

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023

Regeringsuppdrag



EKONOMISTYRNINGSVERKET

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 regleringsbrevet 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 realskulden	21
5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård	23
5.2.1 Något högre helhetsbetyg 2023	23
5.2.2 Marknadsvård 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

7.2.2	Den pausade avvecklingen av valutaexponeringen har inneburit en merkostnad.....	33
7.2.3	Löptidsjustering genom ränteswappar 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	38
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 statsskuldsförvaltningen 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 statsskuldsförvaltningen – 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 skuldsammansättningen inte tillräcklig för att ESV ska kunna dra några slutsatser om den varit välavvägd. 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 skuldslagets 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 statsskulden 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 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.

ESV har i tidigare granskningar av statsskultsförvaltningen 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 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 realskulden 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 statsskuldsförvaltningen 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 statsskuldsförvaltningen. 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 statsskuldsförvaltningen och överlämnar den i en skrivelse till riksdagen i april vartannat år. Riksgäldens underlag samt ESV:s utvärderingar av statsskuldsförvaltningen 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 skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar. ESV:s senaste utvärderingar av statsskuldsförvaltningen har gällt perioden 2015–2019 respektive 2017–2021. Utvärderingsrapporterna levererades i mars 2020 respektive 2022. Föreliggande utvärdering avser perioden 2019–

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

² Regleringsbrev för budgetåret 2024 avseende Ekonomistyrningsverket.

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 statsskuldens förvaltningen utvärderas i de resterande kapitlen. ESV:s samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

3 Statsskuldens utveckling

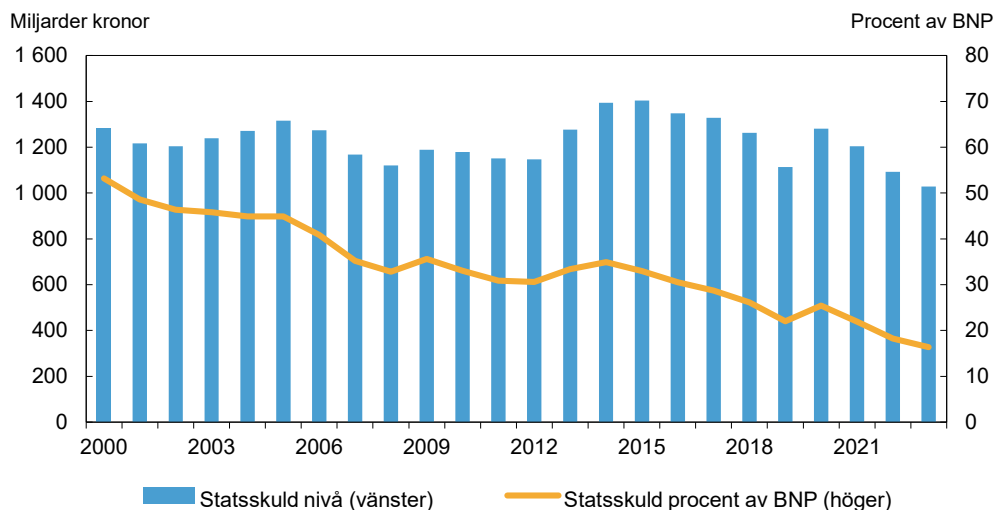
3.1 Sveriges statsskuld är låg

I ett internationellt perspektiv har Sverige starka offentliga finanser och en mycket låg statsskuld. Mätt som andel av BNP har statsskulden 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 valutareserven som lånats upp via Riksgälden med egen finansiering. Det innebar att Riksbanken amorterade valutalån på över 180 miljarder kronor under 2021–2023, vilket stärkte budgetsaldot och sänkte statsskulden. Därutöver var inflödet av kapacitetsavgifter till Svenska kraftnäts 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 statsskuld förvaltningen görs däremot utifrån kostnadsräntor 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 tillåts 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 valutaskulden 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

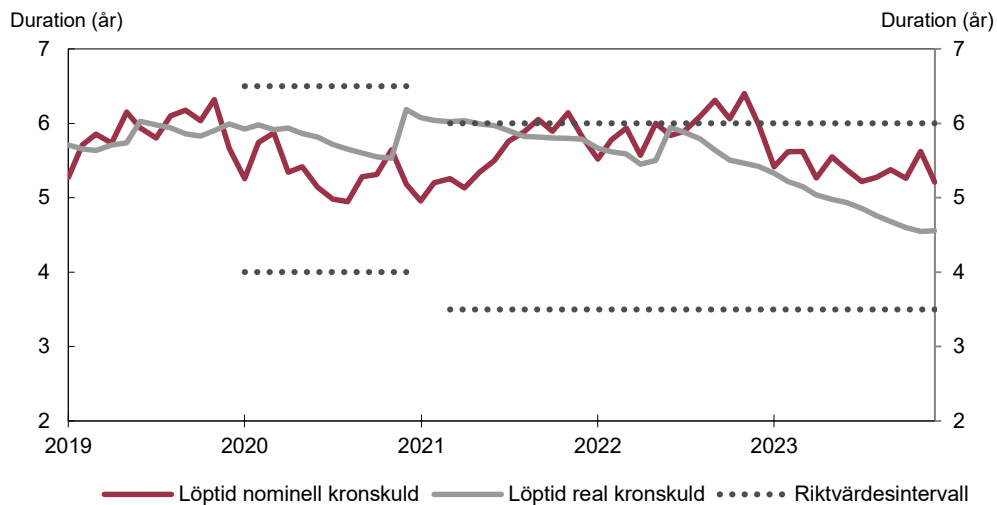
Riktlinjerna har sedan år 2018 gått mot att regeringen styr på en mer övergripande nivå än tidigare, vilket har präglat hela utvärderingsperioden 2019–2023. Riksgälden har därmed haft större utrymme att internt bestämma riktlinjer för respektive skuldslag och på så sätt bättre kunnat anpassa förvaltningen 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 innebar 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 innebar 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): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

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

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

⁸ Riksgäldskontoret (2022): Statsskulden 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 tillåtits fortsätta i den då planerade takten 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 realkronskuld 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 statsskultsförvaltningen 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 marknadslikviditeten 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 statskulden. Inom ramen för uppdraget ska Riksgälden sträva efter att uppnå det övergripande målet om att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen av statskulden 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, valutfördelningen i valutaexponeringen samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis. Strategierna syftar till att skapa en effektiv statskuldsförvaltning 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 statskuldsförvaltningen. 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 statskulden 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.

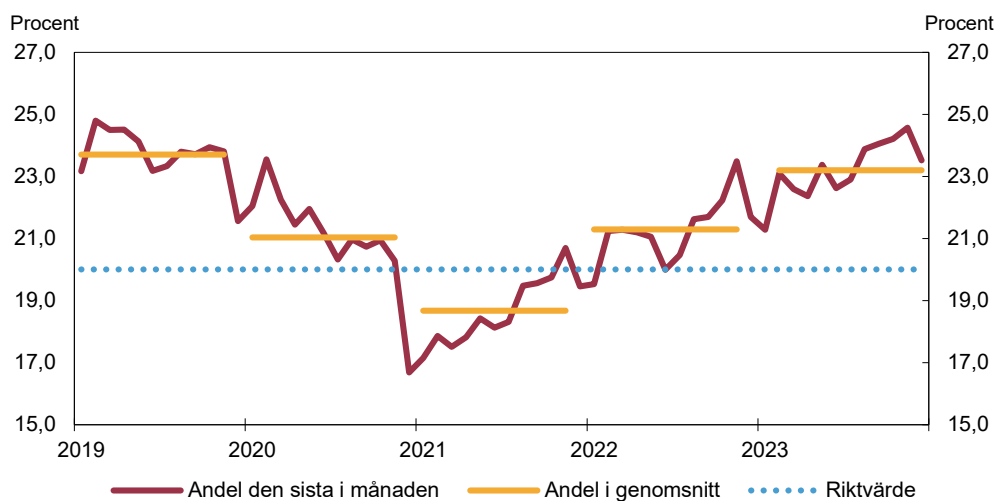
När det gäller löptid har Riksgälden hållit sig till löptidsintervallet som riktlinjerna stipulerar, men löptiden för både realskulden och den nominella kronskulden har legat nära övre gränsen för intervallet och i vissa fall även överskridit den. Det är samtidigt viktigt att komma ihåg att perioden 2019–2023 rymmer flera år av osäkerhet kring lånebehovet och statskuldens 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 skuldslag. 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.

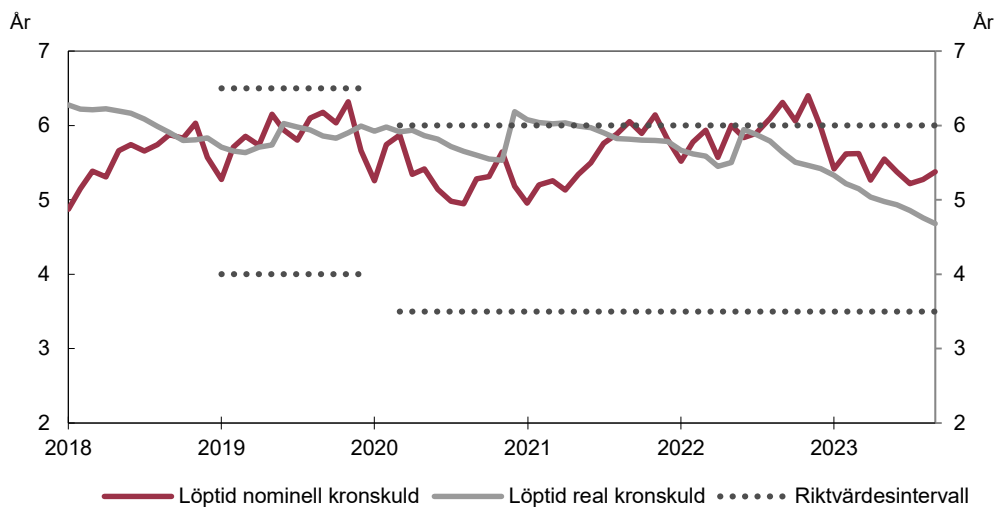
Källa: ESV:s bearbetning av Riksgäldens statistik.

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 sig 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.

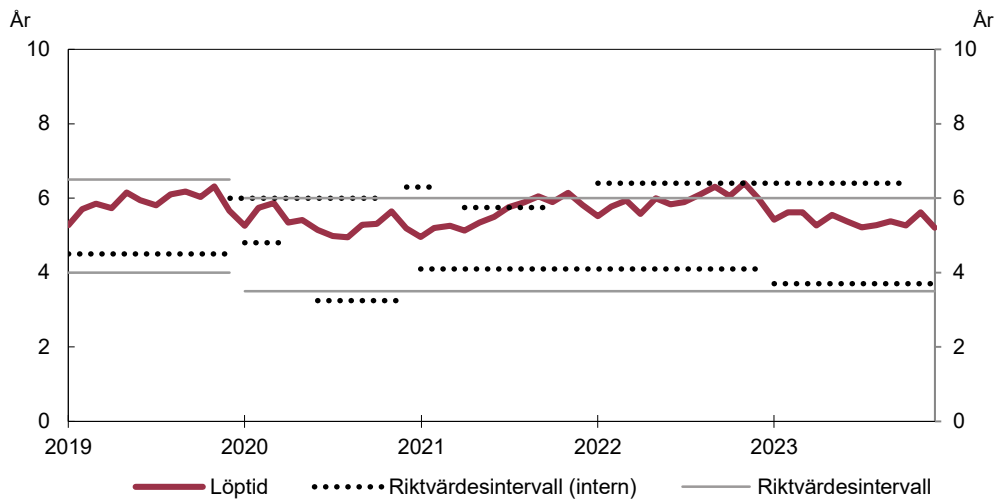
5.1.4 Totala statsskuldens löptid inom intervallet

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 uteblev 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.

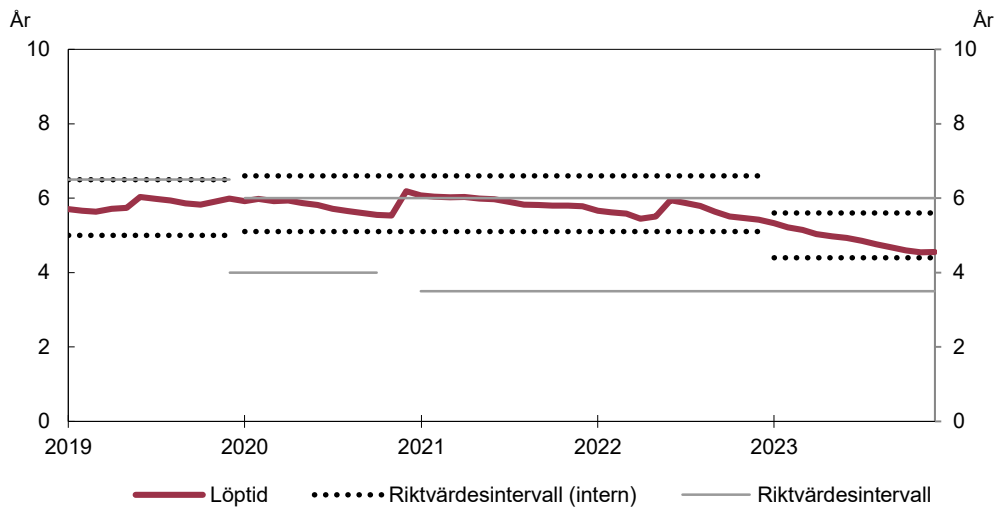
Diagram 5 Den nominella skuldens löptid 2019–2023

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 realobligationen 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 upplåningsplanen 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): Statsupplåning, prognos och analys 2023:1, s. 39.

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

5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård

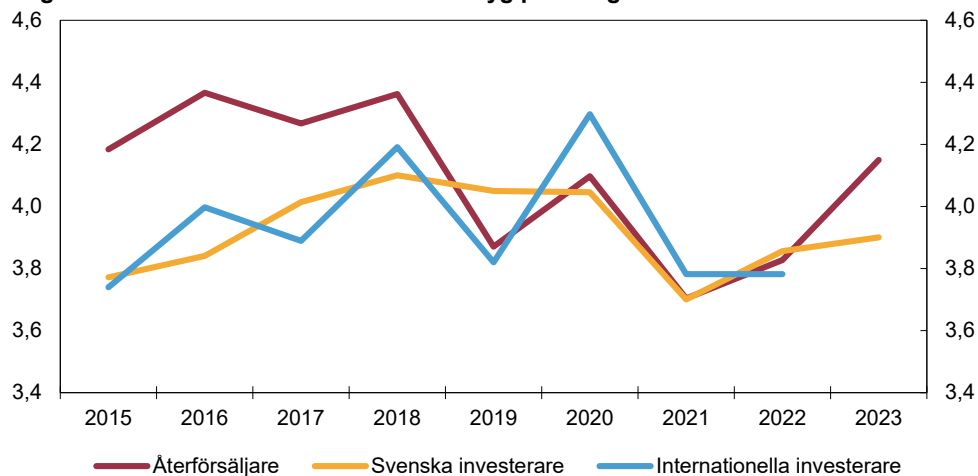
Riksgälden ska genom skuld- och marknadsvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl. Syftet är att minimera kostnaderna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska Riksgälden också besluta om principer som är vägledande i detta arbete. Principerna fastställs årligen i Riksgäldens finans- och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

Marknadsvård 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 marknadsvård 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 marknadsvård 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

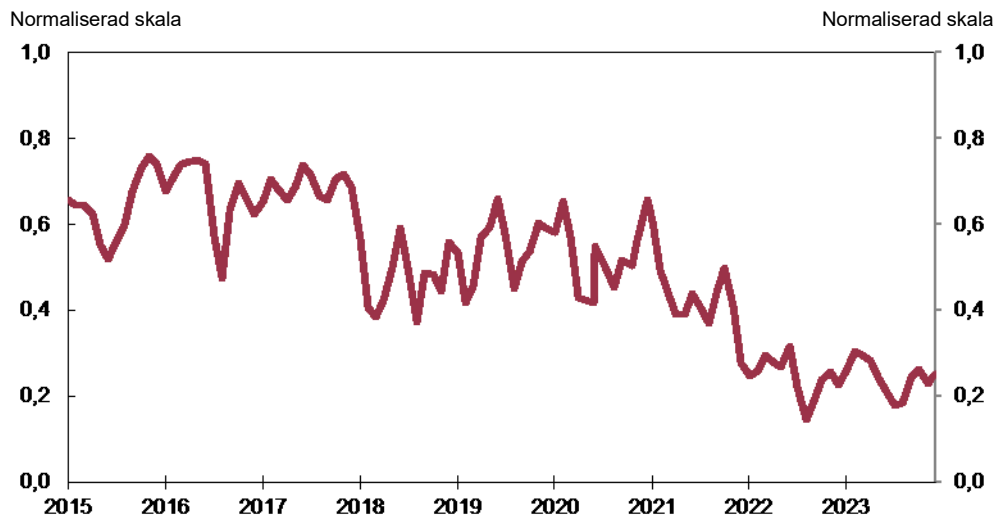
Frågor angående likviditet och pristransparens i andrahandsmarknaden har under de senaste åren fått låga betyg bland återförsäljare och andra aktörer på marknaden. Jämfört med för ett år sedan är aktörerna något mer positivt inställda till den svenska statspappersmarknaden. Det förklaras till stor del 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 karaktäriseras 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



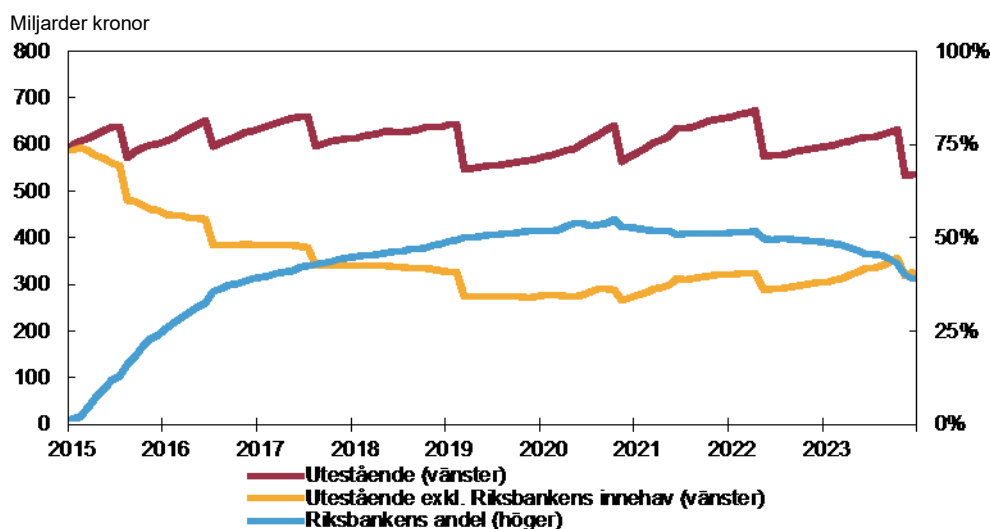
Anm. Finansinspektionens likviditetsindex. Högre värden motsvarar högre likviditet. Två månaders glidande medelvärde. Källa: Riksgälden

Som nämnts i förra avsnittet om marknadsvård 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

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

Riksbanken började sälja sina innehav 2023, vilket ökade volymen av obligationer som 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

¹⁴ Riksgälden har 6 återförsäljare 2023.

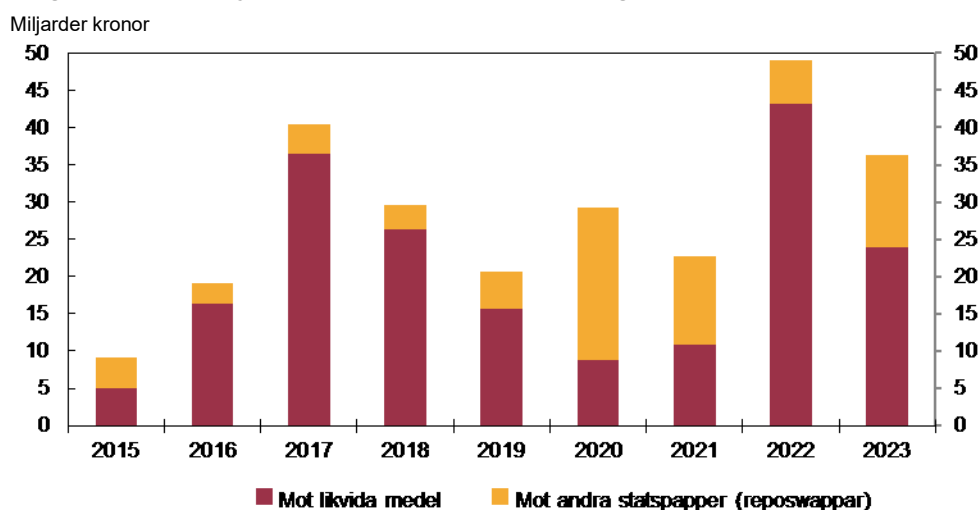
¹⁵ Återförsäljaravtal avseende statsobligationer 2019.

Riksgälden försöker också koncentrera upplåningen till ett begränsat antal så kallade benchmarklån. Genom att koncentrera skuldstocken till ett litet antal lån med samma struktur förbättras utbytbarheten 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 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 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 marknadsvårdande 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 statsskuldshöjningen. 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 uppmuntrar 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.

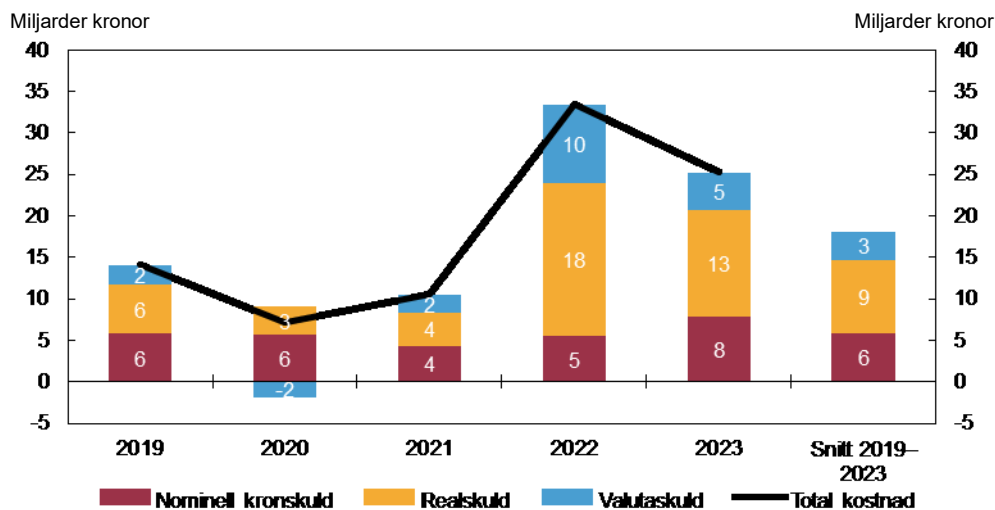
7 Utvärdering av kostnad och risk

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden 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 statsskulden uppdelad per skuldslag 2019–2023



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

Källa: Riksgälden.

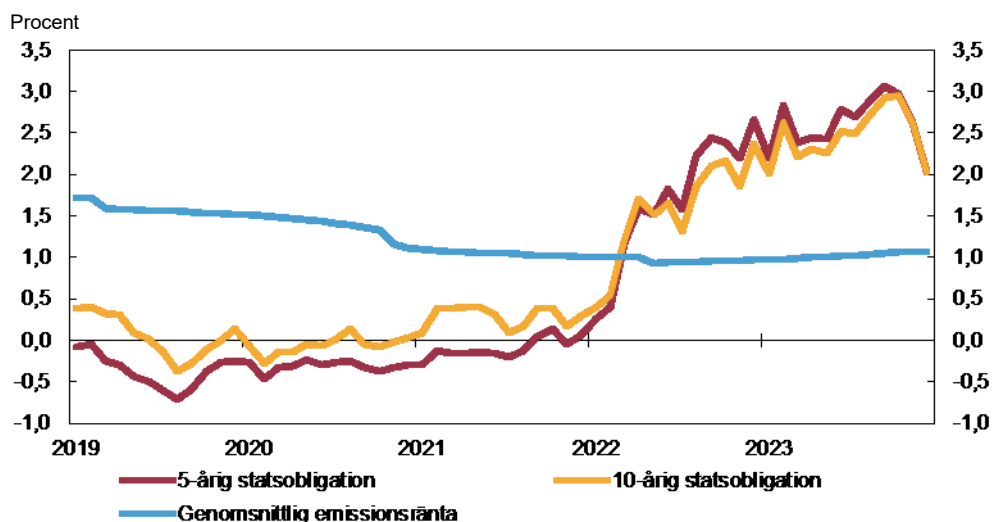
Den totala kostnaden för statsskulden mätt i miljarder kronor har varit låg under en längre tid och sjönk under perioden 2019–2021 för den nominella och reala kronskulden, medan den varierat på en låg nivå för valutaexponeringen. År 2022 steg i stället den totala kostnaden för statsskulden med 25 miljarder 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

För att kunna jämföra kostnaderna mellan skuldslagen utan hänsyn till deras andel av den totala skulden används den genomsnittliga effektiva räntan, som framgår av **Fel! Hittar inte referensskälla..** 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						
Skuldslag	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

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

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

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 statsskultsförvaltningen 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.

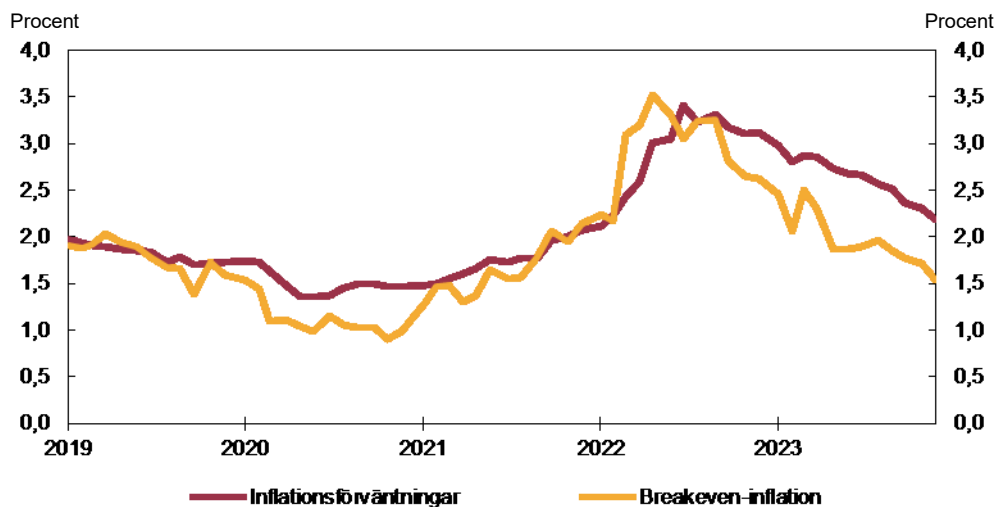
Riksgälden har mandat att ta positioner för att antingen sänka kostnaderna för eller riskerna i skuldförvaltningen. Positionstagningen utvärderas här i termer av om Riksgäldens utnyttjande av dessa har bidragit till lägre kostnader för statsskulden.

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.

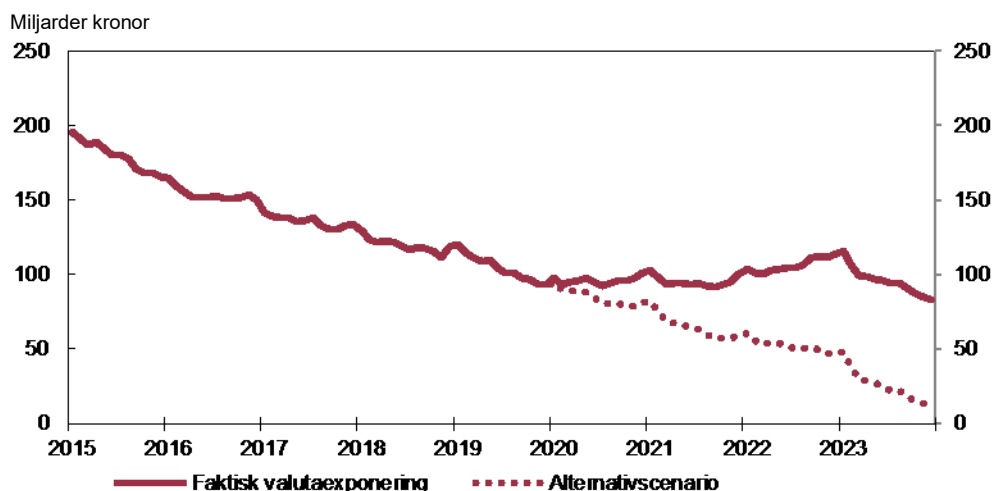
Diagram 13 Inflationförväntningar och breakeven-inflation

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. Alternativscenario 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.

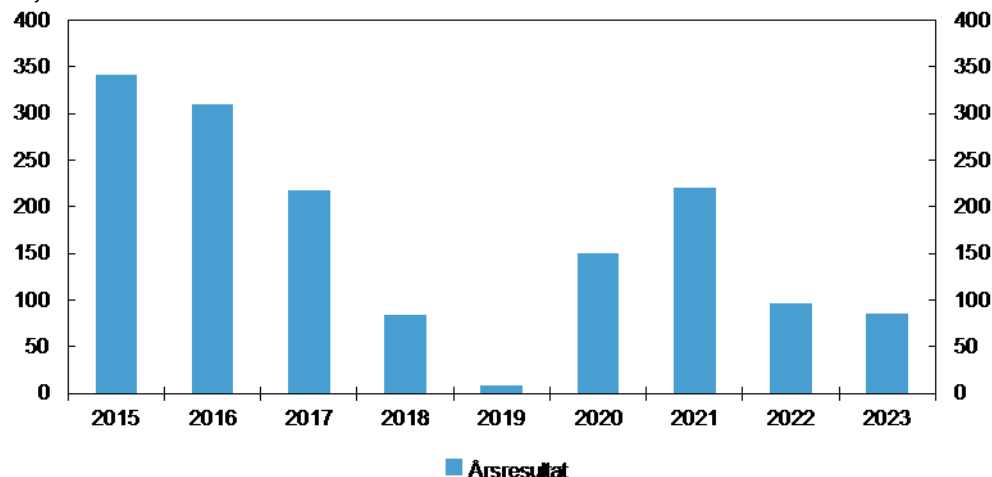
7.2.3 Löptidsjustering genom ränteswappar har bidragit till lägre kostnader

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 statsskultsförvaltningen på andra sätt, se mer i riskredovisningen nedan.

Diagram 15 Kalkylmässigt resultat av ränteswappar

Miljoner kronor



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 löptidspremien 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 statsskulden. 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 statsskuldshöjningen, 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 statsskuldshöjningen. 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 erkänt 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 statsskuldens 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 statsskuldens sammansättning med avseende på risk

Det övergripande riskmålet 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 statsskuldens sammansättning kan vi därmed utgå ifrån standardavvikelsen för den genomsnittliga effektiva räntan per skuldslag (se tabell 3). Valutaexponeringen uppvisar de största standardavvikelseerna, vilket beror på valutakursrörelser. Även den reala kronskulden uppvisar större standardavvikelse i kostnaderna jämfört med den nominella kronskulden.

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

Skuldslag	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

Anm.: Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta.

Källa: Riksgälden (Underlag för utvärdering 2019–2023)

Utöver kostnadsvariationen, som alltså utgör det övergripande riskmättet, finns flera andra riskaspekter kopplade till valet av statsskuldens sammansättning, till exempel likviditetsrisk. Enligt riktlinjerna ska upplåningen dessutom bedrivas så att en bred investerarbaserad 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 emissionsvolymmer 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 upppe 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 riskmått som Riksgälden använder för att mäta marknadsrisken (se tabell 2). 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

Typ av risk	Kategori	Kommentar
Ränterisk	Marknadsrisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då räntenivåer ändras.
Valutarisk	Marknadsrisk	Värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då växelkurser ändras.
Inflationsrisk	Marknadsrisk	Förlust i nominella termer på grund av att inflationen blir högre än förväntat.
Avvecklingsrisk	Kreditrisk	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.
Motpartsrisk	Kreditrisk	Motparten i en transaktion fullgör inte sina förpliktelser. Avvecklingsrisk är en form av motpartsrisk.
Landrisk	Kreditrisk	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	Kreditrisk	Problem hos en eller flera aktörer sprider sig till andra parter och orsakar generella problem i det finansiella systemet.
Refinansieringsrisk	Likviditetsrisk	Det är svårt och/eller kostsamt att ersätta förfallande lån.
Finansieringsrisk	Likviditetsrisk	Det blir svårt och/eller kostsamt att ta upp ny finansiering.
Marknadslivitetsrisk	Likviditetsrisk	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.

Anm.: Tabellen beskriver endast delarna i den finansiella risken. I finans- och riskpolicyen finns ytterligare risker beskrivna. Källa: Riksgäldskontoret (2023) Finans- och riskpolicy.

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 riskmålet 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 statskulden 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.

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 statsskuldförvaltningen i en skrivelse till riksdagen vartannat år. Kommande skrivelse ska överlämnas senast den 25 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 statsskuldpolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldpolitiska 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 statsskuldpolitiken: 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 statsskuldförvaltningen

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.

Statsskuldförvaltningen 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

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