuldens löptid har därmed varit inom styrintervall.

Riksgäldskontorets interna löptidsintervall per skuldslag

Utifrån regeringens riktlinjer ska Riksgäldskontoret även besluta om interna riktlinjer inom ramen för den operativa styrningen. Sammantaget har utvärderingsperioden präglats av osäkerhet kring lånebehovet och statsskuldutvecklingen. Den övergripande löptidsstyrningen har bidragit till en flexibilitet som har underlättat för Riksgäldskontoret att hantera denna osäkerhet och snabbt anpassa upplåningen till rådande omständigheter.

De snabba svängningarna i lånebehovet under 2020 kopplat till pandemin innebar stora utmaningar i förvaltningen av statsskuden och särskilt för styrningen av löptiden i den nominella kronskulden. Den nominella kronskulden påverkas mer än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet, eftersom huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs.

statsskuldväxlar och stora delar av likviditetsförvaltningen, inkluderas i detta skuldslag. Den nominella kronskuldens faktiska löptid har hållit sig inom men nära den övre gränsen av Riksgäldskontorets interna riktlinjer. Den prognostiserade svaga minskningstakten av löptiden under 2023 realiserades inte då marknadsräntorna föll under hösten, vilket förlängde durationen.

Den reala kronskuldens faktiska löptid låg under stora delar av utvärderingsperioden nära mitten av Riksgäldskontorets interna löptidsintervall men sjönk sedan under 2022 och 2023, vilket främst kan härledas till att den återstående löptiden i den befintliga realskulden blir lägre med tiden. Valutaskuldens faktiska löptid höll sig nära den lägre gränsen av Riksgäldskontorets interna löptidsintervall i enlighet med myndighetens förväntningar.

I sin utvärderingsrapport för 2019–2023 pekar ESV på att Riksgäldskontoret bör motivera ändringar i sina interna riktlinjer vad gäller de olika skuldslagens löptider.

4.3 Marknads- och skuldvard

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuldvard ger goda förutsättningar för att uppnå det statsskuldspolitiska målet. Genom tydlig kommunikation och aktiva åtgärder har Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard. Årliga externa undersökningar ger stöd för att återförsäljare och investerare har förtroende för Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning bedöms ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Skälen för regeringens bedömning

Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. En viktig del för att uppnå detta är att marknaden för svenska statspapper ska vara attraktiv för så många investerare som möjligt. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långgivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten.

Vid försäljningen av statspapper använder Riksgäldskontoret sex svenska och utländska banker som återförsäljare. Återförsäljarna fungerar dels som mellanhänder mellan Riksgäldskontoret och investerare i auktionerna, dels som marknadsgaranter (market makers). Det innebär att de åtagit sig att lämna bud vid alla auktioner och att ställa köp- och säljpriser i andrahandsmarknaden. Återförsäljarna har även tillgång till marknadsvårdande repor i reala och nominella obligationer samt i statsskuldväxlar som Riksgäldskontoret erbjuder.

Den löpande kontakten med investerarna sker till stor del med hjälp av återförsäljarna, men för att skapa trovärdighet är det även viktigt att

investerarna kan få tag på den information se anser sig behöva utan mellanhänder. Riksgäldskontoret har av den anledningen kontakt med återförsäljare och investerare.

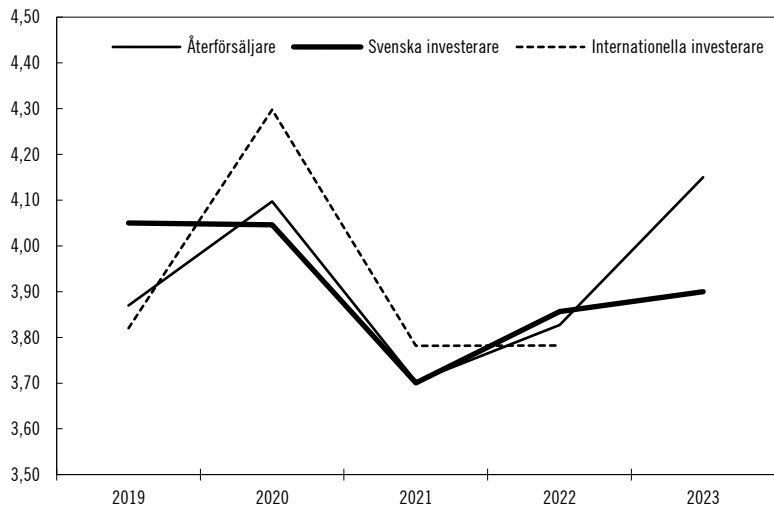
En viktig del i Riksgäldskontorets kommunikation till marknadsaktörerna utgörs av rapporten Statsupplåning – prognos och analys, som publiceras tre gånger per år. I rapporten beskrivs detaljerat hur Riksgäldskontoret avser att finansiera statsskulden de två kommande åren. Rapporten syftar till att underlätta för marknadsaktörerna att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken. Riksgäldskontorets prognoser över nettolånebehovet, som publiceras i rapporten och ligger till grund för låneplaneringen, har i stort visat samma precision som övriga myndigheters prognoser (se avsnitt 4.7).

Marknadsaktörerna har förtroende för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet

På Riksgäldskontorets uppdrag genomför Kantar årligen en undersökning om förtroendet för upplåningsverksamheten. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” medan ett värde under 3 är underkänt. I figur 4.4 redovisas hur förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet utvecklats.

Helhetsbetyget från återförsäljare och svenska investerare steg i undersökningen för 2023 till 4,2 bland återförsäljare och 3,9 bland svenska investerare. Dessa betyg ligger på nivån som tolkas som utmärkt. Betyg från internationella investerare saknas för 2023 på grund av låg svarsfrekvens. Detta kan delvis förklaras av att utländska investerare i allt mindre utsträckning handlar svenska statspapper.

Figur 4.4 Förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet



Källa: Riksgäldskontoret/Prosperas undersökningar

De marknadsvårdande reporna och kommunikationen om lånebehovet och finansieringen tillhör de faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast och ses fortsatt som Riksgäldskontorets främsta styrkor. Betyget

när det gäller marknadsvård genom repor har minskat mellan 2022 och 2023. Minskningen kan härledas till ett lägre nyttjande av de marknadsvårdande reporna i takt med att utbudet av statspapper ökade i och med försäljningar av statspapper och marknadslikviditeten därmed förbättrades. Marknadsvård genom repor är den kategori där Riksgäldskontoret får högst betyg. I 2023 års undersökning ökade betyget från återförsäljarna från 4,3 till 4,7. När det gäller marknadsvård i form av löpande byten i realobligationer har betygen varierat strax under 4 i de senaste årens undersökningar. Betyget för kommunikationen om lånebehovet och finansieringen ökade till 4,4 under 2023.

Tidigare års undersökningar har visat på missnöje med likviditeten på statspappersmarknaden. Likaså i 2023 års undersökning får likviditeten ett underkänt betyg, även om närmare två tredjedelar av återförsäljare och hälften av de svenska investerarna uppfattar att likviditeten förbättrades under andra halvåret 2023. Att Riksbanken har börjat sälja av sitt innehav av statspapper är det bakomliggande skälet till den förbättrade likviditeten. Att Riksbanken fortfarande har ett stort innehav av statspapper är dock alltjämt det vanligaste skälet till en låg värdering av likviditeten. Även intresset för svenska statspapper har ökat under 2023 som en följd av ett större utbud och högre räntor.

Sammantaget visar den årliga undersökningen att marknadens krav på Riksgäldskontoret är höga och att Riksgäldskontoret möter dessa krav givet stor osäkerhet. Bland återförsäljare uppvärderas Riksgäldskontoret för andra året i rad, bland svenska investerare är bilden oförändrad. Undersökningen visar att Riksgäldskontoret har höga betyg på de områden som marknaden bedömer som viktigast, vilket tyder på att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt saker. Detta bidrar positivt till statspappersmarknaden.

Likviditetsförvaltningen har bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet

Likviditetsförvaltning behövs för att Riksgäldskontoret alltid ska kunna finansiera statens löpande betalningar. Den är en integrerad del av statsskuldspolitiken inom vilken medel både lånas och placeras. Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning innehåller inga närmare regler för likviditetsförvaltningen. Däremot fastställer Riksgäldskontoret vägledande principer i finans- och riskpolicyn, bl.a. om vilka instrument som får användas och hur kredit- och motpartsrisiker ska begränsas.

Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgäldskontoret låna stora belopp för att täcka underskott på kort sikt genom att ge ut värdepapper med kort löptid både i kronor och i utländsk valuta (om det i stället är överskott i kassan placeras detta tillfälligt i penningmarknadstillgångar). Dessa utgörs främst av riksbankscertifikat, men även säkerställda obligationer, omvända repor och utländska statspapper. Kassan påverkas också av utnyttjandet av den marknadsvårdande repofaciliteten.

Under 2023 behövde Riksgäldskontoret låna i genomsnitt ca 35 miljarder kronor per dag, jämfört med ca 27 miljarder kronor per dag under 2022. Variationen i kassan var stor under året och periodvis uppstod stora överskott.

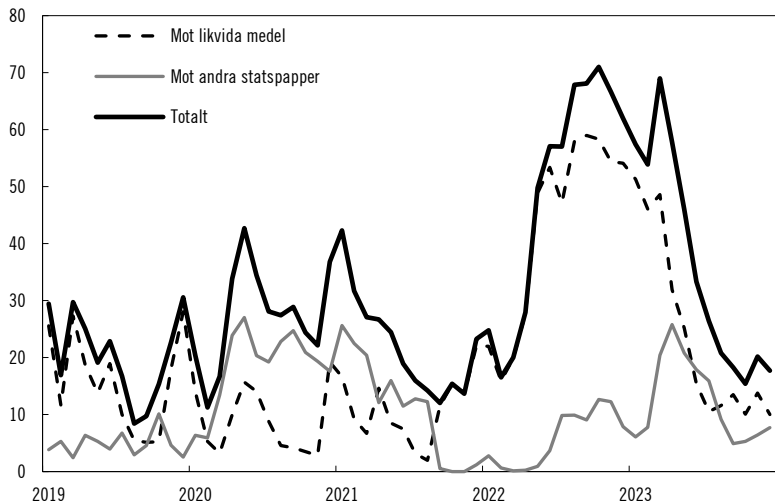
Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning påverkas i hög utsträckning av externa faktorer som ligger utanför deras kontroll. Mot den bakgrunden bedöms likviditetsförvaltningen över hela utvärderingsperioden ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Marknadsvårdande repor

En annan faktor som påverkar kassaöverskottet är den obegränsade mängden marknadsvårdande repor som Riksgäldskontoret erbjuder till sina återförsäljare. I reporna lånar Riksgäldskontoret ut statsskuldväxlar eller statsobligationer i utbyte mot pengar. Syftet med reporna är att minska risken för bristsituationer på marknaden för statspapper. Inflödet av medel via reporna (dvs. repovolymen) styrs helt av återförsäljarnas efterfrågan. Nyttjandet av repofaciliteten kan även indikera hur väl marknaden fungerar. Ett högt nyttjande indikerar en mindre likvid marknad där det är svårare att få tag på statspapper från andra marknadsaktörer än Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret erbjuder två typer av marknadsvårdande repofaciliteter. I den ena kan återförsäljarna repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper lånas in i utbyte mot ett annat statspapper med en annan löptid. I figur 4.5 framgår att den totala utestående volymen har minskat under 2023 efter en brant uppgång 2022. Minskningen sammanföll med Riksbankens försäljning av statspapper.

Figur 4.5 Volym marknadsvårdande repor
Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

År 2022 ökade volymen repor mot likvida medel markant, från 12 miljarder kronor per dag under 2021 till 43 miljarder kronor per dag under 2022. Detta kan förklaras av bristen på statspapper, vilket bekräftas av svaren i den årliga enkätundersökningen. Under 2023 minskade

volymen till i genomsnitt 24 miljarder kronor per dag. Minskningen sammanföll med att Riksbankens pågående avyttring av statspapper inleddes, vilket ökade utbudet på marknaden. Skr. 2023/24:104

4.4 Positionstagande

Regeringens bedömning: Riksgäldskontorets positionstagning i kronans kurs och i utländska valutor har varit inom givna riskmandat.

Under utvärderingsperioden visar positionsverksamheten ett sammanlagt överskott på 105 miljoner kronor. Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har uppnåtts.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Med positioner avses transaktioner som motiveras av en bedömning att kostnaden kan sänkas genom att avvika från skuldens löptid eller sammansättning. Positioner får endast tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden. Regeringen styr riskexponeringen i positionsverksamheten genom att i riktlinjerna besluta om två olika mandat för positionstagande. Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner har varit oförändrat under utvärderingsperioden. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. Riksgäldskontorets löpande positionstagning i utländska valutor och räntor visade ett positivt resultat på 11 miljoner kronor 2023, vilket är lägre än 2022 års resultat på 95 miljoner kronor.

När det gäller positioner i utländsk valuta uppgick det totala riskutnyttjandet till cirka 2 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket är något lägre än utnyttjandet de senaste fem åren. Under utvärderingsperioden har resultatet av positionsverksamheten varierat mellan åren, men visar sammanlagt på ett överskott på 175 miljoner kronor för hela perioden. Detta motsvarar ett genomsnittligt överskott på 35 miljoner kronor för varje år 2019–2023. Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har därmed uppnåtts sett över hela utvärderingsperioden.

I tidigare utvärderingsrapporter har ESV framfört att frågan om positionstagande i riktlinjerna framöver bör avhandlas tillsammans med valutaskuldens andel i stort. I årets utvärdering menar ESV att frågans relevans har minskat givet valutaskuldens avveckling och bedömningen kvarstår därför inte längre.

Tabell 4.1 Resultat för positionstagningen, miljoner kronor

	2019	2020	2021	2022	2023	Totalt	Genomsnitt
Egen löpande positionstagning	14	39	16	95	11	175	35
Position för starkare krona	20	278	-101	-268	-	-	
Positionstagning totalt	34	317	-85	-173	11	105	21

Källa: Riksgäldskontoret

4.5 Upplåning på privatmarknaden

De senaste årens låga räntenivåer har medfört att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. I riktlinjerna för 2019 togs riktlinjen om att privatmarknadsupplåning ska vara en del i finansieringen av statsskulden bort. Eftersom den sista premieobligationen förföll i december 2021 aviserade regeringen i riktlinjerna för 2023 att uppföljning av kostnadsbesparing för upplåning på privatmarknaden upphör.

4.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens bedömning: Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2019–2023. Riksgäldskontoret har inte tagit upp några extra lån för detta ändamål.

Skälen för regeringens bedömning: Möjligheten att emittera lån för att tillgodose behovet av statslån har sin bakgrund i den kraftiga efterfrågeökning för statspapper som uppstod efter den internationella finanskrisen 2008. Mot den bakgrunden infördes den 30 oktober 2008 ett nytt upplåningsändamål i dåvarande 1 § första stycket 4 lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning (nuvarande 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen [2011:203]). Detta gjordes för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Från och med riktlinjerna från 2009 får den utestående volymen för ändamålet maximalt uppgå till ett värde av 200 miljarder kronor. I riktlinjerna framgår att statslån endast får nyttjas om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion och att 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.

Under utvärderingsperioden 2019–2023 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden inte heller tagit upp lån för detta ändamål.

5 Utvärdering av statsskuldsförvaltningens mål

Skr. 2023/24:104

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts är inte möjligt. Anledningen är att det finns flera olika slags risker som statsskuldsförvaltningen har att hantera och att riskerna kan variera över tiden.

Som ett led i utvärderingen av statsskuldsförvaltningens mål belyses i detta avsnitt kostnaden för statsskulden och riskerna i statsskuld-förvaltningen.

Både riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen och Riksgäldskontorets tillämpning av dessa påverkar hur väl målet uppfylls, men det kan vara svårt att särskilja de två och att särskilja utvecklingen från omvärldsfaktorer. Därför görs en sammantagen bedömning av måluppfyllelsen i ett avslutande avsnitt i detta kapitel.

5.1 Statsskuldens kostnad

Regeringens bedömning: Kostnaden för statsskulden har under utvärderingsperioden stigit från historiskt låga nivåer, med en kraftig ökning under 2022, för att åter sjunka något 2023. Kostnadsökningen beror främst på att inflationen ökat, vilket drivit upp kostnaderna för realobligationerna, och på att kronan försvagats, vilket lett till valutakursförluster för den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta.

Skälen för regeringens bedömning

Statsskuldens kostnad² 2022 ökade kraftigt jämfört med 2021 och uppgick till 33 miljarder kronor för 2022. För 2023 var kostnaden något lägre och uppgick till 25 miljarder kronor vilket motsvarar 0,4 procent av BNP (se Tabell 5.1). Den stora ökningen under 2022 föranleddes framför allt av högre inflation och en svagare krona. Under 2023 var kostnaderna fortsatt högre än under första delen av utvärderingsperioden, men lägre än 2022. Sammantaget inleddes utvärderingsperioden med en historiskt låg kostnad för statsskulden, men i takt med att omvärldsläget förändrats med stigande räntor, ökad inflation och en svagare krona har kostnaden ökat. Det är framför allt kostnaden för den reala skulden som ökat, i och med att den höga inflationen medför högre inflationskompensation för realobligationer, vilket även ESV anför i utvärderingsrapporten.

² Mätt som kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.

Tabell 5.1 Kostnaden för statsskulden

Miljarder kronor

Skuldslag	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt 5 år
Nominell skuld	6	6	4	5	8	6
Real skuld	6	3	4	18	13	9
Valutaskuld	2	-2	2	10	5	3
Totalt	14	7	11	33	25	18

Källa: Riksgäldskontoret

Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta

Kostnaden för statsskulden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv ränta. Kostnaden varierar mellan olika skuldslag, bl.a. för att löptiden skiljer sig åt. Under hela utvärderingsperioden var kostnaden lägst för den nominella kronskulden. Att realskulden medfört högre kostnader beror framför allt på att den faktiska inflationen varit betydligt högre än den genomsnittliga breakeven-inflationen. Kostnaden för valutaskulden ökade 2022 jämfört med 2021 på grund av att kronan försvagades mot schweizerfranc och euro, för att under 2023 sjunka igen i samband med att kronan stärktes något.

Tabell 5.2 Kostnaden för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta

Procent

Skuldslag	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt 5 år	Standard- avvikelse 5 år
Nominell skuld	1,0	0,9	0,6	0,8	1,2	0,9	0,3
Real skuld	2,8	1,6	1,9	8,4	5,4	4,0	2,1
Valutaskuld	2,7	-2,2	2,6	9,7	5,4	3,4	4,9
Totalt	1,6	0,8	1,0	3,4	2,5	1,8	1,0

Källa: Riksgäldskontoret

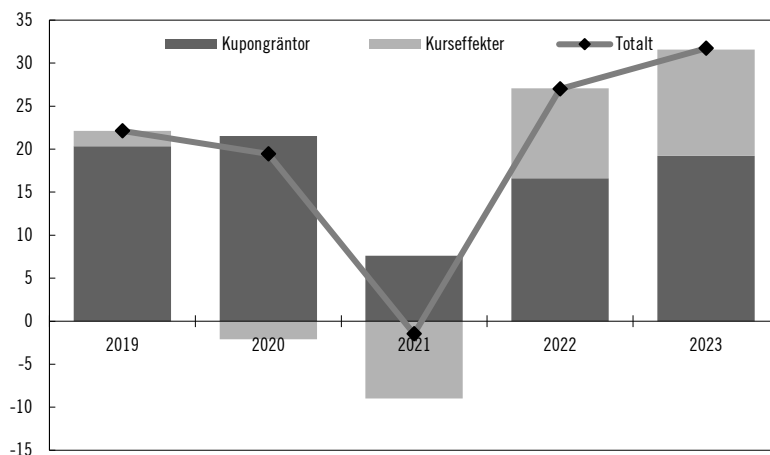
Räntebetalningar

På statsbudgeten redovisas statsskuldräntorna utgiftsmässigt, vilket i princip motsvarar räntebetalningar. Måttet bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden och är direkt kopplat till kassaflöden. Räntebetalningarna finansieras via utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 1:1 *Räntor på statsskulden*. Som framgår av figur 5.1 har räntebetalningarna varierat kraftigt under utvärderingsperioden.

Figur 5.1 Räntekostnaden för statsskuld

Skr. 2023/24:104

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Räntebetalningarna uppgick i genomsnitt till 20 miljarder kronor per år under utvärderingsperioden. Nivån har varierat under utvärderingsperioden. Nivån påverkas främst av vilka obligationer som emitteras, marknadsräntornas rörelser och valutakurseffekter. I december 2020 förföll två större obligationer. Mellan 2021 och 2022 ökade räntebetalningarna med 29 miljarder kronor på grund av stigande marknadsräntor och en försvagning av kronan. Ökningen mellan 2022 och 2023 uppgick till 4,7 miljarder kronor och kan förklaras av det högre ränteläget som innebar att obligationer emitterades till underkurser under 2023, samt av att räntenettet i nettoutlåningen försämrades. De relativt höga kurseffekterna under 2022 och 2023 kan härledas till valutaförluster.

Realobligationer

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. Beräkningsmetoden som det kalkylmässiga resultatet³ baseras på är en ex-post indikator för kostnadsskillnaden och det finns ett flertal praktiska och teoretiska skäl till varför detta resultat måste tolkas med försiktighet.

Under utvärderingsperioden har den reala upplåningen medfört merkostnader om 31 miljarder kronor, och merparten av dessa uppstod under 2022 och 2023. Dessa år uppvisar även de största årliga merkostnaderna sedan introduktionen av realobligationer 1994. Merkostnaderna under dessa år har raderat ut merparten av det ackumulerade resultatet sedan

³ Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Beräkningen baseras på de månatliga förändringarna i den utestående stocken av realobligationer. Sedan beräknas transaktionsvolymen för en hypotetisk nominell upplåning med samma löptid så att likvidbeloppet motsvarar den reala upplåningen. Både den reala och den nominella upplåningen sker till genomsnittliga marknadsräntor. Marknadsräntor för den nominella upplåningen baseras på den nominella statsobligationen som närmast matchar den respektive reala statsobligationens återstående löptid.

Skr. 2023/24:104 dess. Under 2021–2023 kan merkostnaderna härledas till att inflationsuppräknningen var betydligt högre än den genomsnittliga breakeveninflationen⁴.

Pausen i avvecklingen av valutaexponeringen

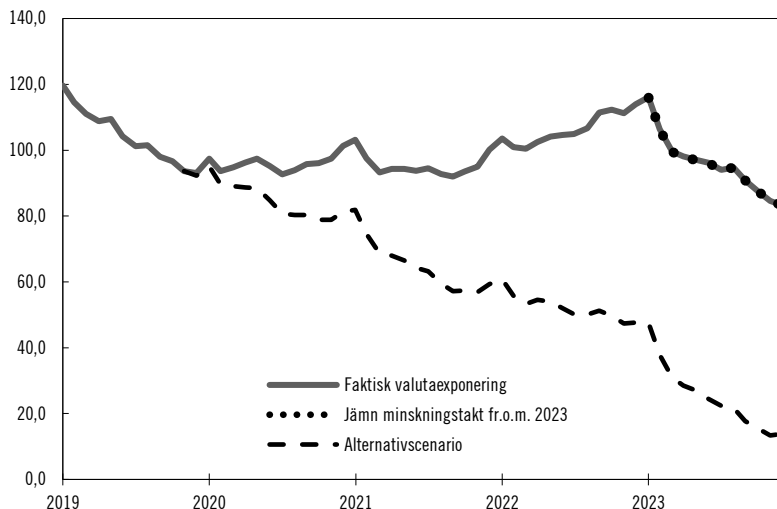
Efter att ha pausat avvecklingen av valutaexponeringen under 2020–2022 återupptog Riksgäldskontoret avvecklingen enligt regeringens riktlinjer för 2023. Enligt riktlinjerna ska avvecklingen ske successivt och valutaexponeringen anta riktvärdet noll från och med 2027 och utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Riksgäldskontoret har därför jämfört den faktiska avvecklingen mot både en jämn avvecklingstakt fr.o.m. 2023 samt mot ett alternativ scenario om avvecklingen skulle ha fortsatt utan den tre år långa pausen.

⁴ 'Break-even inflation rate' beskriver skillnaden i ränta mellan en nominell obligation och en realobligation med samma löptid.

Figur 5.2 Avvecklingen av statsskuldens valutaexponering

Skr. 2023/24:104

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret

Kostnadsskillnaden mellan alternativscenariot och den faktiska avvecklingen uppgår till 6 miljarder kronor totalt. Alternativscenariot visar vad exponeringen hade varit om avvecklingen inte hade pausats. Merkostnaden beror på att den svenska kronan har försvagats under perioden 2020–2022 samtidigt som valutaexponeringen har varit högre än i alternativscenariot. När det gäller jämförelsen mellan den faktiska avvecklingen och en jämn minskningstakt har avstegen varit små och medfört en besparing på 8 miljarder kronor.

Ränteswappar

Riksgäldskontoret använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Eftersom behovet att förkorta löptiden för skulden har minskat så har användningen av ränteswappar som förkortar löptiden minskat. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren varit runt 5 miljarder kronor och har främst syftat till att säkra beredskap för framtida användning av ränteswappar i förvaltningen. Sammantaget gav användningen av ränteswappar upphov till lägre kostnader för statsskulden under utvärderingsperioden. Lägre korträntor än förväntat är sammanfattningsvis det som främst bidrar till att ränteswapparna gett upphov till en nettointäkt om 561 miljarder kronor 2019–2023.

Positionstagande

Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaderna eller riskerna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska utvärderingen av positioner inom givet positionsmandat ske i termer av marknadsvärden. Positionstagningen utvärderas i femårsperioder, och under utvärderingsperioden 2019–2023 har den löpande positionstagningen inneburit besparingar med i genomsnitt 35 miljarder

kronor per år. Den position som Riksgäldskontoret beslutade om 2018, för en starkare krona, som totalt uppgick till 7 miljarder kronor stängdes 2022 med en ackumulerad vinst på 3 miljoner kronor.

5.2 Risker i statsskuldsförvaltningen

Regeringens bedömning: Det övergripande riskmålet ska enligt regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning vara variationen i kostnadsmålet för skulden. Variationen mätt som standardavvikelsen för kostnaden av statsskulden som helhet har under utvärderingsperioden varit låg och i nivå med variationen för tidigare femårsperioder efter 2014.

Ränteomsättningsrisken avser risken att räntan på skulden snabbt ökar om marknadsräntorna stiger. Risken påverkas av hur stor andel av statsskulden som består av kortfristiga lån. Löptiden för statsskulden mätt som duration har under utvärderingsperioden minskat från 5,3 till 4,6 år, samtidigt som variationen i löptid mellan enstaka år varit låg.

Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna visade på en tydlig ökning från och med 2020 för att sedan dess anta en stabil nivå på drygt 20 procent. Detta betraktas som en normal nivå.

Skälen för regeringens bedömning

På övergripande nivå definieras risken i statsskulden som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Risken mäts då i termer av standardavvikelse av den genomsnittliga emissionsräntan. Utöver detta finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldsvärlden. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk och finansieringsrisk samt motpartsrisk. Riskerna i statsskuldsvärlden begränsas även på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård.

Risken mätt som variation i genomsnittlig kostnad

I tabell 5.3 redovisas risken för de olika skuldslagen och där framgår att kostnadsvariationen är låg, särskilt när det gäller den nominella kronskulden. För realskulden och valutaskulden är kostnadsvariationen något högre. För realskulden kan ökningen under 2019–2023 förklaras av den ökade inflationen. För valutaskulden beror ökningen främst på variationer i valutakurser men även på den kortare löptiden i valutaskulden.

Tabell 5.3 Standardavvikelsen för kostnaden av statsskulden i femårsperioder, 2015–2023

Skr. 2023/24:104

Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta, procent

	2015–2019	2016–2020	2017–2021	2019–2023
Nominell kronskuld	0,3	0,2	0,2	0,2
Real kronskuld	0,9	1,4	1,1	2,6
Valutaskuld	2,6	3,1	2,8	5,1
Totalt	0,4	0,6	0,5	1,1

Källa: Riksgäldskontoret

Ränteomsättningsrisk

Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare är statsskulden för förändrade marknadsräntor. En viktig faktor i avvägningen mellan kostnad och risk är löptidspremien, vilket motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider. riksgäldskontoret motiverar uppskjutandet med behovet av att bättre förstå marknadens efterfrågan på realobligationer innan planen att introducera en sådan verkställs. löptiden för valutaskulden var i stora drag oförändrad mellan 2020 och 2022 i väntan på riksgäldskontorets analys. löptiden har under utvärderingsperioden legat inom riktvärdesintervallet på 0–1 år. sedan 2009 har riksgäldskontoret tagit upp lån i utländsk valuta som sedan lånats vidare till riksbanken för att förstärka valutareserven. i januari 2021 beslutade riksbanken att själv finansiera valutareserven samt återbetala de valutalån som riksgäldskontoret tagit upp för riksbanken. amorteringarna till riksgäldskontoret skedde under en treårsperiod och avslutades 2023. riksgäldskontoret avser att fortsatt vara närvarande på den internationella marknaden i syfte att upprätthålla beredskapen att låna större belopp vid behov. inga obligationer i utländsk valuta emitterades under 2022 eller 2023. i figur 4.3 visas statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument.

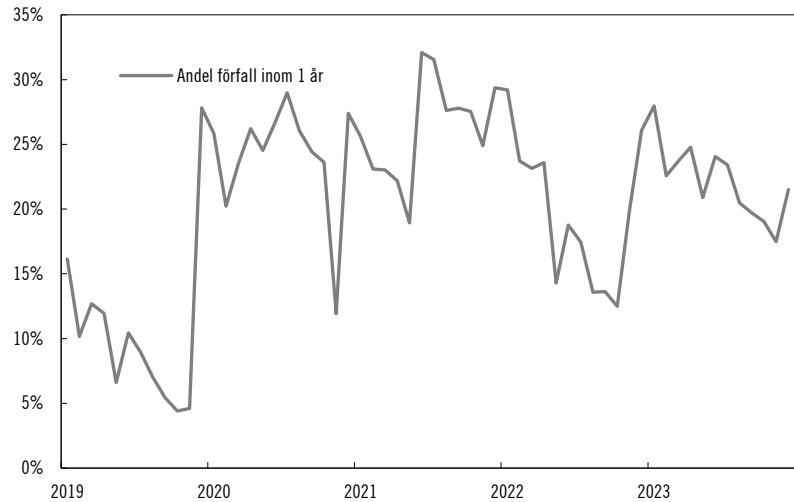
figur 4.3 i avsnitt 4.2 visar löptiden för statsskulden i termer av duration. Av denna framgår att durationen varit relativt konstant över utvärderingsperioden men att den minskade under 2023 för att anta värdet 4,6 år vid årets utgång. Under utvärderingsperioden var löptiden som högst 5,5 år. Det skedde under 2021. Variationen i löptid mellan enstaka år har varit låg. En kortare duration innebär att ränteomsättningsrisken ökar eftersom en högre andel av skulden omsätts varje år. Riksgäldskontoret har vid tidigare tillfällen påpekat att ett gemensamt styrintervall för statsskuldens löptid ger en bättre överblick över ränteomsättningsrisken.

Refinansieringsrisk

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i värsta fall inte refinansieras alls. Refinansieringsrisken anses därför vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är dock delvis en förenkling eftersom Riksgäldskontoret inte finansierar obligationsförfall genom att vid förfall ge ut en ny obligation. Refinansieringsrisken sprids i stället ut över tid genom långsiktig låneplanering och jämnt fördelade

emissionsvolymen i regelbundna auktioner. Gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller. Refinansieringsrisken som beror på förfallande lån bör dock ändå beaktas. I figur 5.3 visas refinansieringsrisken, dvs. hur stor andel av statsskulden som förfaller inom tolv månader. En högre andel som ska refinansieras det närmaste året innebär högre refinansieringsrisk. Samtidigt bidrar även en högre andel förfall det närmsta året till flexibilitet att hantera en ökad osäkerhet i nettolånebehovet.

Figur 5.3 Refinansieringsrisk mätt som andelen lån som förfaller inom tolv månader



Källa: Riksgäldskontoret

Refinansieringsrisken visar på en tydlig kalendervariation med uppgångar runt årsskiftena som en följd av omfattande penningmarkandsupplåning, dvs. kortfristig upplåning, då. Detta beror på att staten har stora betalningar i december. Refinansieringsrisken var tillfälligt låg fram till slutet av 2019. Ökningen från 2020 är dels en följd av strategin att hantera det ökade lånebehovet med ökad kortfristig upplåning, dels en följd av två större obligationsförfall i december 2020. Sedan 2020 har nivån varit relativt stabil på drygt 20 procent, vilket betraktas som normal nivå.

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina förpliktelser. Sådan risk uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgäldskontoret gör derivattransaktioner utan central motpartsclearing. Hur risken hanteras skiljer sig åt mellan placeringar och derivattransaktioner, men gemensamt är att Riksgäldskontoret ställer minimikrav på motpartens kreditbetyg.

För att hantera motpartsrisken inom likviditetsförvaltningen finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar exponering och löptid för de placeringar som görs. Exponeringslimiterna består av en baslimit samt en utökad limit. Riksgäldskontoret kan besluta om att den utökade limiten ska gälla under en begränsad period. Riksgäldskontoret

har en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Under 2022 och 2023 skedde inga sänkningar av Riksgäldskontorets motparters kreditbetyg och tre motparter fick höjt betyg.

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs enligt Riksgäldskontorets interna regelverk ett bilateralt avtal med motparten, ett s.k. ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). För att begränsa motpartsrisken har Riksgäldskontoret även en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Under 2020 tillämpades ett undantag från kravet i finans- och riskpolicyn om ömsesidiga tröskelvärden på noll i Riksgäldskontorets CSA-avtal. Riksgäldskontorets styrelse beslutade 2019 att medge ett sådant undantag för att möjliggöra en effektiv hantering av de konsekvenser Storbritanniens utträde ur EU fick för Riksgäldskontorets brittiska derivatmotparter och myndighetens handel med dessa⁵. Under 2021 skedde endast ett fåtal ändringar i de sammanvägda kreditbetygen för de motparter Riksgäldskontoret använder. Samtliga ändringar var i form av höjda kreditbetyg.

Utöver dessa risker finns det flera andra risker för Riksgäldskontoret att beakta i förvaltningen. Riksgäldskontoret redovisar olika typer av finansiella risker i sin finans- och riskpolicy (se tabell 5.4 nedan).

Tabell 5.4 Olika typer av finansiell risk enligt Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy

Marknadsrisk	
Ränterisk	Risken att värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då räntenivåer ändras.
Valutarisk	Risken att värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då växelkurser ändras.
Inflationsrisk	Risken för förlust i nominella termer på grund av att inflationen blir högre än förväntat.
Kreditrisk	
Avvecklingsrisk	Risken att den ena parten vid avvecklingstillfället inte fullföljer sina åtaganden, dvs. inte levererar valuta eller värdepapper efter att den andra parten redan uppfyllt sina åtaganden.
Motpartsrisk	Risken att motparten i en transaktion inte fullgör sina förpliktelser. Avvecklingsrisk är en form av motpartsrisk.
Landrisk	Risker knutna till när affärer görs med en motpart i ett specifikt land. Riskerna avser huvudsakligen ett lands förmåga att sköta sina yttre förpliktelser, förväntningarna på den allmänna ekonomiska utvecklingen i landet, den politiska stabiliteten samt landets lagstiftningsmiljö.

⁵ Undantaget innebär att reglerna för tröskelvärden, som omfattar avtal ingångna innan den 23 maj 2017, får gälla även i de avtal som ingås med ersättare av de brittiska derivatmotparterna, vilket innebär att kreditbetygsberoenden tröskelvärden kvarstår i dessa avtal.

Marknadsrisk	
Systemrisk	Risken att problem hos en eller flera aktörer sprider sig till andra parter och orsakar generella problem i det finansiella systemet
Likviditetsrisk	
Refinansieringsrisk	Svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån
Finansieringsrisk	Risken att det blir svårt och/eller kostsamt att ta upp ny finansiering.
Marknadlikviditetsrisk	Risken att det inte går att realisera eller täcka sin position till gällande marknadspris, eftersom marknaden inte är tillräckligt djup eller inte fungerar på grund av någon störning.

Källa: Riksgäldskontorets Finans- och riskpolicy
 Anm.: Tabellerna beskriver endast delar i den finansiella risken. I finans- och riskpolicyn finns ytterligare risker beskrivna.

I utvärderingsrapporten anför ESV att det i Riksgäldskontorets underlag för utvärdering till viss del saknas både redovisning av och en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Regeringen anser, i likhet med ESV, att det är viktigt att Riksgäldskontorets underlag så tydligt som möjligt redovisar risken i statskulden, främst som variationen i den genomsnittliga emissionsräntan, men som komplement även i termer av andra risker där det är relevant.

Likviditeten på statsobligationsmarknaden

För en väl fungerande statsobligationsmarknad är likviditeten en viktig faktor. Med begreppet likviditet avses i vid mening möjligheten att genomföra en transaktion till givna priser på kort varsel med låga transaktionskostnader. Likviditet kan avse både marknadlikviditet och finansieringslikviditet. Marknadlikviditet⁶ kan dels åsyfta att en mängd värdepapper kan omsättas utan att priset påverkas, dels en marknad med små transaktionskostnader. Finansieringslikviditet avser hur lätt en ny aktör kan finansiera sin verksamhet, exempelvis genom att emittera en ny obligation. Båda begreppen är nära sammanlänkade och båda ingår ofta i olika definitioner av likviditet.

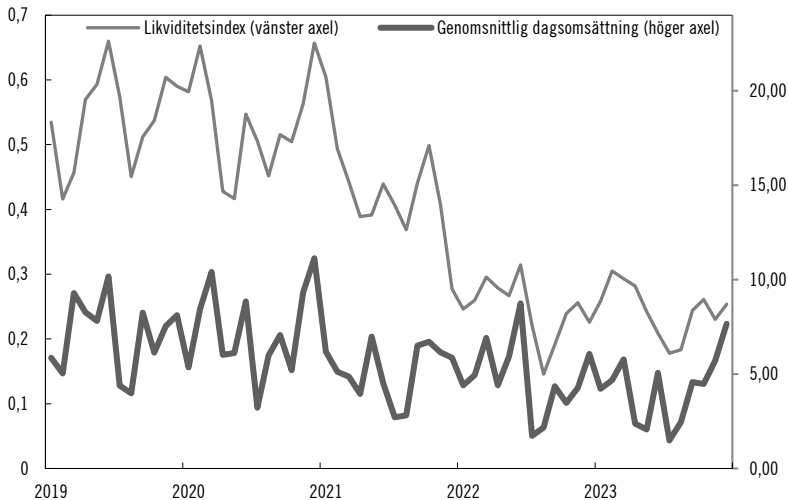
Som emittent verkar Riksgäldskontoret på primärmarknaden och obligationerna säljs sedan vidare till andra investerare på sekundärmarknaden. Likviditeten på sekundärmarknaden har stor betydelse för likviditeten på primärmarknaden och för att marknaden för statspapper som helhet ska fungera bra. Om omsättningen och likviditeten i sekundärmarknaden minskar kommer prisbildningen i marknaden att försämrats vilket kan leda till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer.

⁶ Marknadlikviditet brukar delas upp i fyra delkomponenter när det gäller handel med statspapper: djup (hur stor mängd som kan omsättas utan att priset påverkas), bredd (skillnaden mellan köp och säljkurs), omedelbarhet (hur snabbt en marknadsaktör kan genomföra en viss transaktion) och återhämtningsförmåga (hur snabbt priser återvänder till det fundamentala värdet vid en temporär likviditetsstörning). För mer information se SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken. Omsättning och omsättningshastighet på den utestående stocken är ytterligare två mått.

Bristande likviditet leder till högre upplåningskostnader för staten, svårigheter att låna upp stora belopp i händelser av kris och svårigheter attrahera investerare.

Avsaknaden av ett standardiserat mått som mäter alla likviditetens dimensioner medför att likviditeten är svår att uppskatta. Finansinspektionen har dock utvecklat ett aggregerat mått för marknadslikviditeten genom att beräkna och väga samman ett antal indikatorer. Detta likviditetsindex syftar till att ge en övergripande bild av marknadslikviditeten för nominella statsobligationer. De enskilda indikatorerna avser transaktioner, omsättning och priser på statsobligationsmarknaden. Ett högre värde motsvarar högre likviditet på marknaden. Som framgår av figur 5.4 har likviditetsindex sjunkit under 2019–2022 och därefter sjunkit till en lägre nivå under 2023. Även genomsnittlig dagsomsättning av nominella statsobligationer kan ge en indikation på marknads likviditet. Figur 5.4 visar att omsättningen ökade under hösten 2023.

Figur 5.4 Likviditetsmått och omsättning på statsobligationsmarknaden i miljarder kronor



Källa: Riksbanken och Finansinspektionen

Som en förklaring till den något mer stabiliserade likviditeten lyfter ESV fram att Riksbanken började sälja sina innehav av statspapper under 2023, vilket ökade volymen av obligationer som var tillgänglig för handel.

För att upprätthålla och värna likviditeten på statsobligationsmarknaden har Riksgäldskontoret ett antal strategier. Till exempel utgör återförsäljarna en viktig roll både i primär- och sekundärmarknaden. Riksgäldskontoret försöker även koncentrera skuldstocken till ett litet antal lån med samma struktur för att förbättra utbytarheten, s.k. benchmarklån. Därutöver erbjuder Riksgäldskontoret två typer av marknadsvärnade repofaciliteter. Dessa strategier beskrivs närmare i avsnitt 4.3.

ESV framhåller i sin utvärderingsrapport att bristen på likviditet på statsobligationsmarknaden inte är ett nytt problem. Att statskulden trendmässigt har minskat över tid i kombination med att Riksbanken

fortsatt kommer att ha ett relativt stort innehav kommer att också de närmaste åren att påverka utbudet av statsobligationer och därmed likviditeten. Riksbanken inledde avyttring av sitt innehav i april 2023 och kommer att fortsätta försäljningen, men innehavet kommer att vara relativt stort även framöver. ESV framhåller vikten av att Riksgäldskontoret på kort sikt använder sig av den obegränsade repofaciliteten, vilket regeringen instämmer i.

ESV betonar även Riksgäldskontorets möjlighet att koncentrera upplåningen till benchmarklån för att upprätthålla den viktigaste lånekanalen i syfte att hjälpa likviditeten. I linje med tidigare utvärderingsrapporter anser ESV även i denna utvärdering att frågan är om realobligationerna skulle kunna utgå helt som skuldslag efter en grundligare analys i frågan.

Regeringen vidhåller att det övergripande målet för statsskulden ska vara överordnat. Mot den bakgrunden instämmer regeringen i att en grundligare analys i fråga om statsskuldens sammansättning och behov av förändring vore välkommen.

5.3 Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden

Regeringens bedömning: Såväl regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna har i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldspolitiken, att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk.

Skälen för regeringens bedömning: I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuldförvaltningen med utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Avvägningen görs främst genom val av statsskuldens sammansättning och löptid. Historiskt sett har en kortare löptid inneburit lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Andra viktiga parametrar som påverkar kostnaden för statsskulden är statsskuldens storlek och hur denna förväntas förändras, liksom räntenivåerna vid den tidpunkt som skuldinstrumenten ges ut. Eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta påverkar även valutakursrörelser statsskuldens kostnad, och realskuldens kostnader påverkas av hur inflationen (mätt med konsumentprisindex) utvecklas.

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts är inte möjligt. Det finns flera olika slags risker som statsskuldens förvaltning har att hantera som därtill kan variera över tiden. Även riktlinjerna för statsskuldförvaltningen och Riksgäldskontorets tillämpning av dessa påverkar hur väl målet uppfylls, men det kan vara svårt att särskilja de två och att särskilja utvecklingen från omvärldsfaktorer.

Som framgår av avsnitt 4 har Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden i allt väsentligt följt regeringens riktlinjer under utvärderingsperioden. Regeringen konstaterar även att kostnaden för statsskulden, sett över hela utvärderingsperioden, varit historiskt låg (se avsnitt 5.1). Vidare har variationen i kostnads måttet för statsskulden som helhet varit låg och

ränteomsättningsrisken har minskat när durationen ökat under utvärderingsperioden. Refinansieringsriskens nedåtgående trend bröts 2020 vid starten av pandemin, vilket delvis berodde på att det snabbt ökade lånebehovet behövde hanteras med ökad kortfristig upplåning. Sedan 2020 har nivån varit relativt konstant (se avsnitt 5.2). Mot den nu beskrivna bakgrunden bedömer regeringen sammantaget att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskultsförvaltningen, att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk.

I utvärderingsrapporten gör ESV samma bedömning som regeringen gör. I rapporten framför ESV att det är svårt att dra tydliga slutsatser om hur kostnad och risk påverkats av skuldens sammansättning och löptid baserat på de underlag som finns tillgängliga. ESV anser därför att regeringens riktlinjer för utvärdering bör anpassas för att tydliggöra vilka aspekter som regeringen avser utvärdera och därmed vilka underlag som Riksgäldskontoret ska tillhandahålla. Valet av statsskuldens sammansättning och löptid är det som enligt riktlinjerna främst ska styra avvägningen mellan förväntad kostnad och risk. ESV konstaterar att Riksgäldskontorets underlag för utvärdering inte analyserar hur löptidsvalet påverkat kostnader och risker. Dessutom är analysen av skuldens sammansättning inte tillräcklig för att ESV ska kunna dra några slutsatser om den varit välavvägd. Regeringen delar ESV:s bedömning om att Riksgäldskontorets analyser är en viktig del i både förståelsen av kostnaden och av underlaget för valet av rätt balans mellan kostnad och risk.

6 Penningpolitik och statsskuldspolitik

Regeringens bedömning: Förvaltningen av statsskulden har bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Skälen för regeringens bedömning: Riksbanken har i de yttranden som lämnats avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inte haft några invändningar mot något av förslagen för åren 2019–2023.

Sammanfattningsvis bedöms förvaltningen av statsskulden ha bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.



esv

EKONOMISTYRNINGSVERKET

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023

Regeringsuppdrag

Publikationen kan laddas ner
från ESV:s webbplats esv.se.

Datum: 2024-03-15

Dnr: 2023-08357

ESV-nr: 2024:27

Copyright: ESV

Rapportansvarig: Håkan Carlsson

Förord

Ekonomistyrningsverket har i regleringsbrev för 2023 och 2024 fått i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltningen för perioden 2019–2023.

Uppdraget kan sammanfattas i följande punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2019–2023 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Enligt uppdragsbeskrivningen är Ekonomistyrningsverket oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Arbetet med regeringsuppdraget har genomförts av utredarna Håkan Carlsson, Lina Karadja och Marcela Cohen Birman.

Ekonomistyrningsverket överlämnar härmed rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023 och uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm
2024-03-15

Clas Olsson
Generaldirektör

Håkan Carlsson
Utredare

Innehåll

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023	1
1 Sammanfattning	6
2 Inledning	8
2.1 Bakgrund	8
2.2 Uppdrag och syfte	8
2.2.1 Avgränsningar	8
2.2.2 Genomförande	9
3 Statsskuldens utveckling	10
3.1 Sveriges statsskuld är låg	10
3.1.1 En redan låg skuld fortsatte att sjunka	10
3.1.2 Historiskt låga räntebetalningar	11
4 Regeringens riktlinjeändringar	12
4.1 Övergripande riktlinjer präglar utvärderingsperioden	12
4.2 Valutaexponeringen ska avvecklas	14
4.2.1 Ny analys resulterade i beslut om avveckling av valutaexponeringen	14
4.2.2 ESV:s kommentar	15
4.3 Oförändrad andel realskuld, trots dåligt fungerande marknad	16
5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid	17
5.1 Skuldens sammansättning och löptid har följt riktlinjerna	17
5.1.1 Realskuldens andel ligger över riktvärdet	18
5.1.2 Löptiden för nominell och real skuld nära övre gränsen för löptidsintervallet	18
5.1.3 Valutaexponeringen började avvecklas 2023	19
5.1.4 Totala statsskuldens löptid inom intervallet	20
5.1.5 Nominella skuldens löptid påverkas av svängningar i lånebehovet	20
5.1.6 Gradvis sjunkande löptid för realskuden	21
5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvärd	23
5.2.1 Något högre helhetsbetyg 2023	23
5.2.2 Marknadsvärd genom repor fortsatt viktigast	24
5.2.3 Låga betyg för likviditeten på statspappersmarknaden	24
6 Likviditeten på statsobligationsmarknaden	25
6.1 Riksgäldens möjligheter och åtgärder för att motverka minskad likviditet	26
6.1.1 ESV:s kommentar	27
7 Utvärdering av kostnad och risk	29
7.1 Kostnaden ökade markant 2022–2023, men inte till följd av det högre ränteläget	29
7.2 Utvärdering av statsskuldens sammansättning och löptid med avseende på kostnadsutvecklingen	31
7.2.1 Realupplåningen har inneburit en merkostnad	32

Innehåll

7.2.2	Den pausade avvecklingen av valutaexponeringen har inneburit en merkostnad.....	33
7.2.3	Löptidsjustering genom räntesvappar har bidragit till lägre kostnader	34
7.2.4	Positionstagningen har medfört en mindre besparing.....	35
7.2.5	ESV:s kommentar.....	35
7.3	Riskredovisning.....	36
7.3.1	Utvärdering av statsskuldens sammansättning med avseende på risk	36
7.3.2	Utvärdering av statsskuldens löptid med avseende på risk.....	37
7.3.3	Risker vid placering och derivattransaktioner	37
7.3.4	Riksgäldens finans- och riskpolicy	38
7.3.5	ESV:s kommentar.....	38
7.4	Sammanfattande kommentar till utvärderingen av kostnad och risk	39
1	Referenser	40
1.1	Lagar och förordningar	41
2	Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning.....	42
2.1	Avrapportering	42
2.2	Processen för statsskuldförvaltningen	42

1 Sammanfattning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har utvärderat statsskuldskörelsen för perioden 2019–2023 med fokus på 2022 och 2023. Utifrån vad ESV kan bedöma har både regeringens riktlinjer och Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldskörelsen – att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk.

ESV konstaterar att det däremot är svårt att dra tydliga slutsatser om hur kostnad och risk påverkats av skuldens sammansättning och löptid baserat på de underlag som finns tillgängliga. ESV anser därför att regeringens riktlinjer för utvärdering bör anpassas för att tydliggöra vilka aspekter som regeringen avser utvärdera och därmed vilka underlag som Riksgälden ska tillhandahålla. Valet av statsskuldens sammansättning och löptid är det som enligt riktlinjerna främst ska styra avvägningen mellan förväntad kostnad och risk. ESV konstaterar att Riksgäldens underlag för utvärdering inte analyserar hur löptidsvalet påverkat kostnader och risker. Dessutom är analysen av skuldens sammansättning inte tillräcklig för att ESV ska kunna dra några slutsatser om den varit välvägd. Kostnaderna och risken, mätt som variationen i kostnaderna, är högre för realskulden, och den framåtblickande information som finns tyder om något på att kostnaderna kommer att fortsätta vara högre för realskulden. En samlad analys och bedömning saknas emellertid i Riksgäldens underlag.

Kostnaden för skulden har ökat under utvärderingsperioden, framför allt för realobligationer och valutaexponeringen. Till följd av kronförsvagningen har beslutet att pausa avvecklingen av valutaexponeringen 2020–2023 hittills inneburit merkostnader om 6 miljarder kronor, jämfört med ett scenario där valutaexponeringen hade fortsatt att avvecklas enligt de tidigare riktlinjerna. Realupplåningen har medfört merkostnader om 31 miljarder kronor under utvärderingsperioden till följd av den höga inflationen. De högre marknadsräntorna har fått ett relativt litet genomslag i kostnaderna för statsskulden eftersom det bara är en mindre del av skulden som refinansieras varje år.

Statsskuldens valutaexponering började avvecklas under 2023, efter att ha varit oförändrad mellan 2020 och 2022 i avvaktan på en ny analys från Riksgälden. ESV välkomnar analysen som presenterades i samband med riktlinjeförslaget för 2023–2026. Då analysen tydligt visar att valutaexponeringen inte innebär någon systematisk kostnadsbesparing, samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar, är det rimligt att avveckla exponeringen. Avvecklingen ska ske under en fyraårsperiod. Statens låneberedskap påverkas inte av avvecklingen, då Riksgälden fortsatt har möjlighet att ta upp lån i utländsk valuta på marknaden. Detta eftersom valutaexponeringen skapats via derivatinstrument. ESV har heller inget att invända mot den valda längden på avvecklingsperioden.

Regeringens ändringar av riktlinjerna under framför allt första halvan av utvärderingsperioden har gjort riktlinjerna mer övergripande och enligt ESV mer ändamålsenliga. Det gäller främst sammanslagningarna av löptider för de olika skuldslagen. Riksgälden får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter. Samtidigt får intervallet för löptiden inte bli för

stort, eftersom styrningen i och med regeringens riktlinjer då blir mindre verksam. Det är också viktigt att det finns fortsatt transparens kring beslut om löptider. Riksgälden redovisar löptiderna för respektive skuldslag i sin finans- och riskpolicy. Det skulle underlätta förståelsen om Riksgälden även motiverar ändringar i de olika skuldslagens löptider. Hur Riksgälden ser på framtida ändringar av löptiderna för de enskilda skuldslagen bör framgå i Riksgäldens förslag till riktlinjer även om de faktiska löptiderna inte längre bestäms där.

ESV:s bedömning är att Riksgälden i stort har uppfyllt regeringens riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid. Men det bör noteras att realskuldens andel i genomsnitt har legat över sitt riktvärde på 20 procent av statsskuld under nästan hela utvärderingsperioden. Det är emellertid svårt av flera skäl att på kort sikt styra andelen realskuld. Marknaden för realobligationer är relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella statsobligationer. När det gäller löptid har Riksgälden hållit sig till löptidsintervallet som riktlinjerna stipulerar, men löptiden för både realskuld och den nominella kronskuld har legat nära övre gränsen för intervallet och i vissa fall även överskridit den. Det är samtidigt viktigt att komma ihåg att perioden 2019–2023 rymmer flera år av osäkerhet kring lånebehovet och statsskuldens utveckling med pandemiåtgärder från början av 2020 till slutet av 2022.

ESV har i tidigare granskningar av statsskuld förvaltningen påpekat att den låga statsskuld och det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden. Eftersom marknaden för realobligationer är liten är den relevanta frågan för realobligationerna inte vilken andel de ska utgöra av totala skulden, utan snarare om de ska ingå alls i sammansättningen. Om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla realskuld på nuvarande nivå bör Riksgälden analysera huruvida upplåning i realobligationer är fortsatt rimlig på sikt. Riksgälden genomförde under 2023 en enkätundersökning bland återförsäljare och svenska investerare. De svar som Riksgälden har fått in från marknadsaktörerna stödjer bilden att marknaden för realobligationer inte fungerar på ett tillfredsställande sätt. Riksgälden bör fortsätta analysarbetet kring detta och så snart det är möjligt redovisa slutsatser där det tydligt framgår vilka avvägningar som gjorts även kopplat till marknaden för de nominella obligationerna.

2 Inledning

2.1 Bakgrund

Det övergripande målet för statsskuldförvaltningen regleras i budgetlagen.¹ Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Förvaltningen ska också ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Regeringen styr Riksgäldens förvaltning av statsskulden på en övergripande nivå genom att årligen ta fram riktlinjer för statsskuldförvaltningen. Riktlinjerna fastställer bland annat statsskuldens sammansättning och löptid för de olika skuldslagen. Regeringens riktlinjebeslut baseras till stor del på Riksgäldens förslag på riktlinjer som även Riksbanken får yttra sig över. Riksgälden ansvarar för det operativa arbetet som styrs av interna riktlinjer, riktmärken och andra beslutsunderlag. Dessa är i linje med regeringens årliga riktlinjebeslut. Regeringen utvärderar statsskuldförvaltningen och överlämnar den i en skrivelse till riksdagen i april vartannat år. Riksgäldens underlag samt ESV:s utvärderingar av statsskuldförvaltningen utgör underlag till regeringens skrivelse.

2.2 Uppdrag och syfte

Regeringen har återkommande gett ESV i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltning vartannat år. Inriktningen på ESV:s utvärdering bestäms enligt regleringsbrevet i samråd med Finansdepartementet. ESV har dock möjlighet att utvärdera även andra frågeställningar. Uppdraget ska denna gång redovisas till regeringen senast den 15 mars 2024.²

Uppdragets syfte är att bistå regeringen med en oberoende utvärdering av Riksgäldens arbete med statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023. De övergripande frågor som utredningen ska besvara är följande:

- I vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under 2019–2023 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

2.2.1 Avgränsningar

Statsskuldens förvaltning ska enligt regeringens riktlinjer utvärderas över femårsperioder. Utvärderingen ska ske i kvalitativa termer på basis av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. När det är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar. ESV:s senaste utvärderingar av statsskuldförvaltningen har gällt perioden 2015–2019 respektive 2017–2021. Utvärderingsrapporterna

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

² Regleringsbrev för budgetåret 2024 avseende Ekonomistyrningsverket.

levererades i mars 2020 respektive 2022. Föreliggande utvärdering avser perioden 2019–2023. I den här rapporten läggs fokus för analysen på åren 2022 och 2023, eftersom ovan nämnda utvärderingar redan berört åren 2019–2021.

2.2.2 Genomförande

Utvärderingen av statsskuldens förvaltning är ett återkommande uppdrag i ESV:s regleringsbrev. ESV har utifrån de analyser som genomförts i de föregående utvärderingarna lämnat vissa rekommendationer. Riktlinjerna justeras och ändras över tid i en riktning som ibland överensstämmer med ESV:s tidigare rekommendationer. I denna utvärdering görs en bedömning av om de slutsatser ESV dragit i tidigare utvärderingar fortfarande är relevanta för den tidsperiod som nu utvärderas.

För att besvara frågorna som ställs i detta uppdrag går vi igenom de styrande dokument, utvärderingar och analyser som har gjorts med anknytning till Riksgäldens uppdrag att förvalta statsskulden. Regeringens riktlinjer och skrivelser, Riksgäldens underlag till utvärdering, riktlinjeförslag, finans- och riskpolicy, styrelseprotokoll och underlag till beslut är relevanta dokument i sammanhanget. Ytterligare relevanta dokument är Riksbankens yttranden och ESV:s tidigare utvärderingar.

Relevant statistik hämtas främst från Riksgälden, Riksbanken och SCB.

Utöver det inledande kapitlet är rapporten disponerad enligt följande. Kapitel 3 består av en beskrivning av statsskuldens utveckling. I kapitel 4 beskrivs och utvärderas riktlinjeförändringar med fokus på de två senaste åren som utvärderas. Riksgäldens praktiska tillämpning av statsskuldskörelsen utvärderas i de resterande kapitlen. ESV:s samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

3 Statsskuldens utveckling

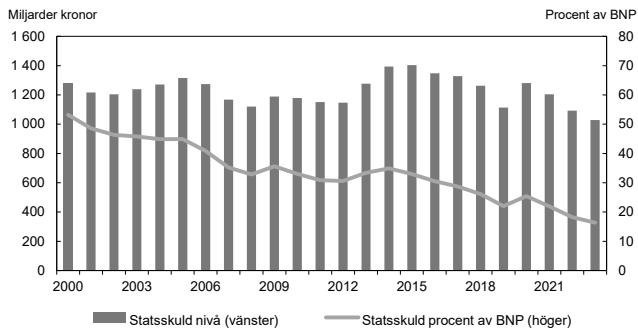
3.1 Sveriges statsskuld är låg

I ett internationellt perspektiv har Sverige starka offentliga finanser och en mycket låg statsskuld. Mätt som andel av BNP har statsskuden minskat trendmässigt sedan millennieskiftet. Mellan 2019 och 2023 har den okonsoliderade skulden minskat med 85 miljarder kronor och som andel av BNP från 22 till 16 procent: Man måste gå tillbaka till 1960-talet för att hitta en lika låg skuldkvot. Detta trots omfattande finanspolitiska stimulanser under 2020–2022 till följd av pandemin. Samtidigt innebar det låga ränteläget under de första åren av utvärderingsperioden att räntebetalningarna på skulden sjönk till historiskt låga nivåer. Under 2022 och 2023 har såväl räntorna som inflationen ökat markant. Framför allt har den ökade inflationen medfört större kostnader för realskulden.

3.1.1 En redan låg skuld fortsatte att sjunka

Statsskulden har sjunkit under utvärderingsperioden. Starka statsfinanser har inneburit att statsbudgeten visat överskott alla år under perioden utom pandemiåret 2020. Utbrottet av coronaviruset i början av 2020 och de restriktioner som infördes för att bromsa smittspridningen ledde till att aktiviteten i svensk ekonomi föll kraftigt. För att mildra de negativa effekterna på ekonomin vidtog staten omfattande stödåtgärder. Utgifterna för stöden i kombination med minskade skatteinkomster medförde ett stort underskott i statsbudgeten, en kraftigt ökad upplåning och därmed växande statsskuld. Statens budgetsaldo svängde från ett överskott på 112 miljarder kronor 2019 till ett underskott på 221 miljarder kronor 2020. Statsskulden ökade med 168 miljarder kronor.

Diagram 1 Sveriges statsskuld är låg



Anm: Okonsoliderad statsskuld
Källa: Riksgälden och SCB.

Prognosinstitutens bedömningar om en fortsatt stigande skuldkvot realiserades lyckligtvis inte. Redan under andra halvan av 2020 påbörjades en viss återhämtning. Det

stod också klart att flera av stödåtgärderna inte skulle komma att utnyttjas i så hög grad som inledningsvis antogs. Redan under 2021 vände statsbudgeten till överskott. Sammantaget blev därmed de statsfinansiella effekterna av pandemin avsevärt lägre än vad som först befarades.

År 2022 och 2023 har präglats av ekonomisk osäkerhet till följd av bland annat Rysslands invasion av Ukraina, energiförsörjningsproblem och snabbt stigande inflation. Räntorna har höjts påtagligt. Trots osäkerheten visade statsbudgeten överskott båda åren, även om överskottet blev betydligt lägre 2023. Minskningen berodde till stor del på att konjunkturavmattningen medförde att skatteinkomsterna ökade långsammare samtidigt som inflationen innebar stigande utgifter.

Utvecklingen har också fått stöd av tillfälliga effekter inom Riksgäldens nettoutlåning. Inte minst Riksbankens beslut att ersätta den del av valutaservan som lånats upp via Riksgälden med egen finansiering. Det innebar att Riksbanken amorterade valutatån på över 180 miljarder kronor under 2021–2023, vilket stärkte budgetsaldot och sänkte statsskulden. Därutöver var inflödet av kapacitetsavgifter till Svenska kraftnätets konto i Riksgälden ovanligt stora under 2021 och 2022, vilket också sänkte statsskulden. Under 2023 blev bidraget från kapacitetsavgifter i stället negativt. Inflödet var fortsatt relativt stort även 2023, men de elstöd som betalades ut under året finansierades via avgifterna.

Samtantaget innebar detta att den okonsoliderade statsskulden var 1028 miljarder kronor i slutet av 2023. Man måste gå tillbaka till åren före 1990-talskrisen för att hitta en lika låg nivå på skulden. Ser man statsskulden i relation till BNP blir bilden än starkare. Vid slutet av 2023 var skuldkvoten 16 procent. Kvoten har inte varit så låg sedan 1960-talet. En så låg skuld innebär en utmaning för skuldförvaltningen, främst då det innebär svårigheter att upprätthålla en likvid marknad för alla skuldslag.

3.1.2 Historiskt låga räntebetalningar

De kassamässiga räntebetalningarna på statsskulden har varit historiskt låga 2019–2023³. Det är främst en effekt av att det låga ränteläget successivt fick allt större genomslag i skulden i takt med att äldre obligationer med höga kupongräntor förföll och ersattes av nya med lägre räntor. I takt med att marknadsräntorna och inflationen stigit under 2022 och 2023 har även räntebetalningarna ökat. Under de två senaste åren har räntebetalningarna också påverkats av valutakursförluster till följd av att kronan försvagats. Dessa förluster var särskilt stora under 2022. De kassamässiga räntorna har fram till och med 2022 också i hög grad påverkats av positiva kurseffekter som uppstått då Riksgälden emitterat äldre obligationer. Under 2023 innebar de högre marknadsräntorna att Riksgälden i stället emitterade till underkurs.

³ De kassamässiga räntebetalningarna är de som belastar statens budget respektive år. Utvärderingen av statsskuldförvaltningen görs däremot utifrån kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde, se mer i kapitel 7.

4 Regeringens riktlinjeändringar

Regeringen styr statsskuldens förvaltning på övergripande nivå genom årliga beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Till grund för dessa beslut ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer. Detta kapitel innehåller främst en genomgång av de förändringar i riktlinjerna som genomförts 2022 och 2023. Riktlinjerna för tidigare år har kommenterats i ESV:s tidigare utvärderingar.

Tabell 1 Utvalda riktlinjeändringar 2019–2023

	2019	2020	2021	2022	2023
Statsskuldens löptid mätt som duration (år)					
Nominell kronskuld < 12 år	4,0–6,5	3,5–6,0 ¹			
Nominell kronskuld > 12 år					
Real kronskuld					
Valutaexponerad skuld					
Skuldens sammansättning					
Valutaexponerad skuld	Minskning med högst 30 miljarder kronor per år.	Oförändrad exponering, men från och med 2021 tilläts exponeringen variera som en följd av Riksgäldens valutaväxlingar.			Successiv avveckling med riktvärdet noll 2027.
Privatmarknadsupplåning	Utgår.				
Kostnad och risk					
Kostnadsmått					
Riskmått					

¹ Löptidsintervallet 2020 påverkas främst av att kronskulden och valutasulden får gemensam löptidsstyrning. Ändringen var av teknisk karaktär och det faktiska löptidsintervallet ändrades inte.

Källa: Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning för respektive år 2019 till och med 2023.

4.1 Övergripande riktlinjer präglar utvärderingsperioden

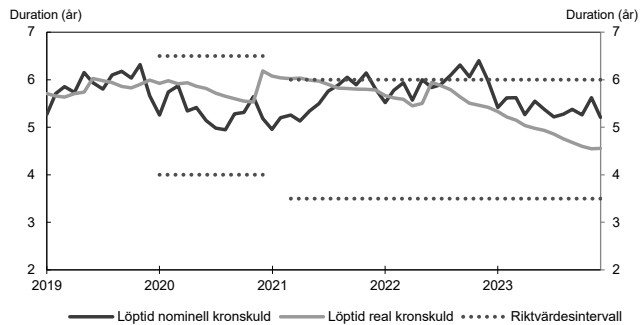
Riktlinjerna har sedan år 2018 gått mot att regeringen styr på en mer övergripande nivå än tidigare, vilket har präglat hela utvärderingsperioden 2019–2023. Riksgälden har därmed haft större utrymme att internt bestämma riktlinjer för respektive skuldslag och på så sätt bättre kunnat anpassa förvaltningen av statsskulden till rådande marknadsförutsättningar. Det är dels färre krav på hur sammansättningen ska se ut, dels färre fastställda värden på löptider och volymer. Styrningen innebär i praktiken att Riksgälden själv ska avgöra hur man bäst tillämpar de övergripande riktlinjerna. Riksgälden ska dock enligt riktlinjerna fortsatt vara transparent och tydligt redovisa sina beslut i de delar där fastställandet gått över från regeringen till Riksgälden.

Löptiderna för de olika skuldslagen har slagits ihop under perioden. Med 2019 års riktlinjer slogs löptidsstyrningen för den nominella och den reala kronskulden ihop. Regeringen gav därmed Riksgälden mandat att själva besluta om separata löptider för

respektive skuldslag. Sammanslagningen innebär att löptiden ändrades jämfört med 2018 då realskulden vid tillfället hade ett högre intervall än den nominella skulden. Löptiden breddades och den övre gränsen för intervallet ändrades mer än den nedre gränsen. Med 2020 års riktlinjer infördes en gemensam löptid för alla skuldslag. I praktiken innebär det att den separata löptiden för valutaskulden upphörde. Nivån har varit oförändrad sedan dess (tabell 1). Riksgälden angav som skäl att ett gemensamt styrintervall skulle ge en bättre överblick över ränteomsättningsrisken i skulden.⁴ Riksgälden ska dock fortfarande fastställa interna riktlinjer med löptider för de enskilda skuldslagen inom ramen för den operativa styrningen.

ESV håller fast vid sin uppfattning från tidigare utvärderingar om att det på en övergripande nivå är mer ändamålsenligt med en gemensam löptid för samtliga skuldslag. Regeringen tar på det sättet beslut på en mer övergripande nivå. Riksgälden får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter. Denna anpassning gjorde det t.ex. möjligt för Riksgälden att ändra i sin egna finans- och riskpolicy i stället för att besluta om nya riktlinjer när läget för statsfinanserna snabbt ändrades i början av pandemin 2020. Samtidigt får inte intervallet för löptiden bli för stort, eftersom styrningen i och med regeringens riktlinjer då blir mindre verksam. Skillnaden i löptid för nominell och real skuld är relativt liten, men den har varierat något under utvärderingsperioden (se diagram 2). Båda skuldslagen rymms inom samma intervall, men ligger nära, och i vissa fall över, den övre gränsen för riktvärdesintervallet

Diagram 2 Löptid för nominell kronskuld och real kronskuld 2019-2023



Källa: Riksgälden.

Det är viktigt att det finns fortsatt transparens kring beslut om löptider. Riksgälden redovisar löptiderna för respektive skuldslag i sin finans- och riskpolicy. Det skulle underlätta förståelsen om Riksgälden även motiverar ändringar i de olika skuldslagens löptider. Hur Riksgälden ser på framtida ändringar av löptiderna för de enskilda skuldslagen bör framgå i Riksgäldens förslag till riktlinjer även om de faktiska löptiderna

⁴ Riksgälden (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023, s. 19.

inte längre bestäms där. Det här är synpunkter som ESV framförde i den senaste utvärderingen som redovisades 2022, och som fortfarande ligger fast.

4.2 Valutaexponeringen ska avvecklas

Riktlinjen för valutaexponeringen var under perioden 2015–2019 att minska exponeringen med högst 30 miljarder kronor per år, men att Riksgälden skulle sikta på en minskning med 20 miljarder kronor per år. Detta ändrades i riktlinjebeslutet för 2020. Enligt riktlinjen skulle valutaexponeringen i stället hållas oförändrad i väntan på en ny fördjupad analys.⁵ Riksgälden anförde då i sitt riktlinjeförslag att tidigare bedömningar om fördelar respektive nackdelar med en valutaexponering i statsskulden kunde ha förändrats sedan frågan senast hade analyserats. Det fanns enligt Riksgälden därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering borde förändras. Dessutom hade den svenska kronan försvagats kraftigt och bedömdes vara lågt värderad, vilket innebär att en minskning av valutaexponeringen i ett sådant läge skulle medföra merkostnader.⁶ Den minskade risk som en lägre valutaexponering skulle innebära ansågs inte motivera den bedömda merkostnaden. Regeringen ansåg att det var lämpligt att behålla den dåvarande nivån på valutaexponeringen tills analysen var genomförd.⁷

ESV ansåg i föregående utvärdering av statsskuldens förvaltning att det var rätt beslut att upphöra med att minska exponeringen mot utländsk valuta 2020 i väntan på en ny analys. Riksgälden hade vid tidpunkten också tagit en position för en starkare krona och tidigare argumenterat för att positionsmandatet skulle utvidgas. Den avbrutna minskningen av valutaexponeringen blev i förlängningen ett utvidgat positionsmandat.

4.2.1 Ny analys resulterade i beslut om avveckling av valutaexponeringen

Riksgälden publicerade den sedan länge planerade analysen om valutaexponeringen i samband med förslagen till riktlinjer för 2023–2026.⁸ Riksgälden ställer två centrala frågor i sin analys där den ena handlar om huruvida det finns strategiska motiv att ha en valutaexponering som en del av skuldportföljden över tid, och den andra om hur Riksgälden på bästa sätt kan gå mot det långsiktiga riktvärdet. I den första frågan ingår bland annat avvägning mellan kostnad och risk och andra skäl som t.ex. låneberedskap. Den andra frågan rymmer taktiska överväganden.

Den nya analysen bekräftar resultaten från den första delen av analysen som presenterades i riktlinjeförslaget för 2021–2024. Riksgäldens slutsats är att det inte finns skäl att ha exponering mot utländsk valuta i statsskulden och att exponeringen därför bör avvecklas. Valutaexponeringen ger enligt Riksgälden ingen systematisk besparing samtidigt som kostnadsvariationen ökar. Enligt Riksgälden finns det inte heller några operativa skäl att ha valutaexponering. Riktvärdet bör därför vara noll. Statsskuldens faktiska valutaexponering kan dock fortsatt variera runt riktvärdet eftersom Riksgälden hanterar valutaflöden och valutarisker i den löpande verksamheten.

⁵ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

⁶ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023, s. 18

⁷ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

⁸ Riksgäldskontoret (2022): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2023–2026, s. 10–16.

De volatila valutakurserna är ett viktigt skäl till beslutet. Valutaexponeringen medför ökad variation i kostnaden för statsskulden samtidigt som exponeringen inte bidrar till att systematiskt minska kostnaden över tid. Men denna volatilitet kan innebära att exponeringen kan resultera i såväl minskade som ökade kostnader under den begränsade tidsperiod som exponeringen avvecklas. Det är samtidigt mycket svårt att prognostisera utvecklingen av valutakurser. Därför baseras Riksgäldens analys på olika valutakursscenarier. För att analysera kostnad och risk använder Riksgälden olika tillvägagångssätt och olika tidsperioder för avvecklingen.

Sammantaget genomförde Riksgälden 100 simuleringar för kronkursens utveckling mot euron för perioden mars 2022 till 2046. Simuleringsresultaten ska sammantaget visa avvägningen mellan potentiell kostnadsfördel och risk relaterat till avvecklingsperiodens längd. För att analysera kostnadsfördelen med olika avvecklingstakt har avvecklingen fått variera mellan 10 och 40 miljarder kronor per år och ansats. Kostnadsfördelen redovisas som genomsnittet av samtliga simuleringar (100) per ansats samt som genomsnittet av de 5 procent av simuleringarna med lägst kostnadsfördel.⁹ Ansatserna för simulering av valutakursens utveckling bygger på olika antaganden: 1) valutakurserna tenderar att återgå till sitt historiska genomsnittliga värde (mean reversion), 2) förändringar i valutakursen är slumpmässiga utan trend (random walk) och 3) förändringar i valutakursen fås genom att slumpmässigt dra historiska utfall (bootstrap).

Resultaten visade att valutakursutvecklingen förstärktes, försvagades eller var oförändrade beroende på ansats. Konfidensintervallen skiljde sig också åt mellan ansatserna, där större bredd innebär större risk. Riksgälden landade i sin analys på en avvecklingstakt på 25 miljarder kronor per år under en period på fyra år.

4.2.2 ESV:s kommentar

ESV välkomnar analysen som Riksgälden presenterade i samband med riktlinjeförslaget för 2023–2026. Då analysen tydligt visar att valutaexponeringen inte innebär någon systematisk kostnadsbesparing, samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar är det rimligt att avveckla exponeringen. Inte heller statens låneberedskap påverkas av avvecklingen, då Riksgälden fortsatt har möjlighet att ta upp lån i utländsk valuta på marknaden. Detta eftersom valutaexponeringen skapats via derivatinstrument.

ESV har heller inget att invända mot den valda längden på avvecklingsperioden. En långsam avvecklingstakt innebär att riskerna kvarstår längre och dessutom ökar, medan en snabbare takt bl.a. medför en risk att en stor del av avvecklingen kan ske under en period då kronan är tillfälligt svag. Givet de stora osäkerheter som råder kring framtida valutakursutvecklingar är en fyraårsperiod en rimlig medelväg för att balansera kostnad och risk.

ESV kan också konstatera att Riksgäldens beslut att pausa avvecklingen av valutaexponeringen under 2020-2022 hittills inneburit en merkostnad för statsskulden då kronan försvagats under perioden (främst under 2022). Om avvecklingen tillåts fortsätta i den då planerade takt på 20 miljarder kronor per år hade kostnaden hittills blivit avsevärt lägre. Den totala effekten går dock att fastställa först när exponeringen är

⁹ Conditional Value-at-Risk (CVaR), ett etablerat mått på risk.

helt avvecklad. Om kronan stärks framöver minskar kostnadsskillnaden, men den kan också öka ytterligare om kronförsvagningen fortsätter. (se mer i avsnitt 7.2).

4.3 Oförändrad andel realskuld, trots dåligt fungerande marknad

Realobligationernas andel av den totala skulden ska uppgå till 20 procent. Andelen real kronaskuld justerades senast i riktlinjerna för 2015 på grund av nya beräkningsprinciper för statsskuldens andelar. Det är svårt av flera skäl att på kort sikt styra andelen realskuld. Marknaden för realobligationer är relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella statsobligationer

ESV har i tidigare granskningar av statsskuld förvaltningen påpekat att den låga statsskulden och det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden. Eftersom marknaden för realobligationer är liten är den relevanta frågan vad gäller realobligationerna inte vilken andel de ska utgöra av totala skulden, utan snarare om de ska ingå alls i sammansättningen. Om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla realskulden på nuvarande nivå bör Riksgälden analysera huruvida upplåning i realobligationer är fortsatt rimlig på sikt. Frågan analyseras på flera håll i världen, exempelvis slutade Tyskland att ge ut realobligationer under 2023.

Riksgälden genomförde under 2023 en enkätundersökning bland återförsäljare och svenska investerare. De svar som Riksgälden fick in från marknadsaktörerna stödjer bilden att marknaden för realobligationer inte fungerar på ett tillfredsställande sätt. Riksgälden har noterat att aktiviteten på marknaden har förändrats, bland annat genom lägre efterfrågan i auktionerna och minskad omsättning på andrahandsmarknaden. Även om det finns ett intresse för skuldslaget gör den dåliga marknadlikviditeten att efterfrågan blir låg. Det kan konstateras att 20 procent av en internationellt sett mycket låg statsskuld är i minsta laget för att upprätthålla en likvid marknad. Det är heller inte lämpligt att utöka andelen då det skulle behöva ske på bekostnad av nominella obligationer.

Samtidigt innebär de redan utestående realobligationerna att det finns ett åtagande gentemot investerarna och det är viktigt att bevara förtroendet för den svenska staten som emittent. En eventuell avveckling av realobligationerna är därför inte problemfri. Riksgälden bör fortsätta analysarbetet kring detta och så snart det är möjligt redovisa slutsatser där det tydligt framgår vilka avvägningar som gjorts även kopplat till marknaden för de nominella obligationerna.

5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid

Riksgälden har som uppdrag att ansvara för upplåning och förvaltning av statsskulden. Inom ramen för uppdraget ska Riksgälden sträva efter att uppnå det övergripande målet om att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen av statsskulden med beaktande av risk. Samtidigt ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Målformuleringen är bred, vilket gör det svårt att exakt bedöma hur väl Riksgälden lyckas uppfylla målet.

Styrningen av den praktiska tillämpningen av förvaltningen sker inom ramen för de riktlinjer som regeringen årligen beslutar om. I både riktlinjerna och i myndighetens instruktion framgår att Riksgälden ska fastställa principer för hur regeringens riktlinjer ska genomföras i praktiken. Riksgälden ska således ta fram interna riktlinjer som grundar sig på regeringens. De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldens styrelse och publiceras i myndighetens rapport *Finans- och riskpolicy*. Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronskuld, valuta fördelningen i valutaexponeringen samt principer för marknads- och skuldvärd. Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis. Strategierna syftar till att skapa en effektiv statsskuld förvaltning och en bra infrastruktur för statspappersmarknaden. Vidare syftar strategierna till att främja transparens och förutsägbarhet i upplåningen. Riksgälden publicerar prognoser för lånebehovet tillsammans med en låneplan tre gånger per år. Låneplanen utgör underlag för beslut om emissioner.

I de årliga riktlinjerna görs en avvägning mellan kostnad och risk för statsskuld förvaltningen. Detta görs främst genom valet av skuldens sammansättning och löptid.

5.1 Skuldens sammansättning och löptid har följt riktlinjerna

ESV:s bedömning är att Riksgälden i stort har uppfyllt regeringens riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid. Men det bör noteras att realskuldens andel i genomsnitt har legat över sitt riktvärde på 20 procent av statsskulden under nästan hela utvärderingsperioden. Det är dock svårt av flera skäl att på kort sikt styra andelen realskuld. Marknaden för realobligationer är relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella statsobligationer.

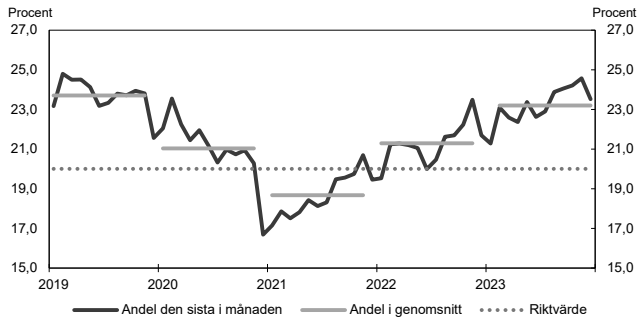
När det gäller löptid har Riksgälden hållit sig till löptidsintervallet som riktlinjerna stipulerar, men löptiden för både realskulden och den nominella kronskulden har legat nära övre gränsen för intervallet och i vissa fall även överskridit den. Det är samtidigt viktigt att komma ihåg att perioden 2019–2023 rymmer flera år av osäkerhet kring lånebehovet och statsskuldens utveckling med pandemiåtgärder från början av 2020 till slutet av 2022. Den mer övergripande löptidsstyrningen som numera präglar riktlinjerna är en viktig faktor som i sammanhanget har underlättat för Riksgälden. Riksgälden har med andra ord haft den flexibilitet de behövt för att snabbt anpassa upplåningen till

rådande omständigheter. Valutaexponeringen var oförändrad ända fram till beslutet att avveckla den. Avvecklingen påbörjades under 2023.

5.1.1 Realskuldens andel ligger över riktvärdet

Den reala skulden ska på lång sikt uppgå till 20 procent av den totala skulden enligt riktlinjerna. Detta riktvärde har gällt sedan 2015. Under 2019–2020 minskade andelen. Trots det låg andelen betydligt över riktvärdet (se diagram 2.3). Under 2020 steg statsskulden snabbt till följd av pandemin samtidigt som realobligation 3102 förföll under året. Det bidrog tillsammans till att andelen minskade. I december 2020 nådde andelen sin lägsta nivå på 16,7 procent. Under 2022–2023 ökade andelen realskuld trendmässigt och hamnade åter över riktvärdet. Andelen var 23,2 procent i genomsnitt under 2023. Ökningen av realskuldens andel beror främst på att statsskulden har minskat relativt snabbt sedan 2021. Det är en automatisk effekt som uppstår på kort sikt eftersom realskuldens andel inte kan anpassas till rådande omständigheter lika snabbt som andra skudslag. Samtidigt har den höga inflationen under 2022 och 2023 bidragit till att höja realskulden. Därutöver förföll en nominell- och en realobligation i juni 2022, varav den nominella (1051) var betydligt större än den reala (3108). Riksgälden räknar med att andelen kommer att vara över riktvärdet fram till 2025 då nästa realobligationsförfall sker.

Diagram 3 Andel realskuld per den sista i månaden samt i genomsnitt per år i förhållande till riktvärdet åren 2019–2023



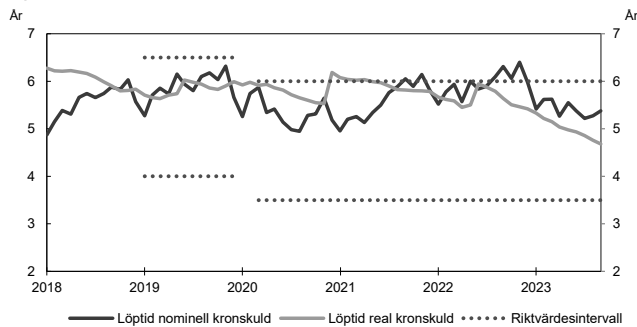
Anm.: Det årliga genomsnittet baseras på sista utfallet per månad.
Källa: ESV:s bearbetning av Riksgäldens statistik.

5.1.2 Löptiden för nominell och real skuld nära övre gränsen för löptidsintervallet

Riksgälden har hållit sig till det löptidsintervall som riktlinjerna stipulerar, men löptiden för både reala och den nominella kronskulden har legat nära övre gränsen för intervallet och i vissa fall även överskridit den (se diagram 4). Från och med 2020 innefattar riktvärdet hela statsskulden, dvs. även den valutaexponerade skulden, vilket innebär att den totala skulden varit inom intervallet. Under 2023 har löptiden för real och nominell

skuld successivt blivit kortare och därmed närmare mitten av löptidsintervallet. I inledningen av pandemin 2020 täcktes det ökande lånebehovet till stor del av kort upplåning, vilket sänkte löptiden. I takt med att det stod klart att de statsfinansiella effekterna av pandemin skulle bli betydligt mindre än vad som bedömdes inledningsvis, minskade den korta upplåningen och löptiden ökade igen. Denna effekt förstärktes av att Riksgälden gav ut en 50-årig obligation under 2021. Under 2022 och 2023 sjönk löptiden, vilket till stor del förklaras av att stigande marknadsräntor innebär sjunkande duration.

Diagram 4 Nominell- och real kronskuld, löptid i förhållande till riktmärket för löptidsintervallet



Anm. Löptid som utfall den sista i månaden. Från 2020 avser riktmärket även den valutaexponerade skulden.
Källa: Riksgälden.

5.1.3 Valutaexponeringen började avvecklas 2023

Statsskulden är exponerad mot flera utländska valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc.

Valutaexponeringen var i stora drag oförändrad mellan 2020 och 2022 i väntan på Riksgäldens översyn av förutsättningarna för statsskuldens valutasammansättning. Valutakurser är volatila och mycket svåra att förutspå, en mängd olika faktorer påverkar kursutvecklingen. Det är därför svårt att i förväg bedöma den slutliga utgången av den oförändrade valutaexponeringen och i fall det skulle ha blivit mer fördelaktigt med en fortsatt minskning av exponeringen. Under 2020 stärktes kronan trendmässigt mot samtliga valutor i valutaexponeringen. Det motsatta, det vill säga en försvagning av kronan, inträffade i stort sett under hela perioden 2021–2023. Riksgälden konstaterade i sin utvärdering 2022 att försvagningen av kronan har medfört en ökad kostnad för statsskulden på 5 miljarder kronor under perioden 2020–2022 då valutaexponeringen var oförändrad.¹⁰ Riksgälden poängterade dock att den totala effekten kan fastställas först när valutaexponeringen är avvecklad. Minskningen av exponeringen återupptogs

¹⁰ Riksgälden (2023): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2022, s. 54.

under 2023 och ska vara avslutad 2026. För mer utförliga resonemang kring kostnaden för statsskulden se kapitel 7.

5.1.4 Totala statsskuldens löptid inom intervallet

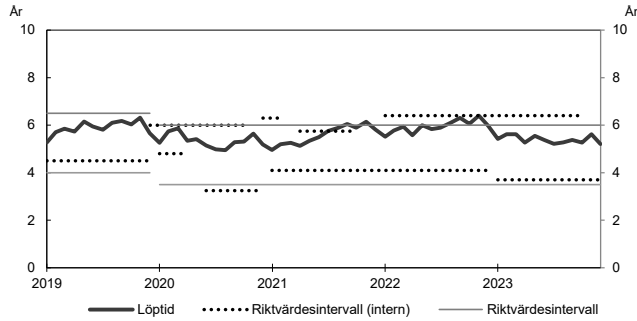
I regeringens riktlinjer för 2019 slogs löptidsmålen för den nominella och reala kronskulden ihop till ett gemensamt löptidsintervall på 4–6,5 år, mätt som duration. Året därpå togs ytterligare ett steg då regeringen beslutade om ett gemensamt löptidsintervall för hela statsskulden (dvs. inklusive valutaskulden) på 3,5–6 år. Detta löptidsintervall har legat fast sedan dess. Regeringens mer övergripande styrning av statsskuldens löptid har därmed präglat hela utvärderingsperioden 2019–2023. Riksgälden tar dock fortsatt fram interna riktvärden för de olika skuldslagens löptidsintervall. Dessa beslutas av Riksgäldens styrelse och presenteras i den årliga publikationen *Finans- och riskpolicy*. Exempelvis beslutade Riksgälden att riktvärdena för löptiden 2021 och 2022 skulle vara 4,1–6,4 år för den nominella skulden, 5,1–6,6 år för realskulden och 0–1 år för valutaskulden. År 2023 tog Riksgälden beslut om ändrade riktlinjer där riktvärdena för den nominella skulden blev 3,7–6,0 år och för den reala skulden 4,4–5,6 år. Statsskuldens löptid har varit inom intervallen både 2022 och 2023.

5.1.5 Nominella skuldens löptid påverkas av svängningar i lånebehovet

Den nominella kronskulden påverkas i betydligt större utsträckning än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet. Det beror på att huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs. statsskuldsväxlar och stora delar av likviditetsförvaltningen, ingår i detta skuldslag. För skuldförvaltningen har de senaste årens kraftiga svängningar från budgetöverskott till underskott som sedan åter svängde till överskott inneburit stora utmaningar – inte minst med hänsyn till hur svårprognostiserad utvecklingen varit under perioden. Stora budgetöverskott åren närmast före pandemin övergick i ett stort underskott 2020 för att åter övergå i överskott 2021–2023. Löptiden ökade under 2021 och närmade sig den övre gränsen för intervallet som även överskreds mot slutet av året. Under 2022 låg löptiden på eller över gränsen för intervallet. Detta speglas i anpassningen uppåt av de interna riktlinjerna som Riksgälden beslutade om för 2021 och 2022 (diagram 2.5). Däremot har löptiden under 2023 sakta börjat minska och närma sig mitten av riktvärdesintervallet, vilket även det syns i anpassningen av de interna riktlinjerna nedåt.

När pandemin bröt ut i början av 2020 steg lånebehovet snabbt, vilket medförde stora förändringar i upplåningen. Det ökade lånebehovet möttes inledningsvis huvudsakligen med kortfristig upplåning. I den stora osäkerheten som rådde under våren 2020, prognostiserades betydligt större lånebehov än vad som slutligen blev fallet. Det innebar att Riksgälden i maj 2020 beslutade att sänka riktvärdet för den nominella skulden från 4,8–6,3 år till 3,25–5,75 år. Eftersom lånebehovet för 2020 slutligen blev lägre än vad som förutspåddes utblev en del av den planerade kortfristiga upplåningen och en större del finansierades på längre löptider. Löptiden steg därmed under andra halvåret, men höll sig inom intervallet.

Diagram 5 Den nominella skuldens löptid 2019–2023



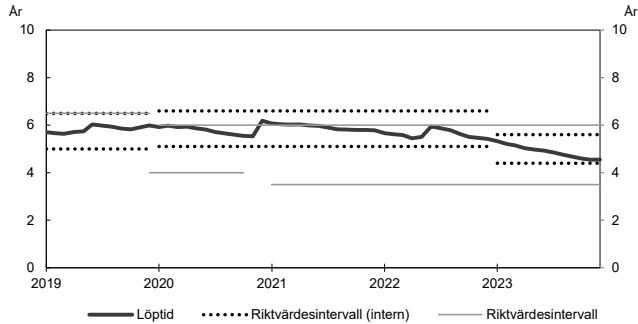
Källa: Riksgälden.

För 2021 fastställde Riksgälden löptidsintervallet för den nominella skulden till 4,1–6,4 år. Den starka ekonomiska återhämtningen innebar att budgetsaldot vände till överskott och lånebehovet minskade snabbt. Förstärkningen av statsfinanserna blev betydligt större än vad de flesta prognosmakare hade räknat med. Det innebar att den kortfristiga upplåningen minskade snabbare än den långfristiga och löptiden hamnade i den övre delen av intervallet. Effekten förstärktes ytterligare av att Riksgälden emitterade en ny 50-årig obligation i juni 2021. Även under 2022 låg löptiden nära och stundtals över riktvärdet. Det kan till del förklaras av att statsfinanserna utvecklades starkare än väntat och statsbudgeten visade ett stort överskott. Statsfinanserna överraskade positivt också under 2023 även om budgetöverskottet blev betydligt lägre än 2022. Det innebar att löptiden låg kvar i den högre delen av intervallet.

5.1.6 Gradvis sjunkande löptid för realskulden

Löptiden för den reala skulden har sjunkit trendmässigt under 2019–2023. Inför 2019 sänktes riktvärdet för den reala skuldens löptid från 6–9 år till 5–6,5 år enligt Riksgäldens interna riktlinjer, vilket också innebar att intervallet smalnades av. Under 2020–2022 har riktvärdet varit 5,1 till 6,6 år för att åter ändras 2023 till 4,4–5,6 år. Den senare ändringen innebär att intervallet åter smalnades av och att det numera ligger närmare regeringens riktlinjeintervall på 3,5–6,0 år (diagram 2.6).

Diagram 6 Realskuldens löptid 2019–2023



Källa: Riksgälden.

Löptiden låg nära mitten av intervallet under 2019–2022. Vissa undantag inträffade under perioden, exempelvis ett hopp under 2020 i samband med att realobligation 3102 förföll. Löptiden sjönk under månaderna fram till förfallet och steg sedan kraftigt. Inga realobligationer förföll under 2021, vilket innebar att löptiden hade en mer jämn utveckling även om den sjönk gradvis under året och ända fram till juni 2022. Då förföll realobligation 3108 vilket bidrog till nästa hopp uppåt i löptiden.

Den sjunkande löptiden under 2021 och första halvan av 2022 berodde främst på att introduktionen av en ny 18-årig obligation inte föll särskilt väl ut. Efterfrågan var låg och den sålda volymen blev mindre än hälften av det som var planerat. Den fortsatt sjunkande löptiden från mitten av 2022 och under hela 2023 beror på att realskuldens duration bestäms av löptiden på de utestående obligationerna och förändringar i marknadsräntorna. I dagsläget är det löptiden på de utestående obligationerna som betyder mest. Dessutom fick den planerade introduktionen av en 10-årig realobligation skjutas upp ett antal gånger, vilket också bidrog till att löptiden fortsatte sjunka. I upplämningsplanen från februari 2023 motiverar Riksgälden uppskjutandet med behovet av att bättre förstå marknadens efterfrågan på realobligationer innan planen att introducera en sådan verkställs.¹¹ Riksgälden planerar däremot att under 2024 erbjuda ett inbyte på 3 miljarder kronor i realobligationen 3109, som förfaller den 1 juni 2025, mot en längre obligation.¹²

Riktvärdesintervallet för valutaexponeringens löptid har varit 0-1 år under hela perioden 2019-2023. Löptiden har legat stabilt i den nedre delen av intervallet under hela perioden. Det är i sig naturligt då valutaskuldens löptid är enklare att styra då den till största del består av korta derivatinstrument.

¹¹ Riksgälden (2023): Statsuppläning, prognos och analys 2023:1, s. 39.

¹² Riksgälden (2023): Statsuppläning, prognos och analys 2023:3, s. 37.

5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård

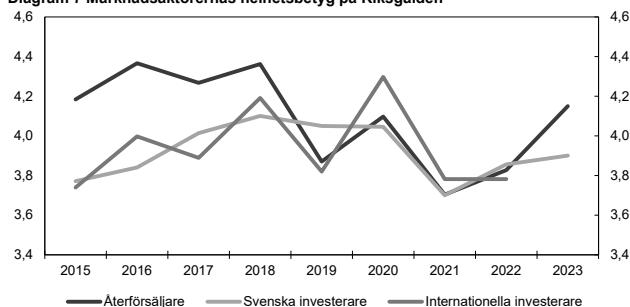
Riksgälden ska genom skuld- och marknadsvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl. Syftet är att minimera kostnaderna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska Riksgälden också besluta om principer som är vägledande i detta arbete. Principerna fastställs årligen i Riksgäldens finans- och riskpolicy.

5.2.1 Något högre helhetsbetyg 2023

Genom en årlig enkätundersökning följer Riksgälden vad återförsäljare och investerare anser om strategierna och sättet att genomföra dem. Undersökningen har genomförts sedan 2004. Resultatet visar dels hur marknadsaktörerna värderar betydelsen av Riksgäldens förvaltningsstrategier, dels hur väl de anser att strategierna uppfylls. Det görs även en helhetsbedömning där betygen vägs samman utifrån den betydelse faktorerna anses ha. Utvärderingsskalan är 1–5, där ett värde på 4 eller högre tolkas som utmärkt och ett värde under 3 som underkänt.

Resultatet av undersökningen 2023 visar en fortsatt uppgång i helhetsbetyget jämfört med 2022. Det innebär att återhämtningen efter den kraftiga nedgången 2021 fortsatte. Försvagningen av betyget för 2021 var främst kopplad till introduktionen av den 50-åriga obligationen. I genomsnitt över de senaste åren har betygen legat nära eller över 4, dvs. den nivå som betraktas som utmärkt. Det är fortsatt Riksgäldens marknadsvård och kommunikation som ses som de främsta styrkorna.

Diagram 7 Marknadsaktörernas helhetsbetyg på Riksgälden



Anm: Antalet svar från utländska investerare var för lågt för att generera ett resultat 2023.

Källa: Riksgälden och Kantar Sifo.

Betyget från både återförsäljare och svenska investerare steg i undersökningen 2023. Däremot blev svaren från internationella investerare för få för att generera ett resultat. Detta bör inte ha påverkat totalresultatet i någon större utsträckning. Sett till tidigare års undersökningar har utländska investerare i genomsnitt svarat ungefär som de svenska. En anledning till den låga svarsfrekvensen kan vara att det blivit svårare att hitta rätt personer i organisationerna till följd av GDPR. En annan anledning kan vara att

utländska investerare i allt mindre utsträckning handlar svenska statspapper. Utländska investerares ägarandel av statsskulden har minskat under en längre period.

5.2.2 Marknadsvärd genom repor fortsatt viktigast

Marknadsvärd genom repor har stor betydelse för återförsäljarna. Riksgäldens obegränsade repofacilitet innebär att återförsäljarna alltid har tillgång till obligationer, vilket bedöms som nödvändigt för att återförsäljarna ska kunna fullfölja sina åtaganden. Betydelsen av marknadsvärd genom repor i statspapper är den faktor som rankas högst bland återförsäljare i undersökningarna 2019–2023. Betydelsen minskade dock något i den senaste undersökningen. Det är också den kategori där Riksgälden får högst betyg. Återförsäljarnas betyg har varit 4 eller högre i samtliga undersökningar 2019–2023. Betyget steg också i undersökningen 2023, från 4,3 2022 till 4,7. När det gäller marknadsvärd i form av löpande byten i realobligationer är betygen lägre och har varierat strax över 3 i de senaste årens undersökningar.

5.2.3 Låga betyg för likviditeten på statspappersmarknaden

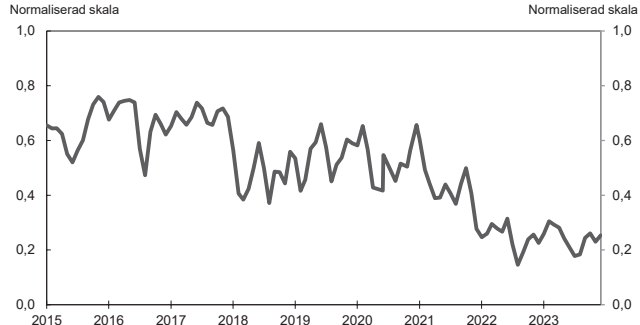
Frågor angående likviditet och pristransparens i andrahandsmarknaden har under de senaste åren fått låga betyg bland återförsäljare och andra aktörer på marknaden. Jämfört med för ett år sedan är aktörerna något mer positivt inställda till den svenska statspappersmarknaden. Det förklaras till stor del av att Riksbanken börjat minska sitt innehav, vilket innebär att den handlingsbara volymen av obligationer gradvis ökat. Riksbankens innehav är dock fortsatt stort och ses fortfarande som ett problem.

6 Likviditeten på statsobligationsmarknaden

En grundförutsättning för en väl fungerande handel i statspapper och andra värdepapper är likviditet. Likviditet är ett mångfacetterat begrepp som kan ta sig olika uttryck. I vid mening karakteriseras en likvid statspappersmarknad av att det ska vara möjligt att till givna priser och med kort varsel kunna köpa och sälja statsobligationer och statsskuldväxlar till små transaktionskostnader. Om likviditeten på marknaden minskar kommer prisbildningen att försämrans vilket leder till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer. På lång sikt kan detta leda till högre räntekostnader och större skillnad mellan köp- och säljpris, som medför högre upplåningskostnader för staten, större svårigheter att låna upp stora belopp vid enskilda tillfällen, och att attrahera investerare som söker investeringar med låg risk.

Det finns flera dimensioner av likviditeten som fångas olika bra med olika mått. Finansinspektionen har utvecklat ett likviditetsindex för nominella statsobligationer som syftar till att ge en övergripande bild av marknadslikviditeten. Indexet aggregerar flera olika enskilda indikatorer avseende transaktioner, omsättning och priser på statsobligationsmarknaden. Det fångar på så vis olika dimensioner av likviditeten på marknaden i ett och samma mått.¹³ Ett högre värde motsvarar högre likviditet på marknaden. Likviditetsindexet sjönk 2019–2022 och stabiliserades därefter på en låg nivå under 2023.

Diagram 8 Marknadslikviditet för statsobligationer



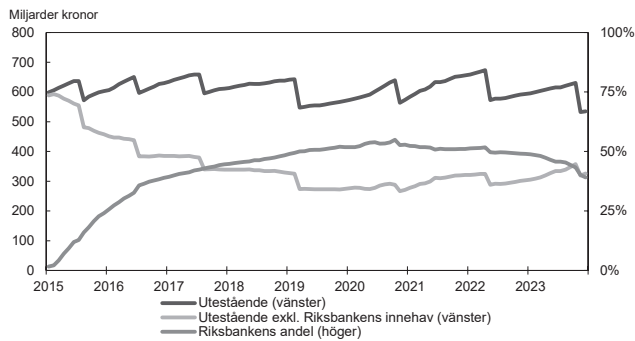
Anm. Finansinspektionens likviditetsindex. Högre värden motsvarar högre likviditet. Två månaders glidande medelvärde. Källa: Riksgälden

Som nämnts i förra avsnittet om marknadsvärd så får likviditeten på statspappersmarknaden låga betyg av återförsäljare och andra aktörer på marknaden, även om den förbättrats något under 2023. Den främsta orsaken till förbättringen anges vara att Riksbanken började sälja sina innehav 2023, vilket ökade volymen av obligationer som

¹³ Finansinspektionen (2020): FI analys 2020:21 Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden

var tillgänglig för handel. Samtidigt har räntorna stigit, vilket ökat intresset för handel med statsobligationer. I diagram 9 nedan redovisas utestående nominella statsobligationer och Riksbankens innehav av dessa. Utestående obligationer exklusive Riksbankens innehav ökade något under 2023 och låg i genomsnitt på 328 miljarder kronor, jämfört med 304 miljarder kronor 2021 och 2022. Riksbankens andel av de utestående obligationerna har sjunkit från som mest 55 procent i oktober 2020, till 39 procent vid utgången av 2023.

Diagram 9 Utestående nominella statsobligationer och Riksbankens innehav



Källa: Riksgälden

6.1 Riksgäldens möjligheter och åtgärder för att motverka minskad likviditet

Riksgälden kan inte erbjuda ett större utbud av statspapper än vad som krävs för att finansiera statens lånebehov. Riksgälden har därför ett antal strategier för att upprätthålla och hjälpa statsobligationsmarknaden.

För att stimulera marknadens funktion och förbättra likviditeten använder Riksgälden återförsäljare (marknadsgaranter), vanligtvis banker.¹⁴ Återförsäljarna har genom avtal med Riksgälden förbundit sig att agera på ett visst sätt. I primärmarknaden är återförsäljarna exempelvis tvingade att lägga bud i auktionerna, vilket minskar risken att Riksgälden ska behöva dra ner eller ställa in en auktion. I sekundärmarknaden ska återförsäljarna fungera som ett slags smörjmedel och bidra till god likviditet och pristransparens. Det gör de bland annat genom att på begäran ställa bindande köp- och säljräntor på kundmarknaden och kontinuerligt tillhandahålla indikativa köp- och säljräntor i marknadens informationssystem. Om återförsäljarna fullgör sina åtaganden i primär- och sekundärmarknaden får de provision.¹⁵

Riksgälden försöker också koncentrera upplåningen till ett begränsat antal så kallade benchmarklån. Genom att koncentrera skuldstocken till ett litet antal lån med samma

¹⁴ Riksgälden har 6 återförsäljare 2023.

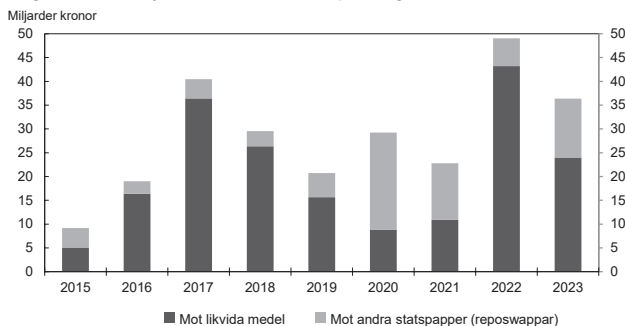
¹⁵ Återförsäljaravtal avseende statsobligationer 2019.

struktur förbättras utbytarheten mellan lån vilket skapar förutsättningar för en aktiv handel och att den utestående volymen blir tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet.

Riksgälden har också ett marknadsåtagande via repomarknaden.¹⁶ Riksgälden erbjuder två typer av marknadsvärdande repofaciliteter. I den ena kan återförsäljarna repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper lånas i utbyte mot ett annat. Ytterligare ett sätt att främja likviditeten är att Riksgälden erbjuder löpande byten av realobligationer mellan utgåvor på återförsäljarnas förfrågan.

Nyttjandet av repofaciliteten ökade markant under 2022, särskilt mot likvida medel. Riksgälden bedömer att det sannolikt berott på bristen på statspapper på marknaden. När Riksbanken under 2023 började sälja sina innehav i stället för att köpa har nyttjandet av repofaciliteten minskat.

Diagram 10 Volym marknadsvärdande repor, årsgenomsnitt 2015–2023



Anm.: Diagrammet visar genomsnittet av utestående nominella belopp av det underliggande värdepappret.
Källa: Riksgälden

6.1.1 ESV:s kommentar

Bristen på likviditet på statspappersmarknaden är inget nytt problem. Den har lyfts fram vid de senaste utvärderingarna av statsskuldsvärdningen. Problemet tas också upp i Riksgäldens årliga undersökningar bland marknadsaktörer. Statens lånebehov är lågt, vilket i sig inte bör betraktas som ett problem, men en stadigt minskande statsskuld gör att utbudet av statspapper kommer att vara fortsatt begränsat. Även om Riksbanken påbörjat försäljningen av sina innehav, vilket förbättrar likviditeten, kommer innehavet att vara fortsatt relativt stort de närmsta åren. På kort sikt kan Riksgälden underlätta den

¹⁶ Repa är en förkortning av repurchase agreement. Det är ett avtal om försäljning av ett värdepapper där säljaren samtidigt lovar att återköpa pappret om en viss tid till ett visst pris. Repan kan också vara omvänd, det vill säga avtal om köp av ett papper i kombination med framtida försäljning.

minskade likviditeten på statspappersmarknaden genom den obegränsade repofacilitet som de redan erbjuder.

Om den försämrade likviditeten bedöms kvarstå och vara ett tillräckligt stort problem på längre sikt, kan Riksgälden underlätta situationen genom att öka andelen nominella statsobligationer och i högre grad koncentrera upplåningen till benchmarklån. I praktiken skulle det innebära att föreslå en ändring av riktlinjen om 20 procents realskuld. ESV har tagit upp detta i tidigare utvärderingar av statsskuldsförvaltningen, och även lyft frågan om realobligationer kan utgå helt som skuldslag. ESV uppmanar till en grundligare analys i frågan.

ESV kan även notera att emissionen av en 50-årig statsobligation 2021 inte har förbättrat likviditeten på obligationsmarknaden i det avseendet att upplåningen inte har koncentrerats till benchmarklån. Även om beloppet är relativt litet i sammanhanget, 10 miljarder kronor, anser ESV att kommunikationen kring denna emission borde ha varit tydligare med avseende på de avvägningar som gjorts.

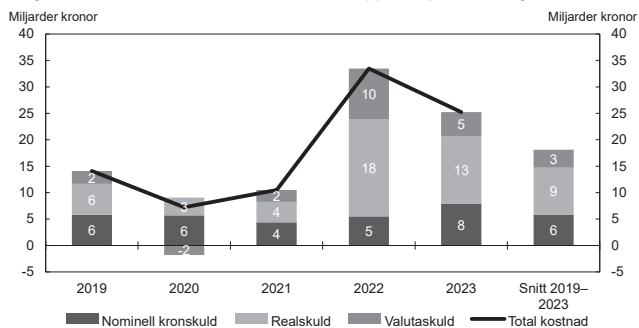
7 Utvärdering av kostnad och risk

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskuden med beaktande av risk. I regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen bestäms avvägningen mellan kostnad och risk, medan det i Riksgäldens interna riktlinjer bestäms riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldsförvaltningen. När det gäller realupplåning ska den realiserade skillnaden i kostnader mellan real och nominell upplåning redovisas. Positioner inom givna mandat ska resultatföras och utvärderas löpande i termer av marknadsvärden.

7.1 Kostnaden ökade markant 2022–2023, men inte till följd av det högre ränteläget

I Riksgäldens utvärderingar redovisas resultaten dels som kostnad i miljarder kronor, dels som genomsnittlig effektiv ränta för respektive skuldslag. Den senare utgörs av en kvot mellan kostnaden i miljarder kronor och den utestående skulden per skuldslag.¹⁷ Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde vilket innebär att instrumenten värderas till sin emissionsränta med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

Diagram 11 Total kostnad för statsskuden uppdelad per skuldslag 2019–2023



Anm.: Beräkningen är baserad på principen om upplupet anskaffningsvärde.
Källa: Riksgälden.

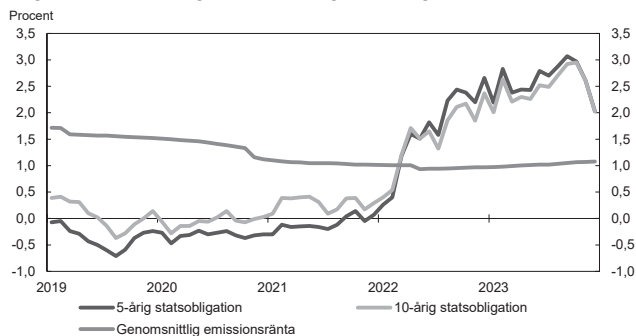
Den totala kostnaden för statsskuden mätt i miljarder kronor har varit låg under en längre tid och sjönk under perioden 2019–2021 för den nominella och reala kronskulden, medan den varierat på en låg nivå för valutaexponeringen. År 2022 steg i stället den totala kostnaden för statsskuden med 25 miljarder kronor jämfört med 2021, till totalt 33 miljarder kronor. Realskulden stod för mer än hälften av kostnaden 2022, medan valutaexponeringen stod för nära en tredjedel (diagram 11). Orsaken till de ökade

¹⁷ Den utestående skulden som används är snittstocken per år för respektive skuldslag, i termer av upplupet anskaffningsvärde.

kostnaderna är den höga inflationen och en svagare krona. Högre inflation medför högre inflationskompensation för realobligationer, och svagare krona medför valutakursförluster för valutaexponeringen. Kostnaderna var fortsatt höga under 2023, om än något lägre än 2022. För realskulden beror det på att inflationsindexeringen sker med tre månaders eftersläpning, och mätt t.o.m. oktober respektive år var inflationen högre 2022 jämfört med 2023. För valutaexponeringen beror det på att kronan försvagades mer under 2022 än 2023.

Utöver hög inflation och svag krona har 2022 och 2023 utmärkts av stigande marknadsräntor. Detta har inte fått genomslag i kostnaderna för statsskulden mer än på marginalen, eftersom endast en mindre del av skulden har omsatts i nya lån under dessa år. Det är framför allt penningmarknadsupplåningen och derivatinstrument med kort bindningstid som har påverkats, och omkring en tiondel av utestående nominella obligationer. Att kostnaderna för kronskulden ökade från 5 miljarder kronor 2022 till 8 miljarder kronor 2023 beror till största delen på högre räntor. Diagram 12 redovisar den genomsnittliga emissionsräntan för utestående obligationer och statsobligationsräntor under 2019–2023. I diagrammet blir trögheten i genomslaget tydlig i och med att den genomsnittliga emissionsräntan successivt har sjunkit till och med inledningen av 2022 samtidigt som statsobligationsräntorna under motsvarande period har varit ungefär oförändrade. Från och med andra halvan av 2022 har det skett en viss uppgång i den genomsnittliga emissionsräntan, samtidigt som det skett en brant ökning i obligationsräntorna. Om det högre ränteläget består kommer det att påverka kostnaderna för statsskulden i högre grad allt eftersom utestående lån med låg ränta ersätts av nya lån med högre ränta, och då kommer alltså den genomsnittliga emissionsräntan att fortsätta stiga.

Diagram 12 Statsobligationsräntor och genomsnittlig emissionsränta



Anm.: Diagrammet visar statsobligationsräntor på fem respektive tio år samt genomsnittlig emissionsränta för Riksgäldens utestående nominella statsobligationer, alltså den ränta som Riksgälden i genomsnitt har lånat upp den utestående skulden till.

Källa: Riksgälden

Utvärdering av kostnad och risk

För att kunna jämföra kostnaderna mellan skuldslagen utan hänsyn till deras andel av den totala skulden används den genomsnittliga effektiva räntan, som framgår av tabell 2. Uttryckt på detta sätt kan även de totala kostnaderna för skulden jämföras mellan år utan hänsyn till att en minskande skuld medför lägre kostnader.

Tabell 2 Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta

Procent	2019	2020	2021	2022	2023	Snitt
Nominell kronskuld	1,0	0,9	0,6	0,8	1,2	0,9
Real kronskuld	2,8	1,6	1,9	8,4	5,4	4,0
Valutaexponering	2,7	-2,2	2,6	9,7	5,4	3,4
Totalt	1,6	0,8	1,0	3,4	2,5	1,8

Källa: Riksgäldskontoret (2024): Underlag för utvärdering 2023.

Anm.: Kostnaden i relation till utestående skuld för respektive skuldslag samt totalen. Riksgälden har reviderat serien efter en rättning av det upplupna anskaffningsvärdet för ett antal realobligationer som varit felaktigt registrerade i affärssystemet. Rättelsen rör periodisering, vilket medför en omfördelning av kostnader mellan år.

Uttryckt som genomsnittlig effektiv ränta har kostnaden varit lägst för den nominella kronskulden under perioden. Under 2022 och 2023 var kostnaderna för realskulden markant högre än för den nominella skulden, vilket som nämnts ovan beror på den höga inflationen. Ytterligare en anledning till att realskulden genererat relativt sett högre kostnader under perioden är att realobligationer har emitterats på längre löptider och att skulden i högre grad består av äldre lån med högre räntor än nominella obligationer. De i genomsnitt högre kostnaderna för valutaexponeringen beror främst på valutakursförluster, men även på att löptiden i den valutaexponerade delen av skulden är kortare, vilket medför att de högre räntorna under 2022 och 2023 fått större genomslag än för den nominella kronskulden.

7.2 Utvärdering av statsskuldens sammansättning och löptid med avseende på kostnadsutvecklingen

Det långsiktiga målet för statsskuld förvaltningen är att minimera kostnaderna med beaktande av risk. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid. I detta avsnitt utvärderas såväl regeringens riktlinjebeslut som Riksgäldens operativa förvaltningsbeslut med avseende på om de bidragit till att minimera kostnaderna för skulden.

Vad gäller statsskuldens sammansättning utvärderas riktlinjebesluten i fråga om andelen realupplåning och storleken på valutaexponeringen har bidragit till hålla nere kostnaderna. Därutöver utvärderas om de operativa beslut som Riksgälden fattat avseende avvecklingen av valutaexponeringen har genererat besparingar.

Riksgälden har som nämnts tidigare ett relativt stort utrymme att själva styra löptiden för statsskulden inom det intervall som anges i riktlinjerna. Vad gäller statsskuldens löptid utvärderas varken riktlinjebesluten eller den faktiska löptid som skulden haft i termer av hur det påverkat kostnaderna. Det beror på att Riksgälden inte analyserat detta i sitt underlag till utvärderingen. Riksgälden hänvisar till att riktmärket för löptiden inte har förändrats under utvärderingsperioden samt att det saknas en utvärderingspunkt i riktlinjerna specifikt för löptiden. I sitt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning

2024 inkluderade dock Riksgälden en analys av löptidspremien, vilket är ett vanligt förekommande sätt att analysera hur kostnaderna påverkas av valet av löptid.

Däremot utvärderas kostnaderna för de operativa besluten om användning av ränteswappar i syfte att uppnå löptidsriktmärket.

Riksgälden har mandat att ta positioner för att antingen sänka kostnaderna för eller riskerna i skuldförvaltningen. Positionstagningen utvärderas här i termer av om Riksgäldens utnyttjande av dessa har bidragit till lägre kostnader för statsskulden.

7.2.1 Realupplåningen har inneburit en merkostnad

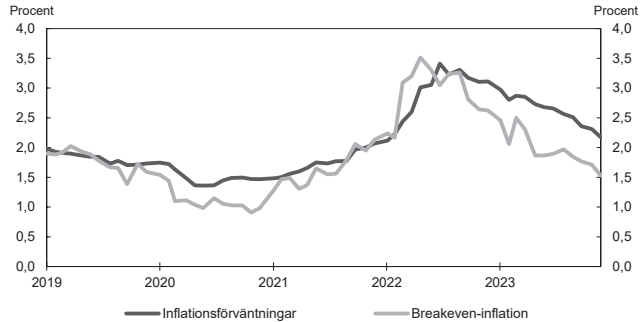
Enligt riktlinjerna ska den reala upplåningen utvärderas genom att redovisa den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning. Riksgälden redovisar ett kalkylmässigt resultat i underlagen för utvärdering, där den reala upplåningen jämförs med en hypotetisk nominell upplåning med samma löptid. Under utvärderingsperioden 2019–2023 har den reala upplåningen medfört en merkostnad om 31 miljarder kronor. Merparten av kostnaderna uppstod 2022 och 2023, som båda uppvisade de största årliga merkostnaderna sedan introduktionen av realobligationer 1994. Riksgälden påpekar att en bakåtblickande utvärdering endast ger begränsad information och att det utifrån detta inte är möjligt att avgöra huruvida realupplåningen framöver kommer att bidra till det långsiktiga målet om att minimera kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. Riksgälden framhåller vidare att det positiva ackumulerade resultatet sedan 1994 uppgår till 13 miljarder kronor, samt att de kalkylmässiga resultaten bör tolkas med försiktighet eftersom de bygger på vissa antaganden.

Riksgälden redovisar samtidigt utvecklingen av inflationsförväntningar och breakeven-inflationen¹⁸ i avsnittet om den operativa förvaltningen, se diagram 13 nedan. Breakeven-inflationen har i genomsnitt understigit inflationsförväntningarna med ca 0,2 procentenheter under utvärderingsperioden, vilket indikerar att investerare kräver en premie för att investera i realobligationer. Riksgälden hänvisar till att det beror på den sämre likviditeten på marknaden för realobligationer.

¹⁸ Ränteskillnaden mellan en nominell och en real statsobligation.

Utvärdering av kostnad och risk

Diagram 13 Inflationförväntningar och breakeven-inflation

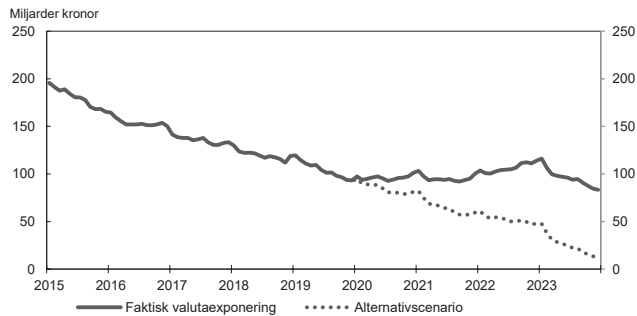


Anm.: Femårig breakeven-inflation och inflationförväntningarna över samma tidsperiod enligt penningmarknadsaktörerna i Kantar Sifos enkätundersökningar. Breakeven-inflationen är ränteskillnaden mellan en nominell och en real statsobligation med fem års löptid.
Källa: Riksgälden.

7.2.2 Den pausade avvecklingen av valutaexponeringen har inneburit en merkostnad

Riksgälden har utvärderat riktlinjebesluten om att hålla valutaexponeringen oförändrad 2020–2022 och att därefter att minska den med 28 miljarder kronor 2023. Utvärderingen görs genom att jämföra de faktiska kostnaderna för valutaexponeringen 2019–2023 med ett referensscenario där riktlinjebeslutet från 2019 hade fortsatt gälla under hela perioden. De två scenarierna redovisas i diagram 14.

Diagram 14 Avveckling av statsskuldens valutaexponering



Anm.: Den faktiska valutaexponeringen är månadsgenomsnittet av nominellt värde till aktuell valutakurs. Alternativscenarioet baseras på en fortsatt minskning av valutaexponeringen med 20 miljarder kronor per år från och med den 2 december 2019.
Källa: Riksgälden

Riksgäldens slutsats är att besluten om att pausa avvecklingen av valutaexponeringen har medfört ökade kostnader om totalt 6 miljarder kronor. Detta beror på att kronan har försvagats under utvärderingsperioden samtidigt som valutaexponeringen har varit högre än i referensscenariot och därmed varit mer känslig för valutakursförändringar. Riksgälden framhåller dock att den totala effekten av de ändrade riktlinjerna går att fastställa först efter att valutaexponeringen är helt avvecklad 2027.

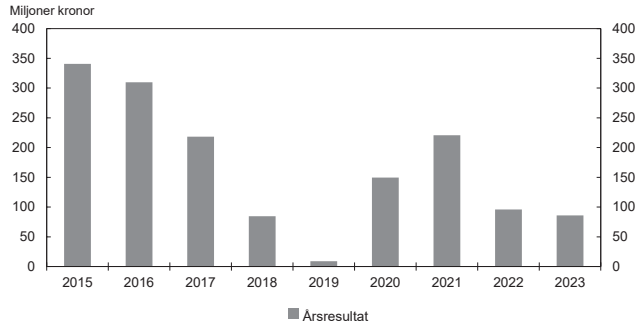
Utvärderingen av de operativa besluten vad gäller avvecklingen av valutaexponeringen ska enligt riktlinjerna göras mot en jämn minskningstakt från och med 2023 till och med 2026. Utvärderingen visar att det endast skett små avsteg, att det i huvudsak handlat om att minska avvecklingstakten under perioder då kronan bedömts vara svag, och att öka avvecklingstakten under perioden då kronan bedömts vara starkare. Avstegen från den jämna minskningstakten har medfört en besparing på 8 miljarder kronor.

7.2.3 Löptidsjustering genom ränteswappar har bidragit till lägre kostnader

För att uppnå den löptid för statsskulden som beslutas i riktlinjerna har Riksgälden möjlighet att använda ränteswappar. Detta kan vara motiverat när det finns särskilda kostnads- eller riskfördelar med att ha en viss uppdelning mellan obligations- och penningmarknadsupplåning. Ränteswappar har hittills använts för att förkorta löptiden, som mest med 0,6 år under 2011. Eftersom behovet av att förkorta löptiden har minskat under utvärderingsperioden så har Riksgälden dragit ned på användningen av ränteswappar. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren varit runt 2–5 miljarder kronor per år, och har framför allt syftat till att säkra beredskap för framtida användning av ränteswappar i förvaltningen.

Sammantaget gav användandet av ränteswappar upphov till lägre kostnader för statsskulden 2019–2023 om totalt ca 0,6 miljarder kronor (se diagram 15). Beräkningarna har gjorts genom att jämföra användningen av ränteswappar med att öka andelen statsskuldväxlar och minska andelen statsobligationer. Även om resultatet för ränteswapparna varit positivt under utvärderingsperioden framhåller Riksgälden att ett negativt resultat också kan vara motiverat, eftersom användningen av ränteswappar bidrar till det övergripande målet för statsskuldförvaltningen på andra sätt, se mer i riskredovisningen nedan.

Utvärdering av kostnad och risk

Diagram 15 Kalkylmässigt resultat av ränteswappar

Källa: Riksgälden

7.2.4 Positionstagningen har medfört en mindre besparing

Riksgälden har mandat att i begränsad utsträckning ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaderna eller riskerna för statsskulden. Det handlar dels om löpande positionstagning i utländska valutor och räntor, dels om strategiska positioner i kronan som styrelsen fattar beslut om. Enligt riktlinjerna ska utvärderingen av positioner inom givet positionsmandat ske i termer av marknadsvärden.

Den löpande positionstagningen har bidragit med besparingar under alla år i utvärderingsperioden, med i genomsnitt 35 miljoner kronor. Riksgäldens position för en starkare krona mot euron på maximalt 7 miljarder kronor stängdes 2022 med en ackumulerad vinst på 3 miljoner kronor.

7.2.5 ESV:s kommentar

Riksgäldens underlag till utvärdering har utvecklats genom en tydligare uppdelning mellan riktlinjebeslut och operativa beslut. ESV uppmuntrar detta och anser att utvärderingen kan fortsätta att förbättras i detta avseende. Valet av löptid utgör en viktig del av riktlinjerna och bör utvärderas i termer av hur det påverkar kostnaderna. ESV anser att Riksgälden bör inkludera en analys av löptidspremier eller liknande i utvärderingsunderlaget, såsom gjorts i exempelvis förslaget till riktlinjer. ESV anser därför att regeringens riktlinjer för statsskuldshöjningen också bör förtydligas när det gäller utvärdering av hur löptidsvalet påverkar kostnaderna för skulden.

Vad gäller skuldens sammansättning efterlyser ESV en samlad bedömning av om realupplåningen bidrar till att minska kostnaderna för statsskulden. Riksgälden anser att de kostnader som uppstått under utvärderingsperioden endast ger begränsad information och att resultaten ska tolkas med försiktighet. Riksgälden redovisar samtidigt att breakeven-inflationen är lägre än inflationsförväntningarna, vilket indikerar att kostnaderna kommer fortsätta att vara högre för realobligationer framöver. ESV konstaterar att detta är i linje med den ex post-analys som ligger till grund för

utvärderingen, och som tyder på att realobligationerna inte bidrar till att minska kostnaderna för statsskuden. I sitt riktlinjeförslag för 2024 drog Riksgälden vidare slutsatsen att den reala upplåningen inte har uppvisat några persistenta kostnadsskillnader jämfört med den nominella upplåningen. Denna analys hade också med fördel kunnat inkorporeras i utvärderingsunderlaget för att underlätta för ESV och regeringen att dra slutsatser kring frågan. Om det finns aspekter som talar för att realobligationerna trots detta bidrar till det långsiktiga målet för statsskudsförvaltningen, vore det önskvärt med en analys av detta. Givet det underlag som Riksgälden redovisat kan ESV inte göra någon annan bedömning än att realobligationerna i nuläget inte bidrar till det långsiktiga målet för statsskudsförvaltningen. ESV har i tidigare utvärderingar lyft frågan om andelen realskuld kan minskas eller utgå helt.

Den pausade avvecklingen av valutaexponeringen har hittills inneburit merkostnader om 6 miljarder kronor till följd av kronförsvagningen. Om kronan istället hade förstärkts under perioden hade pausen kunnat medföra en besparing. Det är kränt svårt att göra prognoser på valutakursrörelser, och ESV anser inte att Riksgälden borde ha förutsett den försvagning som uppstått under perioden. Merkostnaderna om 6 miljarder kronor illustrerar dock den ökade risk som den pausade avvecklingen har inneburit.

7.3 Riskredovisning

Som nämnts i avsnittet ovan ska avvägningen mellan förväntad kostnad och risk främst göras genom valet av statsskudens sammansättning och löptid. För att utvärdera hur riktlinjebeslut och operativa beslut påverkat riskerna i förvaltningen finns en del information i Riksgäldens underlag till utvärdering att utgå ifrån.

7.3.1 Utvärdering av statsskudens sammansättning med avseende på risk

Det övergripande riskmättet ska enligt riktlinjerna vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan. Riksgälden redovisar den genomsnittliga effektiva räntan i sina underlag till utvärderingen. För utvärdering av riskerna kopplat till statsskudens sammansättning kan vi därmed utgå ifrån standardavvikelsen för den genomsnittliga effektiva räntan per skudslag (se tabell 3). Valutaexponeringen uppvisar de största standardavvikelseerna, vilket beror på valutakursrörelser. Även den reala kronskuden uppvisar större standardavvikelse i kostnaderna jämfört med den nominella kronskuden.

Tabell 3 Standardavvikelsen för den genomsnittliga effektiva räntan, 2015–2023, femårsperioder

Procentenheter	2015–2019	2016–2020	2017–2021	2019–2023
Nominell kronskuld	0,3	0,2	0,2	0,2
Real kronskuld	0,9	1,4	1,1	2,6
Valutaskuld	2,6	3,1	2,8	5,1
Totalt	0,4	0,6	0,5	1,1

Källa: Riksgäldskontoret Underlag för utvärdering 2019–2023

Anm.: Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta.

Utöver kostnadsvariationen, som alltså utgör det övergripande riskmättet, finns flera andra riskaspekter kopplade till valet av statsskudens sammansättning, till exempel

likviditetsrisk. Enligt riktlinjerna ska upplåningen dessutom bedrivas så att en bred investerbarhet och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. Detta är också riskaspekter som alltså tas hänsyn till både i riktlinjebesluten och i den operativa förvaltningen.

7.3.2 Utvärdering av statsskuldens löptid med avseende på risk

Valet av löptid i riktlinjerna påverkar risken i statsskuldens förvaltning. Normalt sett innebär kortare löptid en högre risk. Någon särskild utvärdering av löptidsvalet med avseende på risk finns inte med i Riksgäldens underlag till utvärderingen.

Vad gäller Riksgäldens operativa beslut finns det däremot flera aspekter kring förfalloprofilen som utvärderas. Riskerna med avseende på statsskuldens löptid utgörs bland annat av refinansieringsrisken. I riktlinjerna anges att Riksgälden ska beakta refinansieringsrisken genom att bl.a. ge ut instrument med mer än tolv år till förfall. I Riksgäldens underlag utvärderas refinansieringsrisken genom en redovisning av förfalloprofilen för utestående lån. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom en förfallande obligation sällan behöver finansieras direkt genom att ge ut en annan obligation. Med långsiktig låneplanering och små emissionsvolymerna i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över lång tid. Gamla obligationslån ersätts ibland innan de förfaller.

Inom den operativa förvaltningen försöker Riksgälden begränsa refinansieringsrisken genom att eftersträva jämna förfall för stats- och realobligationer samt genom att bidra till att skapa en väl fungerande statspappersmarknad. En del av skulden förfaller normalt sett under det närmaste året. Det beror på Riksgäldens penningmarknadsinstrument och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när stora förfall måste refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid. Riksgäldens bedömning är att refinansieringsrisken de senaste åren har legat på en historiskt normal nivå, då drygt 20 procent av skulden förfaller inom ett år.

För att hålla sig inom löptidsriktmärket kan Riksgälden använda sig av ränteswappar. Den faktiska användningen av dessa har emellertid minskat under utvärderingsperioden eftersom behovet av att förkorta löptiden har varit litet. När behovet finns kan ränteswappar göra så att andelen obligationer kan vara större än den annars hade varit, vilket är gynnsamt ur ett riskperspektiv på flera sätt. För det första innebär en mindre andel statsskuldsväxlar att refinansieringsrisken minskar. För det andra har Riksgälden intresse av att hålla upp utbudet av statsobligationer för att främja en väl fungerande och likvid marknad, som i förlängningen antas bidra till lägre och mer förutsägbara kostnader och bättre låneberedskap. Ränteswappar är däremot förknippade med andra risker, t.ex. motpartsrisker.

7.3.3 Risker vid placering och derivattransaktioner

I Riksgäldens underlag till utvärdering redovisas hanteringen av kreditrisk vid placering och derivattransaktioner. Riksgälden lånar eller placerar medel på daglig basis för att staten ska kunna fullgöra sina betalningar till en så låg kostnad som möjligt. För att

hantera kreditrisken för dessa placeringar finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid. I utvärderingsunderlaget återges de limiter och krav som Riksgälden har på sina motparter för att begränsa risken.

7.3.4 Riksgäldens finans- och riskpolicy

Riksgälden behandlar hur risker påverkar verksamheten i sin finans- och riskpolicy. Av särskilt intresse är de riskmätt som Riksgälden använder för att mäta marknadsrisken (tabell 4). Ränterisken påverkar främst genom att ränteläget ändras vid upptagning av nya lån. Valutarisken och inflationsrisken påverkar i sin tur hela stocken av realobligationer och lån i utländsk valuta.

Tabell 4 Olika typer av finansiell risk

Marknadsrisk	
Ränterisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då räntenivåer ändras.
Valutarisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då växelkurser ändras.
Inflationsrisk	Förlust i nominella termer på grund av att inflationen blir högre än förväntat.
Kreditrisk	
Avvecklingsrisk	Den ena parten vid avvecklingstillfället fullföljer inte sina åtaganden, det vill säga inte levererar valuta eller värdepapper efter att den andra parten redan uppfyllt sina åtaganden.
Motpartsrisik	Motparten i en transaktion fullgör inte sina förpliktelser. Avvecklingsrisk är en form av motpartsrisik.
Landrisk	En samling risker knutna till när affärer görs med en motpart i ett specifikt land. Riskerna avser huvudsakligen ett lands förmåga att sköta sina yttre förpliktelser, förväntningarna på den allmänna ekonomiska utvecklingen i landet, den politiska stabiliteten samt landets lagstiftningsmiljö.
Systemrisk	Problem hos en eller flera aktörer sprider sig till andra parter och orsakar generella problem i det finansiella systemet.
Likviditetsrisk	
Refinansieringsrisk	Det är svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån.
Finansieringsrisk	Det blir svårt och/eller kostsamt att ta upp ny finansiering.
Marknadslikviditetsrisk	Det går inte att realisera eller täcka sin position till gällande marknadspris, eftersom marknaden inte är tillräckligt djup eller inte fungerar på grund av någon störning.

Källa: Riksgäldskontoret (2023) Finans- och riskpolicy.

Anm.: Tabellen beskriver endast delarna i den finansiella risken. I finans- och riskpolicyen finns ytterligare risker beskrivna.

7.3.5 ESV:s kommentar

ESV har i tidigare utvärderingar påpekat att det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Denna synpunkt gäller fortfarande. Riksgäldens riskutvärdering kan förbättras genom att följa samma metod som diskuteras ovan för kostnadsutvärderingen, det vill säga genom att tydligare redovisa hur riskerna påverkats av de olika riktlinjebesluten respektive de operativa förvaltningsbesluten. Här kan förslagsvis alternativa scenarier utgöra en grund för diskussion och bedömning, vilket ESV även påpekat i tidigare utvärderingar. Hur skulle riskbilden ha sett ut med en längre eller kortare löptid, eller en annan skuldsammansättning? Utöver kostnadsvariationen kan de risker som Riksgälden

redovisar i sin finans- och riskpolicy tydligare inkluderas i analysen av sådana alternativscenarier. Eftersom riskerna kan förändras över tid, vore det motiverat att även inkludera en analys av om riskbilden förändrats under utvärderingsperioden. Detta skulle ge en mer heltäckande bild av de olika risker som beaktas i beslut som fattats både i riktlinjerna och i den operativa förvaltningen. ESV anser därför att regeringens riktlinjer för utvärderingen av skuldförvaltningen bör anpassas för att tydliggöra på vilket sätt risken ska utvärderas.

Ett tydligt exempel där det blir utmanande för ESV att dra slutsatser kring riskerna i förvaltningen är relaterat till realobligationerna. Det övergripande riskmättet för utvärderingen är variationen i den genomsnittliga emissionsräntan. Utvärderingen visar att variationen är som minst för den nominella kronskulden. Eftersom realupplåningen uppvisar en större variation i kostnaderna vore det önskvärt med en mer omfattande analys av hur riskerna i skulden påverkats av den valda andelen realskuld. Det inkluderar även hur detta val påverkar likviditetsriskerna i den nominella kronskulden samt vilken bedömning Riksgälden gör när man ställer dessa risker mot varandra. Detta blir inte minst relevant eftersom Riksgälden i sitt förslag till riktlinjer för 2024 drog slutsatsen att realskulden inte har uppvisat någon persistent kostnadsskillnad jämfört med den nominella kronskulden.

7.4 Sammanfattande kommentar till utvärderingen av kostnad och risk

Ett viktigt syfte med att utvärdera förvaltningen av statsskulden är att erhålla insikter om hur de styrande riktlinjerna har påverkat kostnaderna för och riskerna i skulden. Det är även viktigt att bedöma om de operativa beslut som Riksgälden har fattat inom ramen för dessa riktlinjer har bidragit till att uppnå önskade resultat. För att utvärderingen ska vara meningsfull är det nödvändigt att den kan fungera som en vägledning för eventuella framtida justeringar av både riktlinjer och förvaltningsbeslut. ESV anser att det är svårt att dra några skarpa slutsatser om framför allt riktlinjebesluten givet det underlag som finns. Redovisningen av hur kostnaderna och riskerna påverkats av riktlinje- och förvaltningsbeslut behöver därför bli tydligare och mer omfattande, framför allt avseende löptid och skuldsammansättning. Dessutom vore det önskvärt om Riksgälden redovisade en samlad bedömning av om en lämplig avvägning mellan kostnad och risk har uppnåtts under utvärderingsperioden vad gäller just löptid och skuldsammansättning. Riksgäldens underlag till utvärdering behöver förbättras i dessa avseenden. Som nämnts ovan anser ESV därför att regeringens riktlinjer kring utvärdering bör anpassas för att tydliggöra vilka aspekter som ska utvärderas och hur.

1 Referenser

ESV – Ekonomistyrningsverket (2016): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015. Rapport 2016:26.

ESV – Ekonomistyrningsverket (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017. Rapport 2018:29.

ESV – Ekonomistyrningsverket (2020): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019. Rapport 2020:18.

ESV – Ekonomistyrningsverket (2022): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021. Rapport 2022:22.

Finansinspektionen (2020): FI analys 2020:21 Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden.

Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

Regeringen (2020): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2021.

Regeringen (2021): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2022.

Regeringen (2022): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2023.

Regeringen (2022): Regleringsbrev för budgetåret 2023 avseende Ekonomistyrningsverket. Finansdepartementet, 2022-12-22. Fi2022/03469.

Regeringen (2023): Regleringsbrev för budgetåret 2024 avseende Ekonomistyrningsverket. Finansdepartementet, 2023-12-21. Fi2023/03284.

Riksgäldskontoret (2022): Finans- och riskpolicy 2022.

Riksgäldskontoret (2023): Finans- och riskpolicy 2023.

Riksgäldskontoret (2020): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2021–2024

Riksgäldskontoret (2021): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2022–2025

Riksgäldskontoret (2022): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2023–2026

Riksgäldskontoret (2023): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2024–2027

Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018.

Riksgäldskontoret (2020): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2019.

Riksgäldskontoret (2021): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2020.

Riksgäldskontoret (2022): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2021.

Referenser

Riksgäldskontoret (2023): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2022.

Riksgäldskontoret (2024): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2023.

Riksgäldskontoret (2023): Statsupplåning, prognos och analys 2023:1

Riksgäldskontoret (2023): Statsupplåning, prognos och analys 2023:3

1.1 Lagar och förordningar

Budgetlagen (SFS 2011:203). Stockholm: Finansdepartementet BA.

2 Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrev för 2023 och 2024 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2019–2023. Enligt budgetlagen ska regeringen överlämna en utvärdering av statsskuldsvälvet i en skrivelse till riksdagen vartannat år. Kommande skrivelse ska överlämnas i april 2024. ESV:s utvärdering är avsedd att ingå som bilaga i denna skrivelse.

Granskningens inriktning ska tas fram i samråd med Regeringskansliet (Finansdepartementet). Nedan följer Finansdepartementets förslag till granskningens inriktning.

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under åren 2019–2023 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.

Frågorna utvärderas över rullande femårsperioder. Då 2019–2021 utvärderades i föregående skrivelse bör årets utvärdering främst fokusera på 2022 och 2023. Ekonomistyrningsverket är oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Granskningen ska göras med utgångspunkt från det övergripande målet för statsskuldspolitiken: att *statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas (5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203))*. Granskningen bör främst göras på grundval av den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfällena.

2.1 Avrapportering

Uppdraget ska redovisas senast den 15 mars 2024 i form av en skriftlig rapport till regeringen.

2.2 Processen för statsskuldsvälvet

Regeringen beslutar senast den 15 november varje år om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Som underlag för beslutet lämnar Riksgäldskontoret, senast den 1 oktober varje år, förslag till riktlinjer. Riksbanken ges möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag.

Statsskuldsvälvet utvärderas vartannat år i en skrivelse till riksdagen (senast den 25 april jämna årtal). Såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets operativa förvaltning utvärderas. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret lämna

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

underlag till utvärdering av statens skuld. Generellt syftar utvärderingsarbetet till att ge en samlad bedömning av hur statsskuldsförvaltningen har bedrivits, Bland annat vilka strategiska överväganden som legat bakom riktlinjebeslutet sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället



ESV gör Sverige rikare

- Vi har kontroll på statens finanser, utvecklar ekonomistyrningen och granskar Sveriges EU-medel
- Vi arbetar i nära samverkan med Regeringskansliet och myndigheterna

Ekonomistyrningsverket
Drottninggatan 89
Box 45316
104 30 Stockholm
Tfn 08-690 43 00
www.esv.se

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 18 april 2024

Närvarande: Billström, ordförande, och statsråden, Ankarberg Johansson, Edholm, J Pehrson, Waltersson Grönvall, Jonson, Strömmer, Forssmed, Tenje, Forssell, Slottner, M Persson, Malmer Stenergard, Kullgren, Brandberg, Bohlin, Carlson, Pourmokhtari

Föredragande: statsrådet Slottner

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023

