

Regeringsuppdrag



EKONOMISTYRNINGSVERKET

Rapport

Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021

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

Datum: 2022-03-17

Dnr: 2022-00354

ESV-nr: 2022:22

Copyright: ESV

Rapportansvarig: Peter Höglund

Förord

Ekonomistyrningsverket har i regleringsbrev för 2021 och 2022 fått i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltningen för perioden 2017–2021.

Uppdraget kan sammanfattas i följande punkter:

- Utvärdera i vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under perioden 2017–2021 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera hur likviditeten på marknaden för statsobligationer påverkar statens upplåning och skuldförvaltning.

Enligt uppdragsbeskrivningen är Ekonomistyrningsverket oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

Uppdragsbeskrivningen i sin helhet återfinns i bilaga 1.

Arbetet med regeringsuppdraget har genomförts av Peter Höglund (projektledare) och Håkan Carlsson (utredare)

Ekonomistyrningsverket överlämnar härmed rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021 och uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm
2022-03-17

Clas Olsson

Generaldirektör

Peter Höglund

Utredare

Innehåll

1 Sammanfattning	6
2 Inledning	8
2.1 Bakgrund	8
2.2 Uppdrag och syfte	8
2.2.1 Avgränsningar	9
2.2.2 Genomförande	9
3 Statsskuldens utveckling	10
3.1 Sveriges statsskuld är låg	10
3.1.1 Pandemins effekter på statsskulden blev lägre än först befarat	10
3.1.2 Engångseffekter har stor inverkan på skuldutvecklingen	11
3.1.3 Historiskt låga räntebetalningar	12
4 Regeringens riktlinjeändringar	13
4.1 Mer övergripande riktlinjer sedan 2018	13
4.2 Valutaexponeringen lämnas oförändrad i väntan på analys	14
4.3 Realskuldens andel ändras inte	15
4.4 Ingen särskild riktlinje för gröna obligationer	16
5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid	18
5.1 Skuldens sammansättning och löptid har följt riktlinjerna	18
5.1.1 Realskuldens andel tillbaka vid riktvärdet	19
5.1.2 Valutaskulden oförändrad i enlighet med riktlinjerna	19
5.1.3 Totala statsskuldens löptid inom intervallet	20
5.1.4 Nominella skuldens löptid påverkas av svängningar i lånebehovet	20
5.1.5 Gradvis sjunkande löptid för realskulden	21
5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård	22
5.2.1 Lägre helhetsbetyg 2021	23
5.2.2 50-årig obligation överraskade marknaden	23
5.2.3 Marknadsvård genom repor fortsatt viktigast	24
5.2.4 Låga betyg för likviditeten på statspappersmarknaden	24
6 Likviditeten på statsobligationsmarknaden	25
6.1 Riksgäldens möjligheter att motverka minskad likviditet	27
6.1.1 ESV:s kommentar	29
7 Utvärdering av kostnad och risk	31
7.1 Kostnaden har trendmässigt minskat under 2017–2021	31
7.2 Positiva och negativa bidrag till kostnadsutvecklingen	33
7.2.1 Kostnaden och kostnadsbidragen saknar riktmärken	36
7.3 Riskredovisning	37
7.3.1 ESV:s kommentar	39
Referenser	41
Lagar och förordningar	42

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning	43
Avrapportering	43
Processen för statsskuldsförvaltningen	43

1 Sammanfattning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har utvärderat statsskuldsförvaltningen för perioden 2017–2021 med fokus på 2020 och 2021. ESV kan konstatera att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldsförvaltningen, att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Regeringens ändringar av riktlinjerna under perioden har gjort riktlinjerna mer övergripande och enligt ESV mer ändamålsenliga.

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 2017 och 2021 har den konsoliderade skulden minskat med 120 miljarder kronor och som andel av BNP från 27 till 21 procent. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) har följt samma mönster. Detta trots att tidsperioden innehåller en pandemi med omfattande finanspolitiska stimulanser. Samtidigt har det låga ränteläget medfört att räntebetalningarna på skulden sjunkit till historiskt låga nivåer.

Regeringens ändringar av riktlinjerna under perioden har gjort riktlinjerna mer övergripande och enligt ESV mer ändamålsenliga. Det gäller främst sammanslagningarna av löptider för de olika skuldslagen. Enligt ESV var det också rätt beslut att upphöra med att minska exponeringen mot utländsk valuta 2020 för att invänta ny analys. Analysen har dock ännu inte genomförts och även riktlinjerna för 2022 är oförändrade. ESV anser det mycket angeläget att analysen genomförs snarast och kan tillämpas i riktlinjerna för 2023. Vad gäller sammansättningen av skulden så bör även realskulden analyseras vidare av Riksgälden, trots att man valde att inte ändra andelen realskuld i riktlinjerna för 2020.

ESV:s bedömning är att Riksgälden har uppfyllt regeringens riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid. Valutaexponeringen var oförändrad samtidigt som realskuldens andel närmade sig riktvärdet. Statsskuldens löptid höll sig inom styrintervall under både 2020 och 2021, trots den stora osäkerhet som rådde kring lånebehovet och statsskuldens utveckling. De senaste årens utveckling mot en mer övergripande löptidsstyrning underlättade för Riksgälden och innebar en flexibilitet att snabbt anpassa upplåningen.

ESV kan konstatera att introduktionen av den nya 50-åriga obligationen inte var helt lyckad, särskilt beaktat att lånebehovet vid tidpunkten krympte snabbt samtidigt som löptiden var stigande. Dessutom är likviditeten på marknaden för nominella obligationer ansträngd och det hade därför troligen varit lämpligare att främja

likviditeten i befintliga löptider. Därutöver visar marknadsaktörerna missnöje med hur introduktionen av obligationen gick till.

Likviditeten på statspappersmarknaden har försämrats under utvärderingsperioden. Både Riksgäldens marknadsundersökningar och andra likviditetsindikatorer pekar i den riktningen. De främsta skälen är en mindre nyemitterad volym samt att Riksbanken äger en stor andel av utestående obligationer. Den obegränsade repofaciliteten är det verktyg som finns tillgängligt för Riksgälden på kort sikt att motverka den försämrade likviditeten. På längre sikt så kan likviditeten i nominella statsobligationer förbättras genom en ökad emissionsvolym, då på bekostnad av realobligationerna.

Kostnaden för skulden har minskat under utvärderingsperioden. Kostnaden är historiskt låg på grund av det låga ränteläget. Det är dock svårt att utifrån de kostnader och risker som Riksgälden beskriver förstå hur kostnaden påverkats av den valda risknivån. Den utvärdering och redovisning av kostnad och risk som Riksgälden tar fram för varje år bör enligt ESV utvecklas och kompletteras med alternativberäkningar och känslighetsanalys. Det skulle underlätta förståelsen för kopplingen mellan kostnaden och risken i målet för statsskuldsvältningen.

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 gett ESV i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltning. Det är ett återkommande uppdrag som levereras till regeringen i mars 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 redovisas till regeringen senast den 17 mars 2022.² Uppdragets syfte är att bistå regeringen med en oberoende utvärdering av Riksgäldens arbete med statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021. De övergripande frågor som utredningen ska besvara är följande:

- I vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under 2017–2021 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera hur likviditeten på marknaden för statsobligationer påverkar statens upplåning och skuldförvaltning.

¹ 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

² Regleringsbrev för budgetåret 2022 avseende Ekonomistyrningsverket.

2.2.1 Avgränsningar

ESV senaste utvärderingar av statsskuldsförvaltningen har gällt perioden 2013–2017 respektive 2015–2019. Utvärderingsrapporterna levererades i mars 2018 respektive 2020. Föreliggande utvärdering avser perioden 2017–2021. Fokus för analysen läggs på åren 2020 och 2021, eftersom ovan nämnda utvärderingar redan berört åren 2017–2019.

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 tidsperioden 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 riktlinjeförslag, utvärderingar, finans- och riskpolicy, styrelseprotokoll och underlag till beslut är relevanta dokument i sammanhanget. Ytterligare relevanta dokument är Riksbankens yttranden, ESV:s utvärderingar och andra angränsande offentliga utredningar.

I övrigt inhämtas information till uppdraget genom intervjuer med personer på Riksgälden. Vid behov konsulteras oberoende experter inom området. 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 statsskuldsförvaltningen utvärderas i de resterande kapitlen. ESV:s samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

3 Statsskuldens utveckling

3.1 Sveriges statsskuld är låg

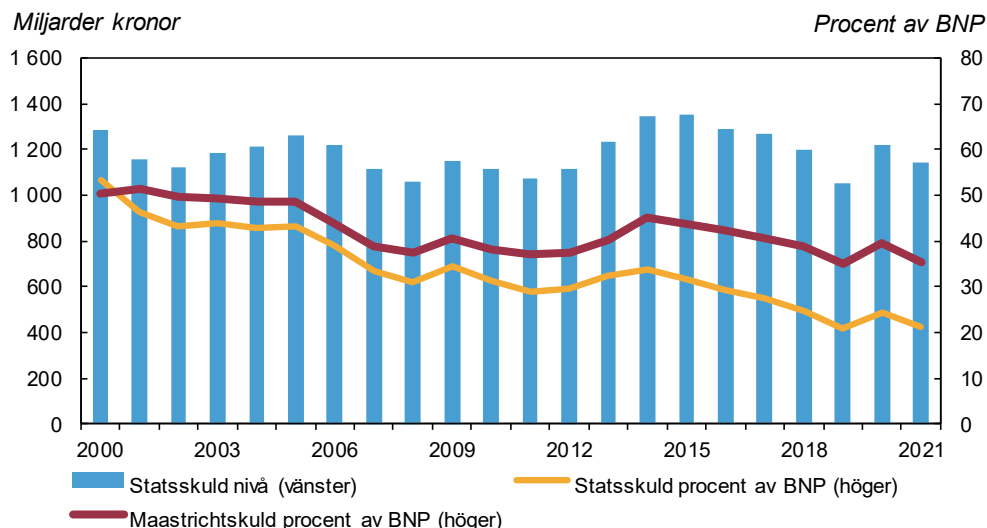
I ett internationellt perspektiv har Sverige starka offentliga finanser och en mycket låg statsskuld. Mätt som andel av BNP har statsskulden minskat trendmässigt sedan millennieskiftet. Mellan 2017 och 2021 har den konsoliderade skulden minskat med 120 miljarder kronor och som andel av BNP från 27 till 21 procent. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) har följt samma mönster. Detta trots att tidsperioden innehåller en pandemi med omfattande finanspolitiska stimulanser. Samtidigt har det låga ränteläget medfört att räntebetalningarna på skulden sjunkit till historiskt låga nivåer.

3.1.1 Pandemins effekter på statsskulden blev lägre än först befarat

Under 2017-2019 minskade statsskulden snabbt. En stark tillväxt i ekonomin medförde stora budgetöverskott. Dessutom bidrog positiva engångseffekter i form av kapitalplaceringar på skattekontot och minskade riksbankslån till att stärka budgetsaldot ytterligare.

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, främst under det andra kvartalet. 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 164 miljarder kronor.

Diagram 1 Sveriges statsskuld är låg



Källa: ESV

Under de inledande månaderna av pandemin rådde stor osäkerhet och skuldutvecklingen var mycket svårprognostiserad. De flesta bedömare hade pessimistiska prognoser våren 2020 och räknade med en kraftig skuldökning som skulle fortsätta även under 2021, om än i avtagande takt. Exempelvis räknade ESV i sin prognos från juni 2020 med att skulden skulle öka med över 370 miljarder kronor under 2020. Riksgälden gjorde en liknande bedömning i sin prognos i maj 2020.

De mest pessimistiska scenariona för svensk ekonomi 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. Även om det kom ytterligare vågor av smittspridning och restriktioner, så överraskade återhämtningen under 2021 snart nog alla bedömare. BNP växte, statsbudgeten återvände till överskott och statsskulden sjönk. Sammantaget blev därmed de statsfinansiella effekterna av pandemin avsevärt lägre än vad som först befarades.

3.1.2 Engångseffekter har stor inverkan på skuldutvecklingen

Statens budget, liksom statsskulden, påverkas i varierande grad av engångseffekter enskilda år, det vill säga transaktioner av extraordinär karaktär, vilka försvårar analysen över tid.

Åren 2017-2019 var engångseffekterna positiva, främst till följd av kapitalplaceringar på skattekontot och återbetalningar av Riksbankslån. Huvuddelen av kapitalplaceringarna byggdes upp under perioden 2015-2018, då många företag och privatpersoner satte in mer pengar än nödvändigt på sina skattekonton eftersom

inlåningsräntan var förhållandevis förmånlig. Det medförde positiva engångseffekter för budgetsaldot och statsskulden dessa år.

Riksbanken har beslutat att ersätta den del av valutareserven som lånats upp via Riksgälden med egen finansiering. Det innebär att Riksbanken kommer att amortera sina valutalån i Riksgälden, vilket stärker budgetsaldot och sänker skulden.

Under 2020 var nettot av engångseffekterna i stället kraftigt negativt och försvagade budgetsaldot med 174 miljarder kronor. Det beror främst på att flertalet av de omfattande stöd och stimulanser som infördes för att mildra de ekonomiska effekterna av pandemin är att betrakta som tillfälliga.

Även 2021 var engångseffekterna negativa, trots att Riksbanken amorterade lån och kapitalplaceringarna på skattekontot ökade. Det berodde på att flera av krisåtgärderna förlängdes till att gälla även detta år.

3.1.3 Historiskt låga räntebetalningar

De kassamässiga räntebetalningarna på statsskulden har varit historiskt låga 2017-2021. Det är främst en effekt av att det låga ränteläget successivt fått allt större genomslag i skulden i takt med att äldre obligationer med höga kupongräntor förfallit och ersatts av nya med lägre räntor. De kassamässiga räntorna har under perioden också i hög grad påverkats av positiva kurseffekter som uppstått då Riksgälden emitterat äldre obligationer. Dessa kurseffekter är dock att betrakta som periodiseringar och påverkar inte den långsiktiga kostnaden för skulden. En sjunkande skuld som successivt omsätts till lägre räntor har dock sänkt även de kostnadmässiga räntorna. Kostnaden mätt som genomsnittlig effektiv ränta har sjunkit gradvis och var i genomsnitt 1,3 procent under perioden 2017-2021. De två senaste åren var kostnaden 0,6 respektive 0,8 procent. Ökningen under 2021 berodde främst på att kronan försvagades under året.

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 regeringens förändringar i riktlinjerna som genomförts 2020 och 2021. Riktlinjerna för tidigare år har kommenterats i tidigare utvärderingar.

Tabell 1 Utvalda riktlinjeändringar 2017–2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Statsskuldens löptid mätt som duration (år)					
Nominell kronskuld < 12 år	2,9–3,9	4,3–5,5 ¹	4,0–6,5 ²	3,5–6,0 ³	
Nominell kronskuld > 12 år					
Real kronskuld					
Valutaskuld					
Statsskuldens sammansättning					
Långa nominella obligationer		Volymriktvärdet utgår			
Valutaskuld	Minskning med högst 30 miljarder kronor per år			Oförändrad exponering	
Privatmarknadsupplåning				Utgår	
Kostnad och risk					
Kostnadsmått				Kostnadsmåttet förtydligas	
Riskmått				Riskmåttet förtydligas	

Källa: Regeringens riktlinjer för statsskultsförvaltningen 2017–2021

¹ Löptidsintervallet 2018 påverkas främst av att volymriktvärdet för nominella obligationer med lång tid till förfall utgår.

² Löptidsintervallet 2019 påverkas främst av att nominell och real kronskuld får gemensam löptidsstyrning.

³ Löptidsintervallet 2020 påverkas främst av att kronskulden och valutaskulden får gemensam löptidsstyrning.

4.1 Mer övergripande riktlinjer sedan 2018

Utvecklingen av riktlinjerna sedan år 2018 går överlag mot att regeringen styr på en mer övergripande nivå än tidigare. Riksgälden får därmed större utrymme att internt bestämma riktlinjer för respektive skuldslag och på så sätt 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 går således mer mot 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 under perioden slagits ihop. Med 2019 års riktlinjer slogs löptidsstyrningen för den nominella och den reala kronskulden ihop.

Regeringen lämnade därmed över åt Riksgälden att själva besluta om separata löptider för respektive skuldslag. Sammanslagningen innebar 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. I sitt förslag till riktlinjer för år 2020 angav Riksgälden som skäl att ett gemensamt styrintervall skulle ge en bättre överblick över ränteomsättningsrisken i skulden. Trots att riktlinjerna endast anger en gemensam löptid för hela skulden, så ska Riksgälden fortfarande fastställa interna riktlinjer med löptider för de enskilda skuldslagen.

ESV:s uppfattning är att det är mer ändamålsenligt att löptiderna slås ihop i riktlinjerna. En riktlinje om gemensam löptid renodlar avvägningen mellan kostnad och risk eftersom riktlinjebesluten om sammansättning respektive löptid hålls isär. 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 istället för att besluta om nya riktlinjer när läget för statsfinanserna ändrades snabbt i början av pandemin 2020 (se även avsnitt 5.1.4). Samtidigt får inte intervallet för löptiden blir för stort, eftersom styrningen i och med regeringens riktlinjer då blir mindre verksam. Skillnaden i löptid för nominell och real skuld är i dagsläget liten (se avsnitt 5.1.4 och avsnitt 5.1.5) och efterfrågebilden vad gäller löptider har visat sig vara densamma som för nominella obligationer.³ Båda skuldslagen ryms därmed inom samma intervall. Skulle det visa sig att t.ex. efterfrågan på längre realobligationer ökar, så bör det beaktas inför framtida beslut om gemensam löptid i riktlinjerna.

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 inte längre bestäms där.

4.2 Valutaexponeringen lämnas oförändrad i väntan på analys

Riktlinjen för valutaexponeringen ändrades i riktlinjebeslutet för 2020. Enligt riktlinjen ska valutaexponeringen hållas oförändrad i väntan på en ny analys.⁴

³ Riksgäldskontoret (2019): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

⁴ Riksgäldskontoret (2019): Statsskulden förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

Riksgälden anförde i sitt riktlinjeförslag att tidigare bedömningar om fördelar respektive nackdelar med en valutaexponering i statsskulden kunde ha förändrats sen frågan analyserades senast. Det fanns enligt Riksgälden därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering bör förändras. Dessutom hade den svenska kronan försvagats kraftigt de senaste åren och bedömdes vara lågt värderad.⁵ Den minskade risk som en lägre valutaexponering skulle innebära bedömdes därmed inte motivera den kostnad en minskad valutaexponering medför. Regeringen ansåg att det var lämpligt att behålla den nuvarande nivån på valutaexponeringen tills analysen är genomförd.⁶

ESV håller med om att det var rätt beslut att 2020 avbryta minskandet av valutaexponeringen i väntan på ny analys. Riksgälden hade vid tidpunkten också tagit en position för en starkare krona och tidigare argumenterat för att positionsmandatet skulle utvidgas.⁷ Den avbrutna minskningen av valutaexponeringen blev i förlängningen ett utvidgat positionsmandat.

ESV finner det dock anmärkningsvärt att någon analys ännu inte genomförts. Beaktat att riktlinjerna är oförändrade även för 2022 kommer valutaexponeringen att vara oförändrad under drygt tre år med motivet att en ny analys ska genomföras. ESV anser det mycket angeläget att analysen genomförs snarast och kan tillämpas i riktlinjerna för 2023.

4.3 Realskuldens andel ändras inte

Realobligationernas andel av den totala skulden ska uppgå till 20 procent. Andelen real kronaskuld justerades senast i riktlinjerna för 2015 på grund av nya beräkningsprinciper för statsskuldens andelar. ESV noterade i en tidigare granskning av statsskultsförvaltningen 2018 att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden.⁸ I det ljuset kan andelen realskuld behöva sänkas på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den på nuvarande nivå. Riksgälden aviserade i sitt förslag till riktlinjer för 2019 att man avsåg att göra en sådan analys och analysen publicerades i och med riktlinjeförslaget till 2020.

Riksgäldens analys visade att det inte finns några systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning.⁹ Valet av andel handlar därför enligt Riksgälden om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med en minskande statsskuld blir avvägningen främst en operativ fråga

⁵ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023, s. 18

⁶ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

⁷ Se även beskrivning i avsnitt 7.2

⁸ Riksgäldskontoret (2018): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2019–2022, s. 12.

Riksgäldens tolkning av ESV (2018): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017.

⁹ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023.

om hur upplåningen ska fördelas på olika statspapper. Dessutom innebär de redan utestående realobligationerna att det finns ett åtagande gentemot investerarna och att det är viktigt att bevara förtroendet för den svenska staten som emittent. Riksgälden såg därför inget behov av att sänka riktvärdet för realskuldens andel för att ge större utrymme åt nominella statsobligationer. Regeringen angav i riktlinjerna för 2020 att man i stort höll med i Riksgäldens analys.¹⁰

Realobligationerna ska framöver ges ut med samma löptider som de nominella obligationerna. Det gör att skillnaden mellan skuldtyperna minskar. Skillnaden mellan nominella och reala obligationsräntor är också lägre idag än de varit tidigare, med en väsentlig skillnad jämfört med när realobligationshandeln byggdes upp på 1990-talet. I tidigare utvärdering uttryckte ESV att det borde utredas om det fanns starka kostnads- eller riskargument att behålla realobligationernas andel på nuvarande nivå.¹¹ Riksgäldens analys i riktlinjeförslaget för 2020 gav snarare bilden att realobligationerna inte avvek nämnvärt från nominella statsobligationer vad gällde till exempel kostnaden. Hur risken påverkades av att realobligationer är en del av skulden analyserades inte.

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. Andelen realskuld har sedan 2020 års riktlinjeförslag sjunkit (se avsnitt 5.1.1) på grund av ökad nominell upplåning och ett förfallande lån.

Frågan om realobligationerna har eventuellt hamnat i ett annat läge då inflationen och inflationsförväntningarna börjat öka i slutet av 2021. ESV anser dock fortsatt att hur risken för statsskulden påverkas av realobligationerna bör analyseras vidare. 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 (se även avsnitt 6).

4.4 Ingen särskild riktlinje för gröna obligationer

I juli 2019 fick Riksgälden i uppdrag av regeringen att senast under 2020 ge ut en statlig grön obligation. Den gröna obligationen utgör ett komplement till de traditionella statsobligationerna och pengarna som lånas upp kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt. Valet av lämpliga utgifter görs utifrån Sveriges klimat- och miljömål. Den 1 september 2020 gav Riksgälden ut den gröna obligationen. Löptiden sattes till 10 år och emissionsvolymen var 20 miljarder kronor. Räntan blev något lägre än räntan på en nominell statsobligation med motsvarande löptid vid tidpunkten för emissionen. Den gröna obligationen har

¹⁰ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

¹¹ ESV (2020) Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019

enligt Riksgälden bidragit till att attrahera en handfull nya investerare som inte tidigare hade köpt obligationer utgivna av svenska staten.

Riktlinjerna har inte ändrats på grund av uppdraget att ge ut en statlig grön obligation. I Riksgäldens förslag till riktlinjer 2020 anförde Riksgälden att den gröna obligationen omfattades av övriga riktlinjer för skuldens sammansättning och löptid. Förutom att obligationen kopplats till ett särskilt urval av utgifter utifrån Sveriges klimat- och miljömål så motsvarar obligationen en nominell statsobligation vad gäller effekten på statsskuldens sammansättning och kostnad.

ESV instämmer i att gröna obligationer inte behöver nämnas specifikt i riktlinjerna. Det är i linje med de ändringar som gjorts tidigare år för att göra riktlinjerna mer övergripande. Än så länge har endast en grön obligation emitterats. Om gröna obligationer framöver blir ett vanligare inslag bland statens obligationer så kan det dock finnas skäl att inkludera även dessa i riktlinjerna. Den gröna obligationen har enligt Riksgälden gett upphov till att nya investerare sökt sig till svenska statsobligationer. Det tyder på att andelen gröna obligationer skulle kunna påverka sammansättningen av motparter på ett liknande sätt som de övriga skuldandelarna.

5 Riksgäldens tillämpning av skuldens sammansättning och löptid

Riksgälden har uppdrag att ansvara för upplåning och förvaltning av statsskulden. Inom ramen för det uppdraget ska Riksgälden sträva efter att uppnå det övergripande målet om att långsiktigt minimera kostnaden för förvaltningen av statsskulden med beaktande av risk. Samtidigt ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Målformuleringen är bred och ganska oprecis, 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, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis. Strategierna syftar till att skapa en effektiv statsskuld förvaltning och en bra infrastruktur för statspappersmarknaden. Vidare syftar strategierna till att främja transparens och förutsägbarhet i upplåningen. Riksgälden publicerar prognoser för lånebehovet tillsammans med en låneplan tre gånger per år. Låneplanen utgör underlag för beslut om emissioner.

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

5.1 Skuldens sammansättning och löptid har följt riktlinjerna

ESV:s bedömning är att Riksgälden har uppfyllt regeringens riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid. Valutaexponeringen var oförändrad samtidigt som realskuldens andel närmade sig riktvärdet. Statsskuldens löptid höll sig inom styrintervall under både 2020 och 2021, trots den stora osäkerhet som rådde kring lånebehovet och statsskuldens utveckling. De senaste årens utveckling mot en mer övergripande löptidsstyrning underlättade för Riksgälden och innebar en flexibilitet att snabbt anpassa upplåningen. I inledningen av pandemin 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.

5.1.1 Realskuldens andel tillbaka vid 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 2017-2019 steg andelen och låg betydligt över riktvärdet. Det berodde främst på en minskande statsskuld. Under 2020, när statsskulden steg snabbt till följd av pandemin, föll andelen i stället under 20 procent. Dessutom förföll realobligation 3102, vilket ytterligare sänkte andelen. Under 2021 steg andelen tillbaka nära riktvärdet då det inte fanns några förfall, samtidigt som lånebehovet blev lägre än beräknat.

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.

5.1.2 Valutaskulden oförändrad i enlighet med riktlinjerna

Statsskulden är exponerad mot flera utländska valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc. Styrningen av valutaexponeringen ändrades i samband med regeringens beslut om riktlinjer för 2015. Innan dess styrdes exponeringen mot en andel på 15 procent av den totala skulden. Exponeringen skulle i stället minska med maximalt 30 miljarder kronor per år, men Riksgälden skulle planera för en årlig minskning på 20 miljarder kronor. Skälet var att Riksgäldens analys visade att det inte fanns vare sig kostnads- eller riskskäl att ha en bestående valutaexponering. Denna riktlinje gällde till och med 2019. Den faktiska minskningen blev dock lägre än 20 miljarder kronor per år under 2017-2019. Inför riktlinjerna för 2020 påbörjade Riksgälden en ny översyn av förutsättningarna för statsskuldens valuta-sammansättning för att se om det finns skäl att ompröva de tidigare slutsatserna. Regeringen beslutade då att minskningen skulle pausas och valutaexponeringen lämnas oförändrad i avvaktan på den nya översynen. Trots detta minskade valutaskuldens andel av statsskulden något under 2020. Det var dock främst en följd av att statsskulden ökade medan valutaexponeringen var i det närmaste oförändrad.

Även under 2021 beslutade regeringen att hålla valutaexponeringen oförändrad, eftersom översynen inte blev genomförd. Under 2021 har valutaexponeringen hållit sig på en relativt konstant nivå både mätt i kronor och som andel av statsskulden.

I stora drag har alltså valutaexponeringen varit oförändrad i drygt två år i avvaktan på en analys som ännu inte genomförts. Valutaexponeringen ska även vara fortsatt oförändrad enligt riktlinjerna för 2022. Valutakurser är volatila och mycket svåra att förutspå. Under 2020 stärktes kronan mot samtliga valutor i valutaexponeringen, medan det motsatta gällde under 2021. Det är svårt att bedöma huruvida den

oförändrade valutaexponeringen varit mer fördelaktig än vad en fortsatt minskning varit. ESV finner det dock anmärkningsvärt att någon analys ännu inte genomförts. Beaktat att riktlinjerna är oförändrade även för 2022 kommer valutaexponeringen att vara oförändrad under drygt tre år med motivet att en ny analys ska genomföras. ESV anser det mycket angeläget att analysen genomförs snarast och kan tillämpas i riktlinjerna för 2023.

5.1.3 Totala statsskuldens löptid inom intervallet

Regeringens styrning av statsskuldens löptid har gradvis blivit mer övergripande i de senaste årens riktlinjer. I riktlinjerna 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 (d.v.s. inklusive valutaskulden) på 3,5-6 år. Riksgälden tar dock fortsatt fram interna riktvärden för de olika skudslagens löptidsintervall. Dessa beslutas av Riksgäldens styrelse i den årliga publikationen ”Finans- och riskpolicy”. Exempelvis var riktvärdena för 2021 att löptiden för den nominella skulle vara 4,1-6,4 år, realskulden 5,1-6,6 år och valutaskulden 0-1 år. Statsskuldens löptid har varit inom intervallen både 2020 och 2021.

5.1.4 Nominella skuldens löptid påverkas av svängningar i lånebehovet

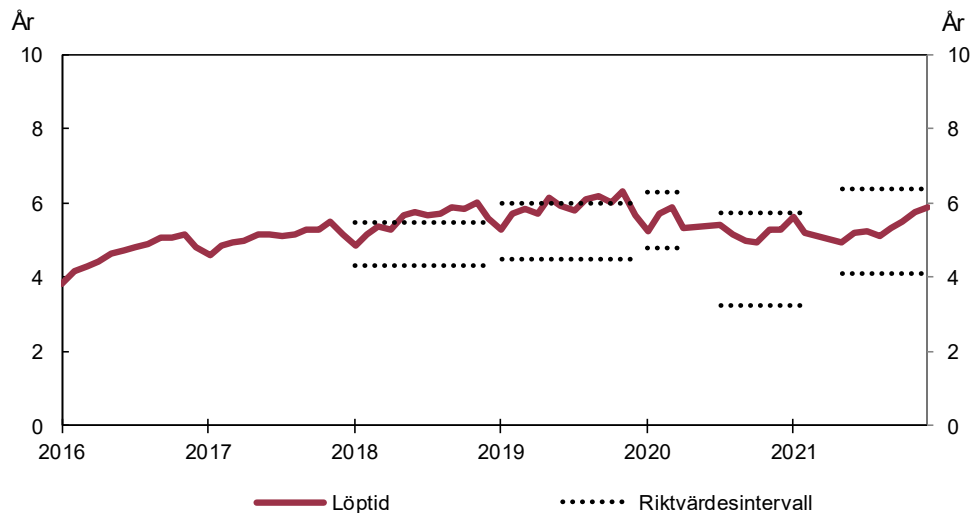
Den nominella kronskulden påverkas av variationer i lånebehovet i betydligt större utsträckning än övriga skudslag. Det beror på att huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs. statsskuldväxlar och stora delar av likviditetsförvaltningen, ingår i detta skudslag. De senaste årens kraftiga svängningar från stora budgetöverskott åren närmast före pandemin till ett stort underskott 2020, följt av ett nytt överskott 2021, har inneburit stora utmaningar för skuldförvaltningen. Inte minst med hänsyn till hur svårprognostiserad utvecklingen varit under de två senaste åren. Med undantag för kortare perioder under pandemin har löptiden ökat över tid och mestadels legat i den övre delen av intervallet.

Under 2017-2019 låg löptiden för den nominella skulden nära (tidvis t.o.m. över) den övre gränsen i riktvärdesintervallet. Det var främst en följd av oväntat stora budgetöverskott dessa år som innebar att Riksgälden tvingades bygga upp stora kassöverskott och därmed minska den kortfristiga upplåningen.

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. 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 2 Den nominella skuldens löptid 2017-2021



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.

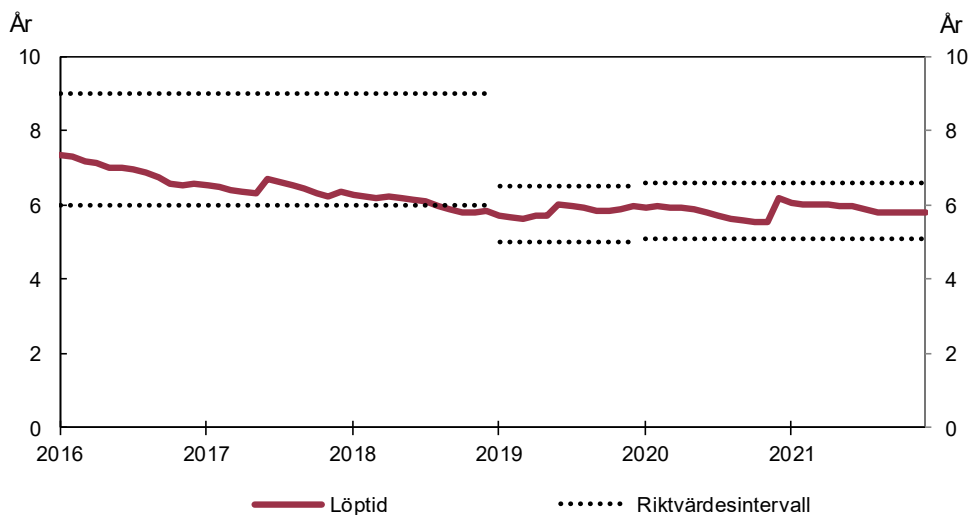
ESV kan konstatera att introduktionen av den ultralånga obligationen inte var helt lyckad, särskilt beaktat att lånebehovet vid tidpunkten krympte snabbt samtidigt som löptiden var stigande. Dessutom är likviditeten på marknaden för nominella obligationer ansträngd och det hade därför troligen varit lämpligare att främja likviditeten i befintliga löptider. Därutöver visar marknadsaktörerna missnöje med hur introduktionen av obligationen gick till. Enligt Riksgäldens årliga enkätundersökning anser marknadsaktörerna att Riksgälden inte kommunicerat beslutet på ett bra sätt. Det var också för kort tid mellan beslutet och emissionen.

5.1.5 Gradvis sjunkande löptid för realskulden

Löptiden för den reala skulden har sjunkit gradvis under 2017-2021. Riksgäldens interna riktvärde för den reala skuldens löptid var 6-9 år under 2017 och 2018. Inför

2019 sänktes riktvärdet till 5-6,5 år, vilket också innebar att intervallet smalnades av. Under 2020 och 2021 har riktvärdet varit 5,1 till 6,6 år.

Diagram 3 Realskuldens löptid 2017-2021



Källa: Riksgälden

Löptiden låg nära den nedre gränsen av intervallet under 2017 och 2018, men har sedan 2019 legat nära mitten med undantag för 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. Den sjunkande löptiden 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 planerat.

Riktvärdesintervallet för valutaskuldens löptid har varit 0-1 år under hela perioden 2017-2021. 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.

5.2 Riksgäldens tillämpning av marknadsvård

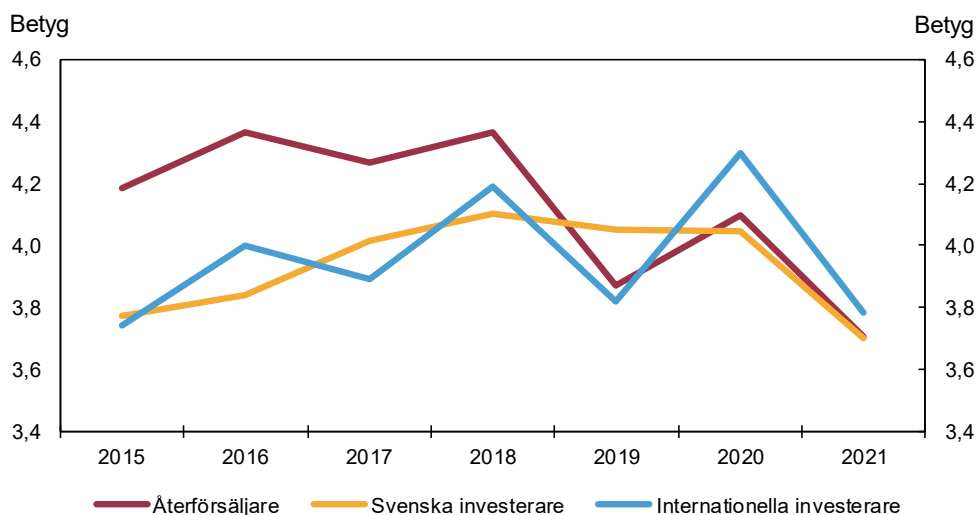
Riksgälden ska genom skuld- och marknadsvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl. Syftet är att minimera kostnaderna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska Riksgälden också besluta om principer som är vägledande i detta arbete. Principerna fastställs årligen i Riksgäldens finans- och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

5.2.1 Lägre helhetsbetyg 2021

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 2021 visar en nedgång i helhetsbetyget efter en uppgång 2020. Ett tydligt och konsekvent agerande var den faktor som försämrades mest, medan de marknadsvårdande reporna och kommunikationen om lånebehovet och finansieringen fortsatt ses som Riksgäldens främsta styrkor.

Diagram 4 Marknadsaktörernas helhetsbetyg på Riksgälden



Källa: Riksgälden och Kantar

Betyget från alla tre svarsgrupperna – återförsäljare, svenska investerare och utländska investerare – föll under 4. Återförsäljarnas betyg på 3,7 var det lägsta sedan undersökningen startade. Även de svenska investerarna gav 3,7 medan betyget från de utländska investerarna var 3,8. Föregående år låg betygen på 4,1 respektive 4,1 och 4,3.

5.2.2 50-årig obligation överraskade marknaden

Ett tydligt och konsekvent agerande från Riksgäldens sida är en av de faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast. Här sjönk betyget betydligt i utvärderingen 2021, från 4,3 till 3,6. Även betyget för lyhörddhet gentemot marknadsaktörernas önskemål sjönk till låga 3,1. I svarscommentarerna till årets

undersökning framgår tydligt att en stor del av de sänkta betygen hänger samman med ett missnöje med introduktionen av den nya 50-åriga obligationen. Marknadsaktörerna uttrycker att de överraskades av beslutet att ge ut obligationen och att tiden mellan att beslutet annonserades och emissionen genomfördes var alldeles för kort. Flera anser att Riksgälden agerade märkligt och att obligationen ”inte var förankrad i marknaden”.

5.2.3 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 2017–2021. Betydelsen har ökat över tid. Marknadsvårdande repor är också den kategori där Riksgälden får högst betyg. Återförsäljarnas betyg har varit 4 eller högre i samtliga undersökningar 2017-2021. Det är även den enda kategorin där betyget steg i 2021-års undersökning, från 4,0 till 4,3. När det gäller marknadsvård i form av löpande byten i realobligationer har betygen varierat strax under 4 i de senaste årens undersökningar.

5.2.4 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 mindre positivt inställda till den svenska statspappersmarknaden. Återförsäljare och internationella investerare gör en lägre värdering av såväl volym och spread som pristransparens när det gäller samtliga tre instrument, nominella- och realobligationer samt statsskuldväxlar. För svenska investerare gäller det i första hand nominella obligationer. Återförsäljarnas betyg 2021 faller i samtliga avseenden långt under den godkända nivån 3,0. Detsamma gäller investerarnas bedömning av realobligationerna. Nominella obligationer och statsskuldväxlar värderas av investerarna kring den godkända nivån för pristransparens, men för spread och volym under eller något under.

6 Likviditeten på statsobligationsmarknaden

En grundförutsättning för en väl fungerande handel i statspapper och andra värdepapper är likviditet. Likviditet är dock ett mångfacetterat begrepp och kan ta sig olika uttryck. I vid mening betyder marknadslikviditet att en placerare kan känna sig någorlunda säker på att till givna priser och med kort varsel kunna gå ur en position i räntebärande papper. Ju mer som kan omsättas utan att priset påverkas desto djupare sägs marknaden vara.¹² En annan definition skulle kunna vara en marknad med små transaktionskostnader. Finansieringslikviditet handlar istället om hur lätt en aktör kan finansiera sin verksamhet, till exempel hur lätt Riksgälden kan emittera en ny obligation. De två likviditetsbegreppen hänger dock nära samman och ingår ofta båda i olika definitioner av likviditet.

Som emittent av statsobligationer och statsskuldväxlar verkar Riksgälden på primärmarknaden. Riksgäldens obligationer säljs sedan vidare till andra investerare på sekundärmarknaden. Likviditeten på sekundärmarknaden har stor betydelse för likviditeten på primärmarknaden och för att marknaden för statspapper som helhet ska fungera bra. Om omsättningen och likviditeten i sekundärmarknaden minskar kommer prisbildningen i marknaden att försämrats vilket 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 säljpris¹³ som medför högre upplåningskostnader för staten och större svårigheter att attrahera investerare som söker investeringar med låg risk.¹⁴

Det finns inget enskilt mått som kan fånga alla dimensioner av likviditet. Det finns flera dimensioner av likviditeten som fångas olika bra med olika mått.

Transaktionsbaserade indikatorer fokuserar på om ett värdepapper handlas, men kräver ingen ytterligare information om själva transaktionen. De är därför enkla att ta fram och tolka när det finns tillgång till transaktionsdata. De använder dock inte den information som finns i pris och volym och mäter främst omedelbarheten, dvs. hur lång tid det tar att sälja eller köpa en viss volym. *Omsättningsbaserade indikatorer* baseras på information om transaktionsvolym och kräver vanligtvis endast aggregerad data. Generellt är hög omsättning ett tecken på en likvid marknad, vilket betyder att ju högre indikatorvärde, desto högre likviditet. *Prisbaserade indikatorer*

¹² Marknadslikviditet brukar ofta delas upp i fyra delkomponenter när det gäller handel med statspapper. Utöver djup brukar man också tala om bredd som är skillnaden mellan köp och säljkurs, omedelbarhet som handlar om hur snabbt en marknadsaktör kan genomföra en viss transaktion samt återhämtningsförmåga som beskriver hur snabbt priser återvänder till det fundamentala värdet vid en temporär likviditetsstörning, se bland annat SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken. Omsättning och omsättningshastighet på den utestående stocken är ytterligare två mått.

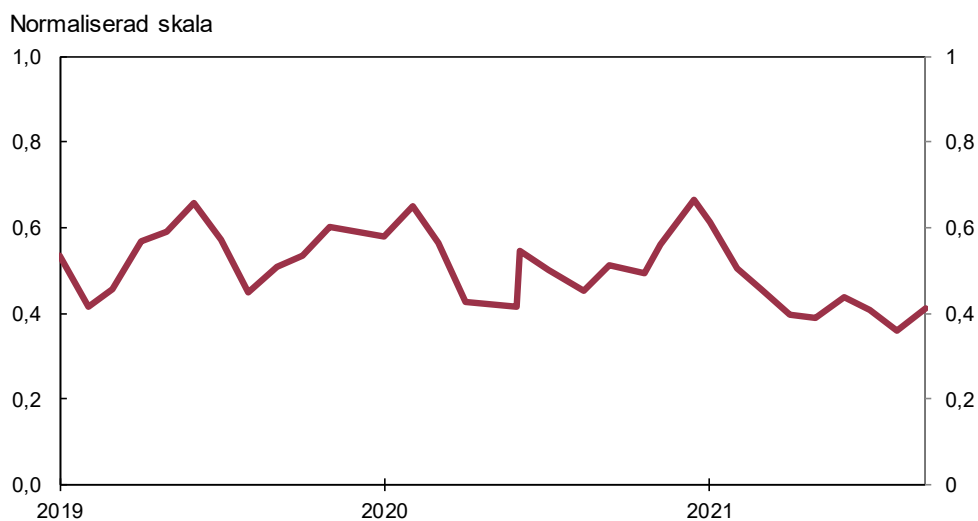
¹³ Så kallad köp-sälj-spread (bid-ask spread).

¹⁴ En mer volatil statsobligationsmarknad kan omvänt också leda till att investerare med större riskaptit söker sig till marknaden.

beräknas med information om transaktionspriser är därför lämpliga för värdepapper som handlas ofta.¹⁵

Finansinspektion gör i en studie från 2020 ett försök till en sammansatt likviditetsindikator som aggregerar flera olika mått av likviditet.¹⁶ Använt på marknaden för statsobligationer så visar det aggregerade likviditetsmättet att likviditeten i statsobligationer förbättrades efter statskuldskrisen 2012 för att sedan vara stabil fram till 2018 då den försämrades på nytt och har blivit kvar på en sämre nivå sedan dess. Utvecklingen från 2019 till hösten 2021 redovisas i diagram 5.

Diagram 5 Marknadslikviditet för statsobligationer



Anm.: Likviditetsmätt som en aggregering av olika enskilda indikatorer. Högre värden motsvarar högre likviditet. Två månaders glidande medelvärde.

Källa: Finansinspektionen

Som nämnts i förra avsnittet om marknadsvård så får likviditeten på statspappersmarknaden låga och i många fall underkända betyg av återförsäljare och andra aktörer på marknaden. Marknadsaktörerna anger i svarskommentarerna att Riksbankens obligationsköp och statens begränsade lånebehov är de största skälen till att likviditeten värderas lågt. Några nämner regelkrav som begränsar återförsäljarnas lager eller att återförsäljarna är få.

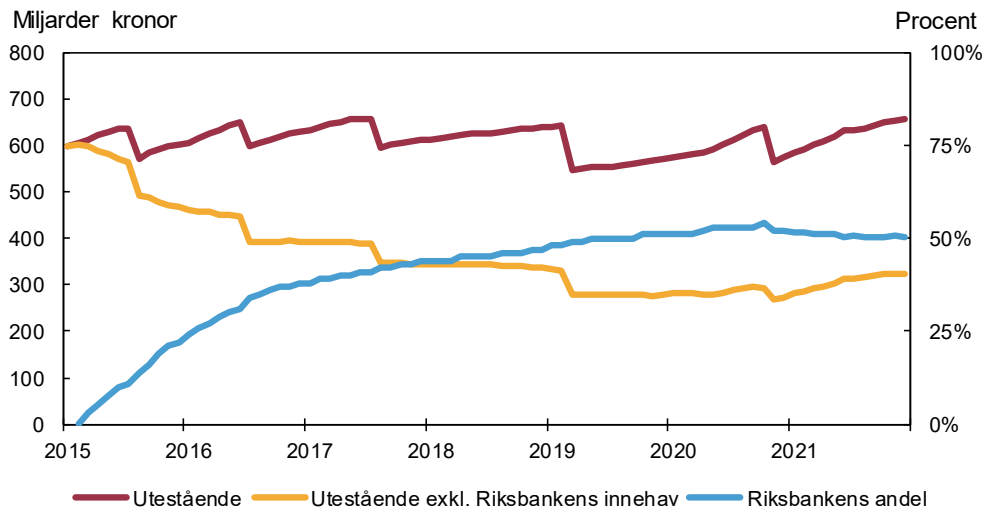
Förklaringen till att volymen har minskat de senaste åren är kombinationen av att Riksbanken köpt statsobligationer samtidigt som Riksgälden dragit ned emissionsvolymen (med undantag för ökningen under 2020). Riksbankens tillgångsköp kan ha bidragit till att förbättra marknadslikviditeten vissa perioder, till

¹⁵ Finansinspektionen (2020) FI analys 2020:21 Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden

¹⁶ Finansinspektionen (2020) FI analys 2020:21 Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden

exempel vid pandemins inledande fas, men över tid är det mer troligt att åtgärderna minskat marknadslikviditeten genom att minska den utestående volymen.¹⁷

Diagram 6 Riksbankens köp och Riksgäldens emissioner av nominella statsobligationer



Källa: Riksgälden och Riksbanken

En annan förklaring till den försämrade likviditeten som ofta nämns av marknadsaktörerna är nya finansiella regleringar. Enligt marknadsaktörerna har de nya regleringarna ökat kapitalkostnaderna för bankerna, vilket påverkat deras vilja att agera marknadsgarant när det uppstår skillnad i utbud och efterfrågan på marknaden. Samtidigt finns det studier som hävdar att motståndskraften för obligationsmarknaderna har förbättrats tack vare de nya reglerna eftersom marknadsgaranternas motståndskraft ökat. Den ökade motståndskraften minskar risken att marknadslikviditeten ska försämrast kraftigt i ett stressat scenario.

6.1 Riksgäldens möjligheter 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.¹⁸ Återförsäljarna har genom avtal med Riksgälden förbundit sig att agera på visst sätt. I primärmarknaden är

¹⁷ Se t.ex. Blix Grimaldi M., Crosta A. and Zhang D. (2021) "The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden" Working paper Series, Sveriges Riksbank. Där argumenterar författarna för att likviditeten till en början förbättras genom att efterfrågan på sekundärmarknaden ökar genom att Riksbanken också ökar sitt innehav. Vid en gräns (ungefär 40 procentns ägarandel) så dominerar dock en bristeffekt och likviditeten minskar.

¹⁸ Riksgälden har 6 återförsäljare 2022.

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 på marknadens informationssystem. Om återförsäljarna fullgör sina åtaganden i primär- och sekundärmarknaden får de provision.¹⁹

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 bli tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet.

Riksgälden har också ett marknadsåtagande via repomarknaden.²⁰ 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 byten av statspapper mellan utgåvor på återförsäljarnas förfrågan.

Repofaciliteten utnyttjades i hög grad under 2017 och 2018 då Riksgälden hade låga nivåer av nyemissioner samtidigt som Riksbanken ägde en stor del av den utestående stocken. Åren efter har repofaciliteten minskat i omfattning. Den minskande omfattningen från 2018 och framåt kan bero på att investerare i stället repade ut sina innehav mellan varandra i högre utsträckning än tidigare.²¹

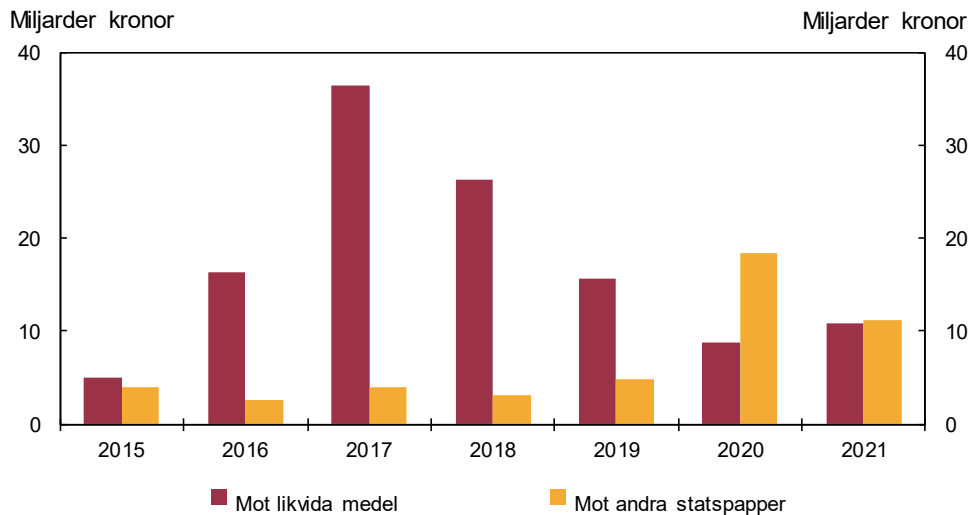
Villkoren för reposwapparna ändrades under 2021. Till hösten beslutade Riksgälden att återgå till en prissättning på Riksbankens reporänta minus 30 räntepunkter, från reporäntan minus 20 punkter. Denna ändring bidrog sannolikt till att minska nyttjandet av faciliteten senare under året.

¹⁹ Återförsäljaravtal avseende statsobligationer 2019.

²⁰ 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.

²¹ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2018, s 25.

Diagram 7 Volym marknadsvärdande repor, årsgenomsnitt 2015-2021



Källa: Riksgälden

6.1.1 ESV:s kommentar

Bristen på likviditet på statspappersmarknaden är inget nytt problem. Det har lyfts fram vid de senaste utvärderingarna av statsskuldsförvaltningen. Problemet tas också upp i Riksgäldens årliga undersökningar bland marknadsaktörer.

På kort sikt kan Riksgälden underlätta den minskade likviditeten på statspappersmarknaden genom den obegränsade repofacilitet som de redan erbjuder. Statens lånebehov är lågt vilket i sig inte bör betraktas som ett problem, men en stadigt minskande statsskuld och ett stort innehav hos Riksbanken gör att utbudet av statspapper kommer att vara fortsatt begränsat.

På längre sikt skulle en lösning på problemet med den låga likviditeten vara att öka upplåningen i ett eller flera skuldslag, oavsett lånebehov. Frågan om staten ska ha möjlighet att överupplåna har tagits upp i flera utredningar. Bland annat analyserades frågan i statsskuldutredningen från 2014.²² Utredningen föreslog att det ska vara möjligt för staten att överupplåna i syfte att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden. Möjligheten att överupplåna skulle enligt utredningen framförallt ses som en försäkring för att staten ska ha goda möjligheter att låna i framtiden om behov skulle uppstå, men det skulle även komma det finansiella systemet till del. ESV:s slutsats i tidigare utvärderingar kring denna fråga var att

²² SOU 2014:8, Översyn av statsskuldspolitiken. En intressant detalj i utredningen är att man angav en miniminivå för den utestående volymen statsobligationer till 400 miljarder kronor 2020. Under minimivån anförde man att staten skulle ha svårt att upprätthålla nuvarande lånestrategi och funktionssätt. År 2021 var utestående volym av nominella statsobligationer som inte ägdes av Riksbanken 320 miljarder kronor.

innan man diskuterar överupplåning bör man överväga att skära ner upplåningen i något skuldslag.²³ Med en riktigt låg statsskuld är det troligen inte möjligt eller effektivt att ha för många upplåningskanaler, utan fokus måste ligga på de viktigaste. Den viktigaste upplåningskanalen för Riksgälden är den nominella statsobligationsmarknaden. Om den nominella statsobligationsmarknaden ska stärkas så måste det ske på realobligationernas bekostnad. Likviditeten på realobligationsmarknaden beskrivs också som ett problem av marknadsaktörerna. Om Riksgälden vill öka volymen nominella obligationer så krävs analys av hur liten volym realobligationer som går att ha. Den centrala frågan skulle i ett sådant läge inte handla om huruvida andelen realskuld behöver förändras. Frågan skulle snarare handla om den över huvud taget ska ingå i sammansättningen.

Vad gäller likviditeten på statsobligationsmarknaden så är den undersökning Riksgälden gör gentemot marknaden varje år en god indikator på hur likviditeten upplevs. Andra mått som bygger på marknadsdata, liknande de som Finansinspektionen aggregerar i sin likviditetsindikator, är goda komplement, men oavsett mätmetod så kvarstår det faktum att Riksgälden själva inte kan påverka den utestående volymen nämnvärt.

Den obegränsade repofaciliteten är det verktyg som finns tillgängligt för Riksgälden på kort sikt. Ett för stort beroende av den kan dock leda till stora överskott i likviditetsförvaltningen, så som skedde 2017. Trots att den upplevda likviditeten på marknaden stadigt försämrats under utvärderingsperioden, så är volymen repor lägre 2020 och 2021. Det tyder på ändrat beteende hos marknadens parter, t.ex. ett ökat byte dem emellan. Riksgälden bör dock fortsatt följa frågan hur den obegränsade repofaciliteten påverkar finansieringen av skulden, och om den idag räcker för att täcka upp den minskande likviditeten på marknaden. På längre sikt så kan likviditeten i nominella statsobligationer förbättras genom en ökad emissionsvolym, då på bekostnad av realobligationerna.

²³ Extern granskning av statsskuldpolitiken 2010 och 2011 i Skr. 2011/12:104, Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2007–2011.

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 i Riksgäldens interna riktlinjer bestäms riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldsförvaltningen. Vidare ska statsskuldens förvaltning enligt regeringens riktlinjer utvärderas över femårsperioder.²⁴ 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. När det gäller realupplåning ska den realiserade skillnaden i kostnader mellan real och nominell upplåning redovisas. För upplåning på privatmarknaden ska Riksgälden redovisa kostnadsbesparingen jämfört med en alternativ upplåning. Positioner inom givna mandat ska resultatföras och utvärderas löpande i termer av marknadsvärden.

7.1 Kostnaden har trendmässigt minskat under 2017–2021

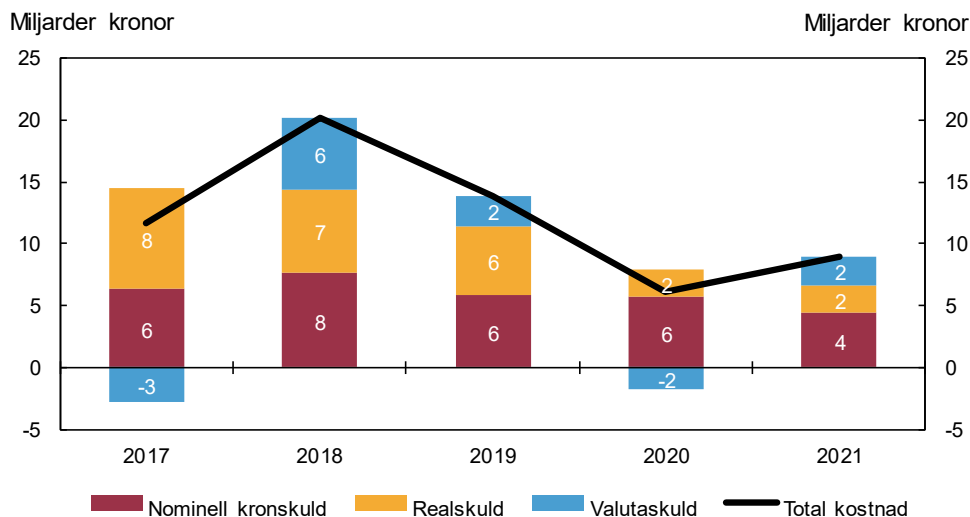
I Riksgäldens utvärderingar redovisas resultaten dels som kostnad i miljarder kronor, dels som genomsnittlig effektiv ränta för respektive skuldslag. Den senare utgörs av en kvot mellan kostnaden i miljarder kronor och den utestående skulden per skuldslag.²⁵ Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde vilket innebär att instrumenten värderas till sin emissionsränta med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

Den totala kostnaden för statsskulden i miljarder kronor har varierat, men trendmässigt minskat under perioden 2017–2021. I genomsnitt blev den 12 miljarder kronor (diagram 8). Mellan 2017 och 2021 sjönk kostnaden med cirka 3 miljarder kronor. Kostnadsökningen 2018 beror på att både den nominella skulden och valutaskulden haft en högre kostnad jämfört med 2017. Kostnaderna för samtliga skuldslag sjönk 2019 och 2020. År 2021 ökade den totala kostnaden något jämfört med året innan. Två år under perioden, 2017 och 2020 har kostnaden för valutaskulden varit negativ. Kostnaden för valutaskulden påverkas i hög grad av valutakurseffekter och de år då kostnaden varit negativ så har kronan förstärkts jämfört med andra valutor.

²⁴ Se riktlinjerna 40–44 i Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

²⁵ Den utestående skulden som används är snittstocken per år för respektive skuldslag.

Diagram 8 Total kostnad för statsskulden uppdelad per skuldslag 2017–2021



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

Sedan 2018 redovisas kostnaden för skulden i miljarder kronor enligt principen om upplupet anskaffningsvärde. En avgörande skillnad jämfört med den äldre metoden är att inflations- och valutarörelser numera får direkt genomslag i kostnaden. Det berör därför främst realobligationer och instrumenten i utländsk valuta vars framtida kassaflöden är okända. Tidigare periodiserades dessa över instrumentets hela löptid, vilket innebar att kostnaden reviderades bakåt tills instrumenten löpte till förfall. Detta var en nackdel i samband med utvärderingar.

Kostnaden för statsskulden uttryckt som genomsnittlig effektiv ränta framgår av tabell 2. Den genomsnittliga effektiva räntan har minskat över perioden, med en högsta genomsnittlig ränta 2018. Valutaskuldens genomsnittliga ränta varierar mest mellan åren. Realskuldens kostnad uttryckt som ränta minskade som mest mellan 2019 och 2020 på grund av den låga inflationen 2020. Kostnaden uttryckt som genomsnittliga effektiva ränta gör att skulddelarna och skulden från år till år kan jämföras utan hänsyn till storleken på totala skulden (eller dess andel av den totala skulden).

Tabell 2 Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta

Procent	2017	2018	2019	2020	2021
Nominell kronskuld	0,9	1,3	1,0	0,9	0,6
Real kronskuld	3,9	3,1	2,7	1,1	1,1
Valutaskuld	-2,0	4,9	2,7	-2,2	2,7
Totalt	1,1	2,1	1,6	0,6	0,8

Källa: Riksgäldskontoret (2022): Underlag för utvärdering 2021

Anm.: Kostnaden i relation till utestående skuld för respektive skuldslag samt totalen.

Kostnaden för den reala kronskulden är högre än den nominella kronskulden för hela perioden. En anledning till att realskulden genererar relativt sett högre kostnader är att realobligationer har emitterats på längre löptider och att skulden i högre grad består av äldre lån med högre räntor än nominella obligationer. Vad gäller valutaskulden så står realiserade och orealiserade valutaeffekter för den absoluta merparten av kostnaden samt förändringarna mellan åren.

7.2 Positiva och negativa bidrag till kostnadsutvecklingen

I Riksgäldens underlag för utvärdering redovisas resultat för realupplåning samt hur privatmarknadsupplåningen, positionstagningar och handeln med derivatinstrument har påverkat kostnaderna för skuldförvaltningen.

Realupplåning

Riksgälden jämför i underlagen för utvärdering kostnaden mellan upplåning i realobligationer och en kontrafaktiskt nominell obligation med samma löptid. I kalkylen ackumuleras resultaten för perioden 1994–2021, det vill säga sedan realobligationerna emitterades för första gången och fram till i dag. Enligt Riksgäldens jämförelse har realupplåningen genererat ett positivt ackumulerat resultat på 44 miljarder kronor. Riksgälden förklarar att en stor del av resultatet kommer från tre perioder då inflationen varit låg i förhållande till den genomsnittliga break-even-inflationen för realskulden.²⁶ Genom att inflationen under många år varit lägre än förväntat sedan realobligationerna introducerades har realobligationerna inneburit en bra affär för staten.²⁷ Sedan 2016 har upplåningen i realobligationer lett till både besparingar och ökade kostnader. År 2020 innebar realobligationerna en besparing på cirka 3 miljarder kronor, men en kostnad på cirka 3 miljarder kronor 2021.

Privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden utgick ur riktlinjerna från och med 2019, vilket innebär att upplåningsformen avvecklas allteftersom lånen förfaller.²⁸ De sista

²⁶ Riksgäldskontoret (2022): Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2021. Perioderna är 1998-2000, 2003-2006 och 2012-2015.

²⁷ Riksgäldskontoret (2019): Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2020–2023, s. 15.

²⁸ Upplåningsformen består av premieobligationer och Riksgäldsspar.

utestående premieobligationerna förföll i slutet av 2020. Bakgrunden till att låneformen upphör är att den inte kan sänka kostnaderna för statsskulden jämfört med motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Senaste året som låneformen genererade en besparing var 2014. Den samlade förlusten uppgick till 51 miljoner kronor under perioden 2017–2021.

Positionstagning

Riksgälden har mandat att i begränsad utsträckning justera exponeringen i statsskulden av taktiska skäl. Sådana så kallade positioner kan tas både i syfte att sänka den förväntade kostnaden och för att minska riskerna i förvaltningen. Det handlar dels om löpande positionstagning i utländska valutor och räntor, dels om strategiska positioner i kronan som styrelsen fattar beslut om. Den egna löpande positionstagningen har bidragit med besparingar under alla år i utvärderingsperioden, med i genomsnitt 19 miljoner kronor. Riksgäldens position för starkare krona utvecklades positivt fram till år 2021 då kronan försvagades, den orealiserade vinsten uppgick i slutet av 2021 till 223 miljoner kronor.

Riksgälden har enligt riktlinjerna mandat att ta position för en starkare krona upp till 7,5 miljarder kronor. Vid utgången av 2021 uppgick positionen till 6,8 miljarder kronor. I utvärderingen 2020 ansåg ESV att det var ett rimligt agerande som har mildrat effekterna av den dåvarande riktlinjen att minska exponeringen i en tid då kronan varit svag.²⁹ Riksgälden har tidigare argumenterat för ett utökat mandat för positionstagning i riktlinjeförslaget 2017 och senast i samband med diskussioner inför riktlinjeförslag för 2020. Från och med 2020 så lämnas valutaexponeringen oförändrad i väntan på ny analys. I praktiken innebär det att den summa som amorterades varje år tidigare, i genomsnitt 20 miljarder kronor, nu istället används som en utökad position i starkare krona. Hittills har den stoppade minskningen av valutaexponeringen, och positionen i sig, lett till besparingar 2020 men ökade orealiserade kostnader 2021. Enligt ESV är det önskvärt att frågan om positionstagande i riktlinjerna framöver avhandlas tillsammans med frågan om valutaskuldens andel.

Ränteswappar

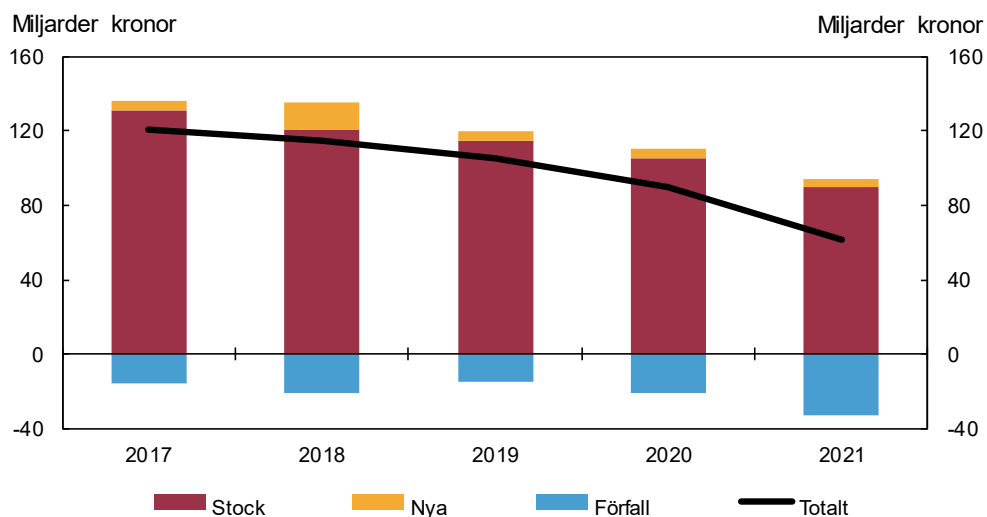
Löptiderna för den nominella kronskulden har förlängts sedan 2015. Historiskt sett har det varit billigare att låna på korta löptider eftersom de korta räntorna har varit lägre än de långa. En nackdel med att låna kort är att skulden sätts om till nya räntor oftare. Det innebär att både ränteuppgångar och nedgångar får snabbare genomslag på räntekostnaderna för skulden. I de skattningar Riksgälden gör på löptidspremien så har premien minskat under hela 2000-talet. Under utvärderingsperioden så har löptidspremien varit nära noll eller till och med negativ. Det innebär att

²⁹ ESV (2020): Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019, s. 56.

kompensationen som investerare kräver för att investera i längre statsobligationer har minskat. Det innebär därmed att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning har blivit mindre, vilket har motiverat en förlängning av löptiden för upplåning i nominella statsobligationer.

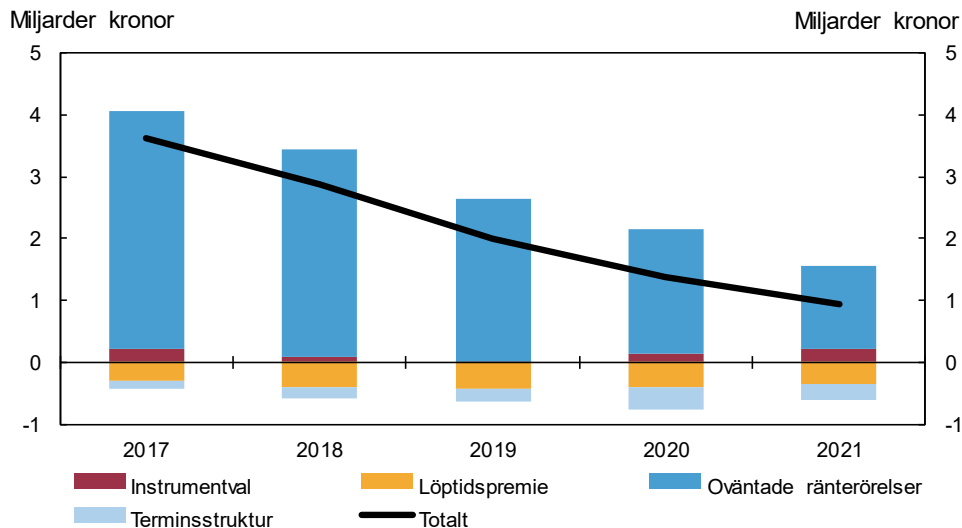
Riksgälden använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Eftersom löptiden för skulden ökat successivt så har Riksgälden har dragit ned på användningen av ränteswappar som förkortar löptiden. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren varit runt 5 miljarder kronor per år.

Diagram 9 Nominellt belopp av utestående ränteswappar vid slutet av året



Källa: Riksgälden

Sammanlagt gav användandet av ränteswappar upphov till lägre kostnader för statsskulden 2017–2021 (se diagram 10). Endast en liten del av effekten beror dock på själva användandet av just ränteswappar, i diagrammet benämnt instrumentval. Instrumentvalet speglar värdet av själva tekniken att använda swappar för att förkorta löptiden i stället för att ändra fördelningen mellan obligationer och statsskuldväxlar. Den dominerande effekten i det kalkylmässiga resultatet för ränteswappar är oväntade ränterörelser, skillnaden mellan den förväntade ränteutvecklingen då swappen ingicks och den realiserade rörliga räntan under swappens löptid.

Diagram 10 Kalkylmässigt resultat per år av ränteswappar


Källa: Riksgälden

7.2.1 Kostnaden och kostnadsbidragen saknar riktmärken

En grundläggande utgångspunkt för ESV:s analys och bedömning är att lånekostnader belastar statsbudgeten lika mycket som motsvarande förvaltningsanslag. Lånekostnaderna bör mätas och utvärderas så exakt som möjligt och det är i många fall är statsfinansiellt lönsamt att sätta av resurser för detta.

I underlaget för utvärdering redovisar Riksgälden statsskuldens kostnader. Dessutom redovisas vissa bidrag till kostnaden. Enligt riktlinjerna så ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas. Dessutom ska kostnadsbidragen av upplåningen på privatmarknaden och positionstagandet redovisas. Till detta kommer också redovisning av skuldens kostnad i stort och redovisning av swapresultat.

Den totala kostnaden påverkas främst av faktorer som står utanför Riksgäldens kontroll. Det avser exempelvis statens nettolånebehov och förväntad utveckling på statsskuldens nivå, samt det allmänna ränteläget, vilket påverkas av internationella räntor, inflation, konjunktur, penningpolitik och finansmarknadernas förväntningar. För att utvärdera Riksgäldens egna bidrag till kostnadsmålet skulle de faktiska upplåningskostnaderna behöva rensas från externa faktorer. Det är dock svårt och utvärdering av kapitalförvaltning sker vanligtvis genom att jämföra med andra aktörer, t.ex. genom att konstruera en riktmärkesportfölj.

Fram till slutet av 1990-talet användes riktmärkesportföljer i Riksgäldens arbete. De utvecklades dock i samband med att regeringen införde nuvarande ordning med årliga riktlinjer för att styra statsskuldens förvaltning. Frågan om riktmärkesportföljer

utreddes senast av Riksgälden i ett regeringsuppdrag 2016.³⁰ Riksgälden kom där fram till att riktmärkesportföljer inte bedömdes kunna underlätta utvärderingen av statsskuldsvärdet. En fokusering på en riktmärkesportfölj skulle enligt Riksgälden motverka flexibiliteten inom skuldförvaltningen. Dessutom skulle en riktmärkesportföljs sammansättning präglas av ett visst mått av godtycke, eftersom Riksgälden är ensam emittent av svenska statspapper och det inte finns någon naturlig jämförelse i andra värdepapper.

Eftersom målet med skuldförvaltningen är att kostnaden för skulden ska minimeras med beaktande av risk så anser ESV att kostnadsutvärderingen bör kompletteras med någon slags alternativberäkningar. Att utvärdera mot riktmärkesportfölj har tidigare föreslagits av ESV, men som tidigare nämnts bedömts av Riksgälden som att det inte skulle hjälpa utvärderingen. Kostnadsutvärderingen skulle dock kunna kompletteras med partiella känslighetsanalyser. Utvärderingen skulle kunna innehålla ytterligare beräkningar om hur förändringar av ränteläget, inflationen eller kronkursen skulle påverka kostnaden för skulden på den nivå och med den sammansättning som varit under året. Dessutom skulle kostnadsförändringen av en förlängd eller förkortad löptid kunna analyseras ytterligare. Detta sker i viss mån genom att resultatet av ränteswapparna redovisas. Redovisningen av ränteswapparna borde dock kompletteras med information om hur mycket löptiden påverkats. Målet med swapparna är att kunna ha en jämn och förutsägbar förfalloprofil på emitterade obligationer samtidigt som löptiden kan korrigeras för att upprätthålla riktlinjerna.

7.3 Riskredovisning

Skuldförvaltningen ska syfta till att långsiktigt minimera kostnaden för skulden med beaktande av risk. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid. Det övergripande riskmålet ska enligt riktlinjerna vara variationen i kostnadsmålet för skulden.³¹

Riskmålet ändrades 2018 i samband med att Riksgälden gick över till det nya kostnadsmålet. Genom att kostnaden mäts utifrån principen att skulden värderas till upplupet anskaffningsvärde räknas inte förändringar i marknadsvärden till följd av ändrade marknadsräntor under lånets löptid som en risk. Däremot påverkar effekten av ändrade marknadsräntor kostnadsvariationen i takt med att gamla lån ersätts av nya. Orealiserade förändringar i marknadsvärden ses därför inte som en kostnad.³²

Vid återköp av statsobligationer realiserar marknadsvärdet förändringar till följd av ändrade marknadsräntor vilket fångas upp av kostnadsmålet. Därmed kommer den

³⁰ Riksgäldskontoret (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas

³¹ Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

³² Riksgäldskontoret (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Dnr 2016/1345.

ökade kostnadsvariationen som återköp ger upphov till att fångas i riskmättet. För real- och valutaskulden är kostnaden på förhand okänd. Denna osäkerhet fångas upp i riskmättet genom att inflation och valutakursförändringar löpande kostnadsförs.

Riksgälden behandlar hur risker påverkar verksamheten i sin finans- och riskpolicy. Av särskilt intresse är de riskmått som Riksgälden använder för att mäta marknadsrisken (tabell 3). 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 3 Olika typer av finansiell risk

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

Källa: Riksgäldskontoret (2021) Finans- och riskpolicy

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

Det övergripande riskmättet enligt riktlinjerna ska vara standardavvikelsen av den genomsnittliga emissionsräntan. I underlaget för utvärderingen anges standardavvikelsen av den genomsnittliga effektiva räntan för respektive femårsperiod. Perioden 2014–2018 uppvisar den största standardavvikelsen för den totala skulden (se tabell 4). När året 2014 utgår ur utvärderingsperioden så minskar standardavvikelsen och ligger mellan 0,4 och 0,6 procentenheter. Valutaskulden, på grund av valutakursrörelser, uppvisar de största standardavvikelseerna. Även den reala kronskulden uppvisar högre variation än den totala skulden.

Tabell 4 Standardavvikelsen för kostnaden av statsskulden 2014–2021, femårsperioder

<i>Procentenheter</i>	2014–2018	2015–2019	2016–2020	2017–2021
Nominell kronskuld	0,4	0,3	0,2	0,2
Real kronskuld	1,0	0,9	1,4	1,1
Valutaskuld	3,7	2,6	3,1	2,8
Totalt	1,0	0,4	0,6	0,5

Källa: Riksgäldskontoret Underlag för utvärdering 2018–2021

Anm.: Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta.

Underlaget för utvärdering av statsskuldshöjningen innehåller två explicita diskussioner om riskmått, finansieringsrisken och motpartsrisken. 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 motpartsrisken 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.

Diskussionen om finansieringsrisken avser förfalloprofilen för utestående lån. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom en förfallande obligation sällan behöver finansieras direkt genom att ge ut en annan obligation. Med långsiktig låneplanering och små emissionsvolymerna i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över lång tid. Gamla obligationslån ersätts ibland innan de förfaller. Riksgälden försöker begränsa refinansieringsrisken genom att eftersträva jämna förfall för stats- och realobligationer samt genom att bidra till att skapa en väl fungerande statspappersmarknad.³³ En stor del av skulden förfaller normalt 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, undantaget upplåning för vidareutlåning till Riksbanken som är koncentrerad till de närmaste fem åren. 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.

7.3.1 ESV:s kommentar

ESV anser att risken i statsskulden inte framgår lika tydligt som redovisningen av statsskuldens kostnad i Riksgäldens underlag för utvärdering. Det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Refinansieringsrisken och förfalloprofilen beskrivs och redovisas men kopplingen till statsskuldens kostnader saknas. Löptiden påverkar risken, och löptidspremien är kostnaden som uppstår av att sänka risken med längre löptider. Riksgälden redovisar

³³ Riksgäldskontoret (2022): Underlag för utvärdering 2021, s. 52.

löptidspremien, men endast för den nominella kronskulden. Hur risken påverkas av skuldens sammansättning framgår inte. Det blir därför svårt att ställa kostnaderna för de olika skuldslagen i relation till hur de påverkar risken för hela statskulden. Detta gäller särskilt valutaskulden, som är det skuldslag där kostnaden varierar mest.

Risken i skulden är svårare att kvantifiera än kostnaden. Den samlade diskussionen om hur avvägningen av risk jämfört med att minimera kostnaden skulle därför bäst kunna inkluderas i de känslighets- och alternativberäkningar som beskrivits i avsnitt 7.1.2.

Referenser

Blix Grimaldi M., Crosta A. and Zhang D. (2021) “The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden” Working paper Series, Sveriges Riksbank.

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.

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

Finansinspektionen (2021): Finansiell stabilitetsrapport 2021:2

Regeringen (2018): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019.

Regeringen (2019): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020.

Regeringen (2020): Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2021.

Regeringen (2020): Regleringsbrev för budgetåret 2021 avseende Ekonomistyrningsverket. Finansdepartementet, 2020-12-22. Fi2020/05114.

Riksgäldskontoret (2016): Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Dnr 2016/1345.

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

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

Riksgäldskontoret (2020): Finans- och riskpolicy 2020. Fastställd av Riksgäldens styrelse 2019-12-11

Riksgäldskontoret (2020): Finans- och riskpolicy 2020. Ändrad av Riksgäldens styrelse 2020-05-13

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

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

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

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

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

Riksrevisionen (2018): Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning. Rir 2018:18.

SOU 2014:8 (2014): Översyn av statsskuldspolitiken. Betänkande av Statsskuldutredningen.

Lagar och förordningar

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

Bilaga 1 - Uppdragsbeskrivning

Ekonomistyrningsverket (ESV) har i regleringsbrev för 2021 och 2022 fått i uppdrag att genomföra en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för perioden 2017–2021. Enligt budgetlagen ska regeringen överlämna en utvärdering av statsskuldförvaltningen i en skrivelse till riksdagen vartannat år. Kommande skrivelse ska överlämnas den 25 april 2022. 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 2017–2021 har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldspolitiska målet.
- Analysera hur likviditeten på marknaden för statsobligationer påverkar statens upplåning och skuldförvaltning.

Frågorna utvärderas över rullande femårsperioder. Då 2015–2019 utvärderades i föregående skrivelse bör årets utvärdering främst fokusera på 2020 och 2021. Ekonomistyrningsverket är oförhindrat att utvärdera även andra frågeställningar.

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

Avrapportering

Uppdraget ska redovisas senast den 17 mars 2022 i form av en skriftlig rapport till regeringen.

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.

Statsskuldsförvaltningen 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.