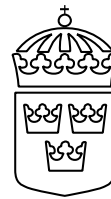


Regeringens skrivelse

2021/22:104



Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021

Skr.
2021/22:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 21 april 2022

Magdalena Andersson

Ida Karkiainen
(Finansdepartementet)

Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2017–2021. Utgångspunkten för utvärderingen är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken:

- Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.
- Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

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

När det gäller den nu aktuella utvärderingsperioden kan följande noteras.

- Den okonsoliderade statsskulden minskade under utvärderingsperioden från motsvarande 29 procent till 22 procent av BNP.
- Lånebehovet minskade under utvärderingsperioden och var vid periodens slut negativt.
- Kostnaden för statsskulden har sett över hela utvärderingsperioden varit historiskt låg, framför allt på grund av det låga ränteläget.
- Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning har förändrats stegvis mot en mer övergripande styrning och blivit mer ändamålsenliga.

- Riksgäldskontorets styrning avseende statsskuldens löptid och sammansättning har varit i enlighet med regeringens riktlinjer.
- Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuldvard bidrar till att uppnå det statsskuldspolitiska målet.

Sammantaget bedömer regeringen att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldspolitiken, som är att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk. Förvaltningen av statsskulden har bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

1	Mål, ramverk och process för statsskuldens förvaltning	4
2	Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling	6
2.1	Statsskuld och statens lånebehov	6
2.2	Trenden med lägre räntor bröts 2021	10
2.3	Inflationen har ökat det senaste året	11
2.4	Stärkt krona mot slutet av utvärderingsperioden	12
3	Utveckling av riktlinjerna för statsskuldens förvaltning	13
3.1	Förändringar i regeringens riktlinjer	14
3.2	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	14
3.3	Statsskuldens löptid	18
4	Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna	19
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	19
4.2	Statsskuldens löptid	21
4.3	Marknads- och skuldvard	24
4.4	Positionstagande	29
4.5	Upplåning på privatmarknaden	30
4.6	Lån för att tillgodose behovet av statslån	31
4.7	Prognoser över lånebehovet	32
5	Utvärdering av statsskuldens förvaltningens mål	33
5.1	Statsskuldens kostnad	33
5.2	Risker i statsskuldens förvaltning	38
5.3	Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden	43
6	Penningpolitik och statsskuldspolitik	44
Bilaga	Ekonomistyrningsverkets rapport Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021	45
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 april 2022	90

1 Mål, ramverk och process för statsskuldens förvaltning

Sammanfattning: Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Riktlinjerna ska vara i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för regeringens riktlinjer och i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Återrapporering av måluppfyllelsen lämnas till riksdagen i form av en utvärderings-skrivelse vartannat år.

Målet för statsskuldspolitiken

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

Upplåningens ändamål

Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § andra stycket regeringsformen). Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2 § förordningen [2007:1447]) med instruktion för Riksgäldskontoret). Enligt 5 kap. 1 § budgetlagen (2011:203) får Riksgäldskontoret, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riksdagen lämnar sitt bemyndigande för ett budgetår i sänder.

Riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I riktlinjerna och i myndighetens instruktion framgår att Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer för hur regeringens riktlinjer ska genomföras i praktiken. De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och publiceras i myndighetens rapport Finans- och riskpolicy. Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet¹,

¹ Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs. Med positioner avses transaktioner som motiveras av en bedömning att kostnaden kan sänkas genom att avvika från skuldens löptid eller sammansättning.

löptiden i nominell respektive real kronsskuld, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgäldskontoret olika förvaltningsstrategier. I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning bestäms avvägningen mellan kostnad och risk, medan riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldens förvaltning bestäms i Riksgäldskontorets interna riktlinjer.

Processen för styrning och utvärdering

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

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen.
- Riktlinjeförslaget remitteras till Riksbanken för yttrande.
- Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för upplåning och förvaltning enligt de riktlinjer som regeringen beslutat.
- Den 22 februari tar utvärderingsprocessen formellt sin början då Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärdering till regeringen.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen en utvärdering till riksdagen i form av en skrivelse, som avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder.

Från och med 2008 kompletteras utvärderingsskrivelsen med en extern granskning av Ekonomistyrningsverket (ESV). Den externa granskningen innehåller, förutom en bedömning av måluppfyllelsen, i vissa fall även förslag till förändringar i styrningen. ESV presenterar sin granskning i rapporten *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021*, i det följande benämnd utvärderingsrapporten. Rapporten från ESV finns i *bilagan*.

Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskuld räntor m.m. anslag 1:1 *Räntor på statsskulden*. Den budgetpåverkande redovisningen är utgiftsmässig och baseras i princip på hur mycket ränta som betalas respektive år (kassamässigt). Upplåningstekniska faktorer gör att det ibland uppkommer variationer i betalningarna som inte kan hänföras till det enskilda årets skuld-, ränte- och valutakursförhållanden. Den kostnadsmässiga redovisningen av statsskulden, vilken påverkar statens finansiella sparande, justeras för dessa upplåningstekniska faktorer.

Utgiftsområde 26 Statsskuld räntor m.m. ligger utanför utgiftstaket. När statsskuld räntorna blir högre än budgeterat krävs därför inte finansiering

från något annat utgiftsområde och på motsvarande sätt frigörs heller inget utrymme när statsskuld räntorna blir lägre än budgeterat.

Riksgäldskontoret ges rätt att överskrida anslag 1:1 *Räntor på statskulden* och anslag 1:3 *Riksgäldskontorets provisionskostnader* i samband med upplåning och skuldförvaltning efter ett särskilt årligt bemyndigande. Detta motiveras av att upplåningsverksamheten behöver flexibilitet för att staten i alla lägen (och i rätt tid) ska kunna fullgöra sina åtaganden.

2 Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling

Sammanfattning: Under utvärderingsperioden minskade den okonsoliderade statsskulden både mätt i miljarder kronor och som andel av BNP. Lånebehovet minskade och var vid periodens slut negativt. Såväl korta som långa statsräntor har varit historiskt låga under utvärderingsperioden, och till och med negativa.

I början av utvärderingsperioden var inflationen stabil. Energipriser, som bidrog till en svag inflation under 2020, ökade tydligt under i synnerhet det andra halvåret 2021 och gav ett stort bidrag till inflationen.

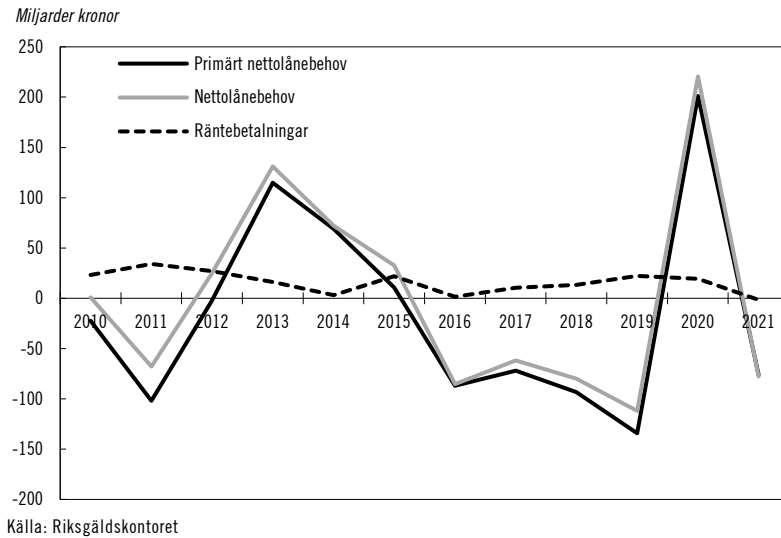
Den svenska kronan försvagades något under början av utvärderingsperioden 2017–2019 för att sedan stärkas något fram till och med 2021.

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

2.1 Statsskuld och statens lånebehov

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

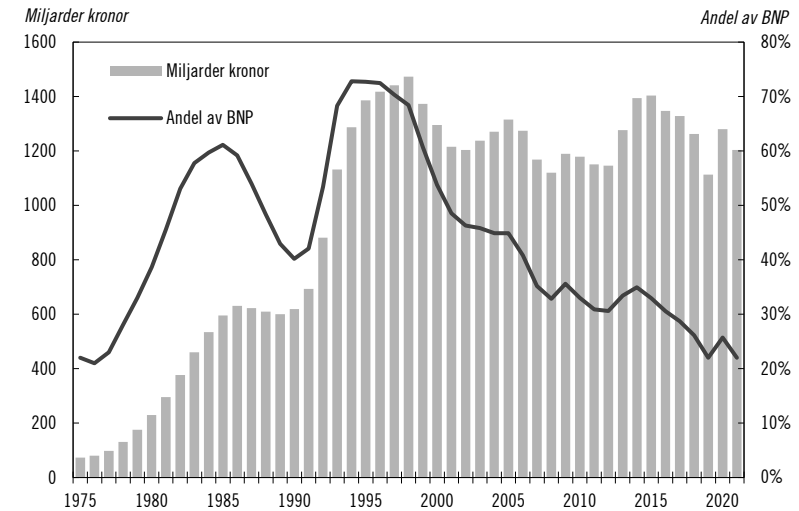
Figur 2.1 Statens lånebehov



Statens nettolånebehov är detsamma som budgetunderskottet med omvänt tecken efter att räntebetalningar räknats bort. En tillbakablick över det senaste decenniet i figur 2.1 visar att nettolånebehovet kan variera kraftigt mellan åren. Statens lånebehov ökade bl.a. under 2020 till följd av de åtgärder som regeringen vidtagit med anledning av spridningen av covid-19 och den lågkonjunktur som pandemin förde med sig. Under 2021 medförde den starka återhämtningen i ekonomin att statens inkomster växte snabbt vilket i hög grad bidrog till att lånebehovet åter blev negativt. Räntebetalningarna har under det senaste decenniet varit låga till följd av det bestående låga ränteläget samt en allt lägre statsskuld. Under 2021 var räntebetalningarna för första gången negativa, dvs. staten fick betalt för sin upplåning.

Figur 2.2 Statsskuldens utveckling

Okonsoliderad statsskuld



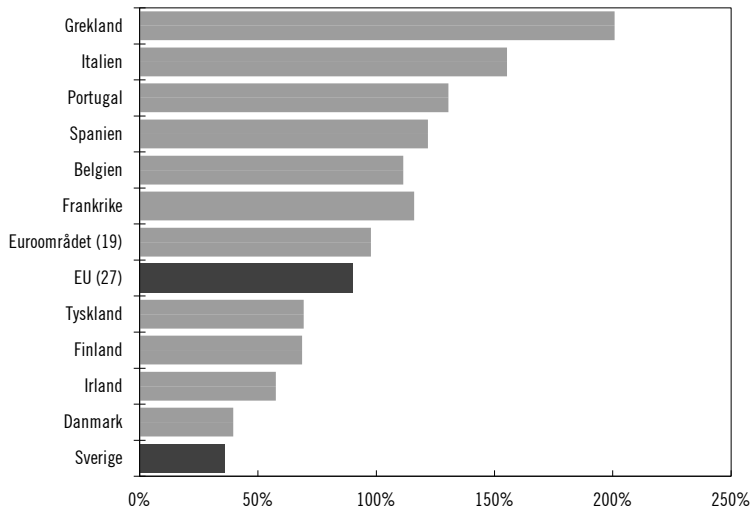
Källa: Riksgäldskontoret

Av figur 2.2 framgår att den okonsoliderade statsskulden som andel av BNP låg på 22 procent vid utgången av 2021, vilket är en mycket låg andel sett ur ett historiskt perspektiv (i nominella belopp motsvarar denna andel 1 204 miljarder kronor). I den okonsoliderade statsskulden ingår alla lån som Riksgäldskontoret tagit för statens räkning, till skillnad från i den konsoliderade statsskulden där inomstatligt ägande räknas bort. En låg statsskuld medför bl.a. lägre kostnader och minskad risk för stora variationer i kostnaden för statsskuldens förvaltning, framför allt för att en ränteuppgång får mindre genomslag. Slutligen medför en lägre statsskuld som andel av BNP att det är lättare för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt.

Figur 2.3 Jämförelse av Maastrichtskulden mellan olika EU-länder

Skr. 2021/22:104

Tredje kvartalet 2021

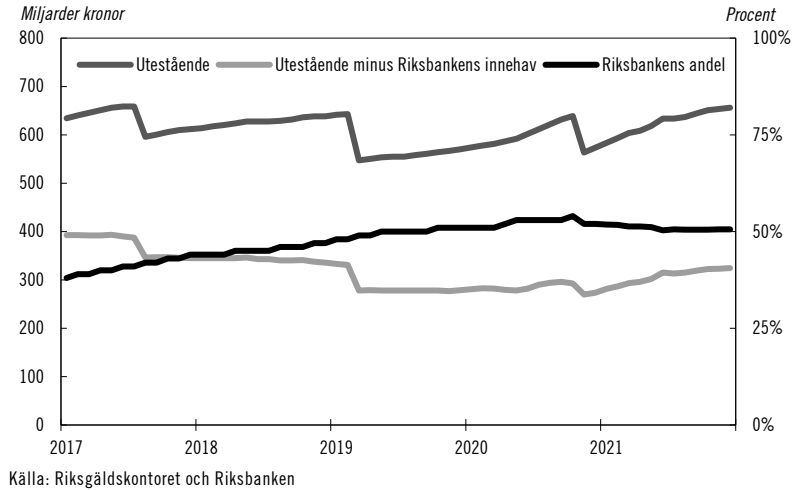


Källa: Eurostat

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

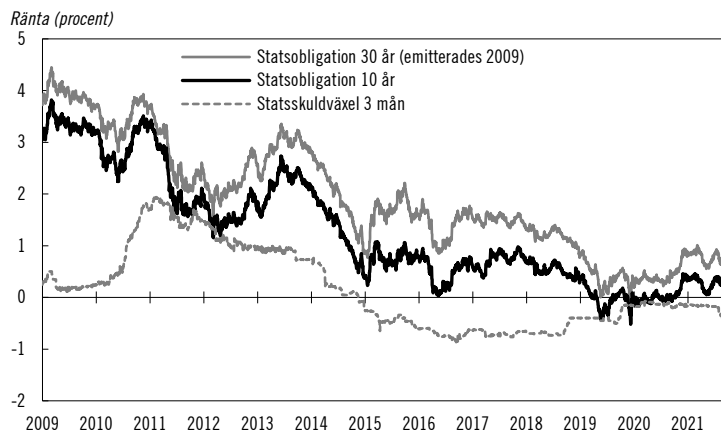
Riksbankens innehav av statspapper

I figur 2.4 visas utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav. Vid utgången av 2021 var Riksbankens innehav av statspapper drygt 332 miljarder kronor, vilket motsvarar drygt 51 procent av den totala utestående volymen av statspapper på andrahandsmarknaden. Mot bakgrund av att den svenska statskulden är mycket låg sett ur både ett historiskt och internationellt perspektiv är således den utestående volymen statspapper, minus Riksbankens innehav, förhållandevis låg. Riksbankens innehav av statspapper har också haft en stor inverkan på avkastningskurvan på svenska papper (se diagram 2.6).

Figur 2.4 Utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav

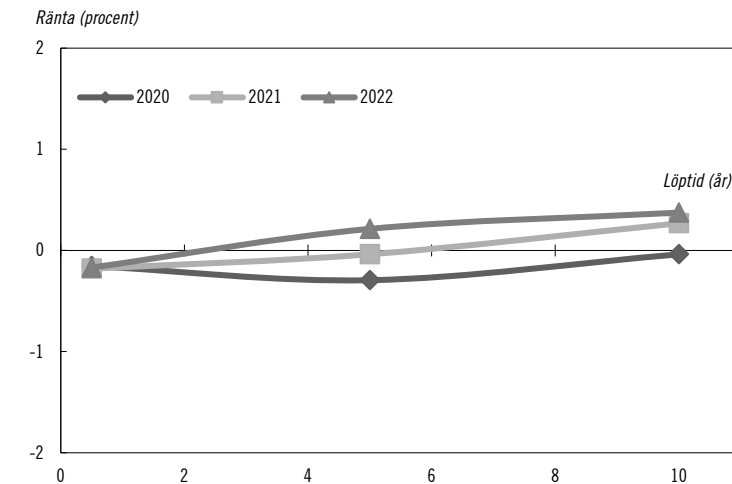
2.2 Trenden med lägre räntor bröts 2021

Statens upplåning är kontinuerlig och sker både på kort och lång sikt. En större andel korta och rörliga lån medför att statsskulden blir känsligare för förändrade marknadsräntor. Majoriteten av statsskulden består dock av obligationer som löper på längre sikt, vilket innebär att det till stor del är de historiska räntorna som påverkar kostnaderna för statsskulden. Av figur 2.5 framgår hur räntorna på andrahandsmarknaden för statsobligationer med tre olika löptider utvecklats sedan 2009. Räntorna har stigit något under det senaste året efter att ha sjunkit under en lång tidsperiod.

Figur 2.5 Utvecklingen av svenska statsräntor

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper, se figur 2.6. Denna illustrerar sambandet mellan räntor och löptider på statspapper. Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en positiv lutning görs upplåning på kortare löptider (statsskuldväxlar) till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Därmed ökar kostnadsbesparingen relativt sett med att låna på kortare löptider och tvärtom. Samtidigt får en räntepågång snabbare genomslag på räntekostnaderna när upplåningen har skett på korta löptider. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna. Eftersom lutningen på avkastningskurvan har varit relativt flack under en längre tid har det inte funnits lika starka kostnadsfördelar som tidigare med att välja en kortare period.

Figur 2.6 Avkastningskurva på svenska statspapper



Källa: Riksgäldskontoret

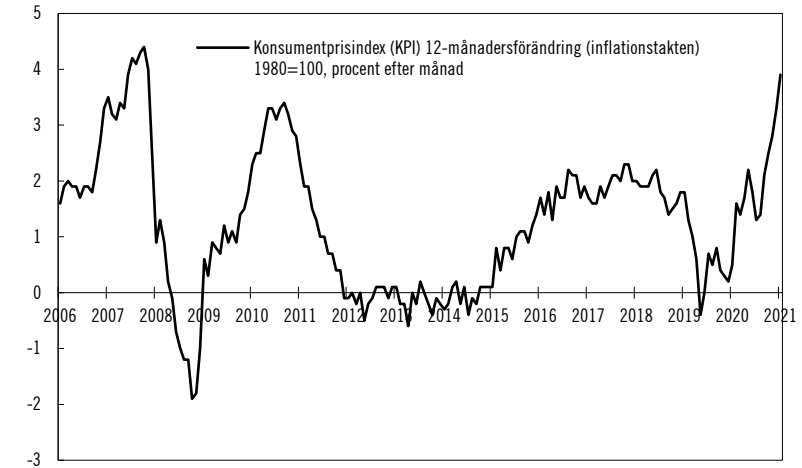
2.3 Inflationen har ökat det senaste året

Sedan införandet av inflationsmålet 1993 har svensk inflation varit låg och stabil ur ett historiskt perspektiv. En låg och stabil inflation medför att osäkerheten om hur priserna kommer att utvecklas framöver minskar, vilket gör att räntorna och därmed lånekostnaderna blir lägre än de annars skulle ha varit. En alltför hög inflationstakt medför det motsatta. Det medför även att det nominella beloppet på statsskulden blir mindre i relation till den allmänna prisnivån i ekonomin, dvs. realvärdet på statsskulden minskar. Samtidigt bör det nämnas att högre inflation oftast associeras med högre räntor, vilket medför ökade kostnader för statsskulden.

I figur 2.7 visas inflationstakten enligt KPI för åren 2006–2021. I början av utvärderingsperioden var inflationen stabil runt inflationsmålet på två procent men sjönk sedan snabbt under början av pandemin. Energipriser, som bidrog till en svag inflation under 2020, ökade tydligt

under i synnerhet det andra halvåret 2021 och gav ett stort bidrag till inflationen. De högre energipriserna har berott på dels tillfälliga faktorer som väderförhållanden, dels högre efterfrågan på energi i takt med att allt fler smittskyddsrestriktioner hävts och världens ekonomier snabbt återöppnas.

Figur 2.7 Inflationstakten enligt KPI, 2006–2021



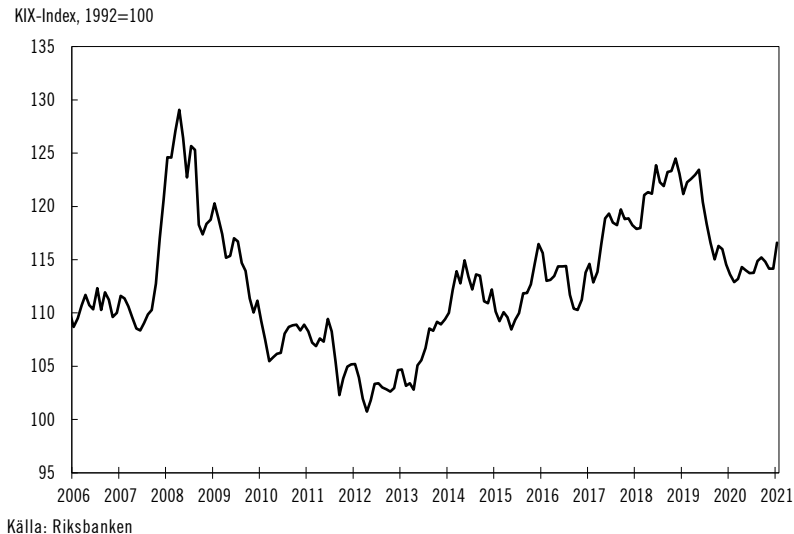
Källa: SCB

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

2.4 Stärkt krona mot slutet av utvärderingsperioden

Kronkursen påverkar statsskulden genom valutaskulden, dvs. statens upplåning i utländsk valuta. När kronan stärks sjunker det nominella värdet i kronor på utländska lån och vice versa. I figur 2.8 visas valutakursindexet KIX, som väger samman olika bilaterala växelkurser till en genomsnittlig växelkurs. Av denna framgår att den svenska kronan försvagades något under början av utvärderingsperioden 2017–2019 för att sedan stärkas något fram till och med 2021. Majoriteten av statens upplåning sker i svenska kronor och valutaskuldens storlek som andel av den totala statsskulden är därför liten.

Valutakursutvecklingen mätt utefter KIX "kronindex"



3 Utveckling av riktlinjerna för statsskuldens förvaltning

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

Sammanfattning: Styrningen av statsskuldens sammansättning i termer av skuldandelar var oförändrad 2017–2019. År 2020 ändrades riktlinjerna för valutaexponeringen från att exponeringen skulle minska till att exponeringen skulle lämnas oförändrad.

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

Under utvärderingsperioden har riktlinjerna för statsskuldens förvaltning förändrats stegvis mot en mer övergripande styrning avseende löptiden. Förändringarna resulterade i att ett gemensamt löptidsintervall för alla skuldslag infördes i riktlinjerna för 2020.

Sedan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2019 innehåller regeringens riktlinjer inte några skrivningar om att Riksgäldskontoret genom privatmarknadsupplåning ska bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden.

3.1 Förändringar i regeringens riktlinjer

För 2020 och 2021, som är de tillkommande åren sedan föregående utvärderingsperiod, skedde två förändringar. I riktlinjerna för 2020 förändrades styrningen av valutaskulden, från att valutaexponeringen skulle minska med högst 30 miljarder kronor årligen till att valutaexponeringen skulle lämnas oförändrad. År 2020 skedde även en sammanslagning av löptidsintervallen, så att hela statsskulden fick ett gemensamt löptidsintervall. I tabell 3.1 visas förändringarna i regeringens riktlinjer som skett under utvärderingsperioden.

Tabell 3.1 Förändringar i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2017–2021

	2017	2018	2019	2020	2021
Statsskuldens sammansättning					
Reala obligationer	20	20	20	20	20
(andel i procent) ¹					
Valutaexponering	Upp till	Upp till	Upp till	oförändrad	oförändrad
(förändring mdkr)	- 30	- 30	- 30	exponering ²	exponering
Nominella obligationer	resterande	resterande	resterande	resterande	resterande
	andel	andel	andel	andel	andel
Statsskuldens löptid, mätt som duration (år om inte annat anges)					
Nominell skuld upp till 12 år till förfall	2,9–3,9				
Nominell skuld mer än 12 år till förfall ³	70 mdkr				
Nominell kronskuld ⁴		4,3–5,5			
Real kronskuld	6,0–9,0	6,0–9,0			
Kronskuld ⁵			4,0–6,5		
Valutaskulden	0–1,0	0–1,0	0–1,0		
Statsskulden ⁶				3,5–6,0	3,5–6,0

¹ Andelen real kronskuld ska på lång sikt vara 20 procent av den totala skulden.

² År 2020 förändrades styrningen av valutaskulden till att exponeringen skulle vara oförändrad.

³ Långsiktigt riktvärde för utestående volym 70 miljarder kronor.

⁴ År 2018 infördes ett gemensamt styrintervall för all nominell kronskuld.

⁵ År 2019 infördes ett gemensamt styrintervall för både nominell och real kronskuld.

⁶ År 2020 infördes ett gemensamt styrintervall för hela statsskulden.

3.2 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Förändrad styrning av valutaexponeringen 2020

I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning för åren 2017–2019 angavs det att valutaexponering skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år. Exponeringen skulle beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas. Styrningen om en minskad valutaexponering infördes i riktlinjerna för 2015.

År 2020 ändrades riktlinjerna för valutaexponeringen från att exponeringen skulle minska till att exponeringen skulle lämnas oförändrad.

Bakgrunden till förändringen var att Riksgäldskontoret i förslag till riktlinjer för 2020 framförde att myndigheten beslutat att genomföra en ny analys av statsskuldens strategiska valutaexponering med anledning av de föregående årens snabba förändringar på de finansiella marknaderna. Riksgäldskontoret framförde att den överraskande utvecklingen av bl.a. räntor, löptidspremier och valutor föranleder en ny analys av valutaexponeringens strategiska storlek. Riksgäldskontoret ansåg vidare att de förutsättningar som låg till grund för den senaste analysen av statsskuldens valutaexponering hade förändrats och att det fanns signaler om ett strukturellt skifte på de finansiella marknaderna. Bedömningarna om fördelar respektive nackdelar med en valutaexponering i statsskulden kunde därför ha förändrats och det fanns därför skäl att analysera om statsskuldens strategiska valutaexponering bör förändras. Riksgäldskontoret avsåg att redovisa resultatet av analysen i myndighetens förslag till riktlinjer för 2021.

Mellan åren 2015 och 2020 halverades valutaskulden och risken med att behålla dåvarande valutaexponering bedömdes bl.a. mot den bakgrunden som mycket begränsad. Regeringen beslutade därför att minskningen av statsskuldens valutaexponering skulle upphöra i avvaktan på Riksgäldskontorets analys.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2021 redovisades endast den första delen av den aviserade översynen. I denna redovisning gjordes en uppdaterad och fördjupad analys av valutaexponeringen baserad på historiska data. Analysen visade att valutaexponering entydigt leder till ökad kostnadsvariation och analysen bekräftade därmed resultatet av den tidigare analysen som låg till grund för att valutaskulden minskades mellan 2015 och 2019. Om valutaskulden inte samtidigt leder till en besparing går det inte att motivera någon valutaexponering i statsskuldens långsiktiga sammansättning och valutaexponeringen bör i så fall fortsätta att minska. För att avgöra om valutaexponeringen ska fortsätta att minska behöver även andra aspekter och förutsättningar beaktas. Detta skulle enligt Riksgäldskontoret ingå i den andra delen av översynen som inkluderar en framåtblickande analys av om de historiska sambanden kan antas gälla även framöver eller om förutsättningarna ser annorlunda ut.

Resultatet av den andra delen av analysen skulle presenteras i riktlinjeförslaget för 2022 men Riksgäldskontoret sköt fram presentationen till riktlinjeförslaget för 2023. Mot bakgrund av att valutaskulden mer än halverats sedan 2015 bedömdes risken med att låta valutaexponeringen vara oförändrad ytterligare ett år som begränsad. I riktlinjerna för 2021 fastslog regeringen att det är lämpligt att behålla 2020 års nivå på valutaexponeringen, i vart fall till dess att den andra delen av översynen är genomförd.

I riktlinjerna för 2021 förtydligade regeringen att valutaexponeringen tillåts variera på kort sikt som en följd av att Riksgäldskontoret kontinuerligt genomför valutaväxlingar, bl.a. i sin roll som statens internbank. Eftersom valutahanteringen enligt riktlinjerna ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet sprids valutaväxlingarna över tid i stället för att genomföras direkt när det uppstår behov. Att valutaväxlingarna sprids över tid påverkar inte den långsiktiga nivån på valutaexponeringen.

I utvärderingsrapporten framför ESV att det var rätt av regeringen att besluta att upphöra med amorteringen av valutaskulden 2020 för att

invänta Riksgäldskontorets analys. Mot bakgrund av att analysen i sin helhet ännu inte genomförts anser ESV att det är angeläget att analysen genomförs snarast och inför utformningen av förslag till riktlinjer för 2023.

I riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2022 framför regeringen att det är viktigt att valet av valutaexponering baseras på en grundlig analys och att det därför är angeläget att Riksgäldskontoret färdigställer och avslutar analysen över valutaexponeringen. Detta bör allra senast göras i myndighetens förslag till riktlinjer för 2023.

Oförändrad styrning av andelen real skuld

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

ESV framförde i rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2013–2017 att om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den nuvarande nivån, kan det finnas skäl att se över andelen realskuld. Utvärderingen föranledde en analys av Riksgäldskontoret, vilken visade att det inte fanns några tydliga systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning och att valet av andel därför handlar mer om att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Mot den bakgrunden ansåg regeringen i riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020 att det inte fanns skäl att ändra den befintliga styrningen av andelen real skuld.

I ESV:s rapport Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2015–2019, behandlades återigen andelen real skuld. ESV framförde att Riksgäldskontoret bör analysera hur realobligationerna bidrar till att minska risken för statsskulden givet att skillnaden mellan reala och nominella obligationer minskar. ESV menade att även kostnaden av att upprätthålla verksamheten i förhållande till kostnaden av att återuppbygga verksamheten efter nedläggning bör analyseras samt hur investerare skulle hantera en nedläggning och konsekvenserna för övriga skuldslag. Mot bakgrund av ESV:s granskning uttryckte regeringen i föregående utvärderingsskrivelse (skr. 2019/20:104 s. 25) att Riksgäldskontoret löpande bör analysera statsskuldens sammansättning och behovet av eventuella förändringar för att uppnå målen för statsskuldens förvaltning. Vidare ansåg regeringen att de behov av förändringar som Riksgäldskontoret identifierar i sin analys bör redovisas i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer.

I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2020 analyserades om andelen realskuld borde ändras. Analysen visade att det inte fanns några systematiska kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning utan att valet av andel därför handlar om att väga olika risker för att säkerställa god beredskap och långsiktigt låga kostnader. Med en minskande statsskuld blir avvägningen främst en operativ fråga om hur upplåningen ska fördelas på olika statspapper menade Riksgäldskontoret. Med de befintliga riktlinjerna väntades stocken av realobligationer minska väsentligt, så Riksgäldskontoret såg därför inget behov av att sänka riktvärdet för realskuldens andel för att ge större utrymme åt nominella statsobligationer. Regeringen gjorde samma bedömning och i riktlinjerna för 2020 lämnades

därför riktlinjerna för andelen realobligationer oförändrade jämfört med tidigare år.

Inför regeringens beslut om statsskuldens sammansättning 2021, som beslutades hösten 2020, var osäkerheten om skuldtutvecklingen de närmaste åren stor. Det ökade upplåningsbehov som prognostiserades planerade Riksgäldskontoret att möta främst genom en ökning av den kortfristiga upplåningen i nominella instrument. Marknaden för reala obligationer bedömdes enligt Riksgäldskontoret inte ackommodera en snabb ökning av emissionsvolymerna på grund av bl.a. sämre likviditet. Andelen real kronskuld väntades därför falla under riktvärdet initialt men på några års sikt när statsskulden åter minskade väntades andelen reala obligationer i stället riskera att bli för hög. I regeringens riktlinjer för 2021 lämnades därför styrningen av andelen real skuld oförändrad.

Även med beaktande av Riksgäldskontorets tidigare analys av andelen real skuld och regeringens beslut att lämna andelen oförändrad i riktlinjerna för 2020 så menar ESV i sin utvärderingsrapport för 2021 att Riksgäldskontoret bör analysera hur risken för statsskulden påverkas av realobligationerna. Även om frågan om realobligationerna hamnat i ett annat läge då inflationen och inflationsförväntningarna började öka i slutet av 2021 anser ESV att detta inte påverkar behovet av fortsatt analys. Vidare anför ESV att eftersom marknaden för realobligationer är liten är den relevanta frågan när det gäller realobligationerna inte vilken andel de ska utgöra av totala skulden, utan snarare om de ska ingå alls i sammansättningen.

Genom att emittera reala obligationer kan Riksgäldskontoret nå investerare som inte vill riskera att inflationen urholkar värdet av obligationerna. De reala obligationerna kan på så sätt bidra till en breddad investerarbas. Upplåningen behöver dock vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel, men får inte undantränga nominella obligationer så att likviditeten på den marknaden försämras. Regeringen anser att en analys av statsskuldens sammansättning och behov av förändringar bör göras löpande inom Riksgäldskontorets verksamhet och redovisas till regeringen i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer.

Privatmarknadsupplåningen avskaffas

Sedan riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2019 innehåller regeringens riktlinjer inte några skrivningar om att Riksgäldskontoret genom privatmarknadsupplåning ska bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden. Syftet med privatmarknadsupplåningen var att upplåningen långsiktigt skulle bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Eftersom denna kostnadsfördel saknats i flera år beslutade Riksgäldskontoret 2016 att tills vidare upphöra med utgivningen. I riktlinjerna för 2019 togs riktlinjen bort då formuleringen ansågs vara onödig och riskerade att leda till ökad otydlighet. Regeringen bedömde att Riksgäldskontoret, även utan någon specifik riktlinje, både hade en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet (se även skr. 2019/20:104 s. 38).

3.3 Statsskuldens löptid

En mer övergripande styrning av statsskuldens löptid

Under utvärderingsperioden har riktlinjerna för statsskuldens förvaltning förändrats stegvis mot en mer övergripande styrning avseende löptiden. I riktlinjerna för 2018 togs volymmålet för obligationer med lång löptid bort och ersattes av ett gemensamt löptidsintervall för hela den nominella kronskulden och en riktlinje om att refinansieringsrisker ska beaktas i förvaltningen av statsskulden, bl.a. genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall. I riktlinjerna för 2019 slogs löptiden för den reala och den nominella skulden ihop, vilket delvis hade sin bakgrund i att strategin när det gäller löptid hade förändrats till att vara densamma för både reala och nominella obligationer. Förändringarna resulterade i ett gemensamt löptidsintervall för alla skuldsdrag i riktlinjerna för 2020. Syftet med förändringarna var att renodla styrningen och tydliggöra den övergripande risknivån. Ett gemensamt löptidsmål för statsskulden ger en bättre överblick över risken i skulden, genom att regeringen tydliggör risknivån för hela skulden jämfört med tidigare separata löptider för skuldinstrument som utgör olika stora andelar av skulden.

Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska bl.a. avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden och principer för marknads- och skuldvard. För att främja transparensen mot marknadens aktörer har riktlinjen utökats med att även enskilda skuldsdrag ska inkluderas i takt med att löptidsstyrningen har blivit mer övergripande.

Bredare löptidsintervall

I riktlinjerna för 2018 infördes ett gemensamt löptidsmål (intervall) för hela den nominella kronskulden och det tidigare volymsatta löptidsriktvärdet på 70 miljarder kronor för instrument med mer än tolv år till förfall togs bort. Som en följd av att obligationerna med lång löptid inkluderades höjdes styrintervall från 2,9–3,9 år till 4,0–5,2 år. Inkluderingen av de långa obligationerna medförde även en ökad variation i durationen, vilket motiverade en breddning av intervallet med 0,2 år. Utöver den tekniska höjningen skedde även en faktisk löptidsförlängning på 0,3 år, så regeringens styrintervall slutligen var 4,3–5,5 år för den nominella kronskulden 2018. Förlängningen skedde mot bakgrund av att löptidspremierna hade minskat enligt Riksgäldskontorets analys i myndighetens riktlinjeförslag.

År 2019 förlängdes löptiden för kronskulden och intervallet blev bredare. Detta var en teknisk justering av att ett gemensamt styrintervall för både nominell och real infördes.

Som en konsekvens av sammanslagningen till ett gemensamt löptidsintervall i riktlinjerna för 2020 ändras intervallet för statsskuldens löptid till 3,5–6 år. I riktlinjebeslutet för 2019 fastställde regeringen löptidsintervall för kronskulden till 4–6 år och för valutaskulden till 0–1 år. Valutaskulden är liten i relation till kronskulden och har betydligt kortare löptid. En sammanvägning av styrintervallen för kronskulden och valutaskulden med skuldsdragens respektive storlek resulterade i att intervallet för löptiden kortades med ett halvt år till 3,5–6 år.

I sin utvärderingsrapport anför ESV att regeringens ändringar av styrningen av löptiderna, till ett sammanslaget löptidsmått för hela statskulden, har gjort riktlinjerna mer övergripande och ändamålsenliga. Det gäller främst sammanslagningarna av löptider för de olika skuldslagen. Vidare menar ESV att en riktlinje om gemensam löptid renodlar avvägningen mellan kostnad och risk eftersom riktlinjebesluten om sammansättning respektive löptid hålls isär. Riksgäldskontoret får därmed större möjlighet att anpassa löptider för enskilda skuldslag till rådande omständigheter.

4 Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna

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

4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Regeringens bedömning: Den reala kronskulden ska enligt regeringens riktlinjer långsiktigt vara 20 procent av den totala skulden. Under utvärderingsperioden har detta i huvudsak varit fallet, även om avvikelser på upp till fem procentenheter förekommit. Mot bakgrund av de svårigheter som finns med att kortsiktigt styra den reala kronskulden bedöms Riksgäldskontorets tillämpning har varit förenlig med regeringens riktlinjer.

För åren 2017–2019 var regeringens riktlinjer att statsskuldens exponering i utländsk valuta skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år. I riktlinjerna för 2020 beslutade dock regeringen att valutaexponeringen skulle vara oförändrad. Riksgäldskontoret har styrt valutaexponeringen i enlighet med regeringens riktlinjer.

Skälen för regeringens bedömning

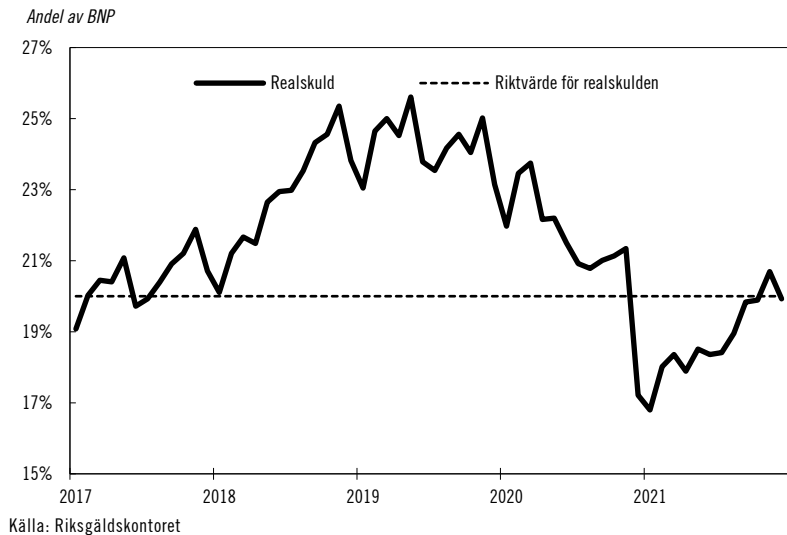
Real kronskuld mäts på lång sikt

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

återköp, riskera att medföra merkostnader. De ovannämnda svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen real kronskuld på kort sikt motiverar att målandelen på 20 procent är långsiktig.

Som framgår av figur 4.1 har andelen real kronskuld legat över riktvärdet för perioden 2017–2021 och något under riktvärdet 2021. Realskuldens avvikelse från dess riktvärde har under utvärderingsperioden varit fem procentenheter som mest, men huvudsakligen hållit sig inom ett spann på plus-minus tre procentenheter från riktvärdet. Mot bakgrund av de många variabler som påverkar realskuldens andel på kort sikt är utvecklingen inte särskilt avvikande.

Figur 4.1 Andelen realskuld och dess långsiktiga riktmärke

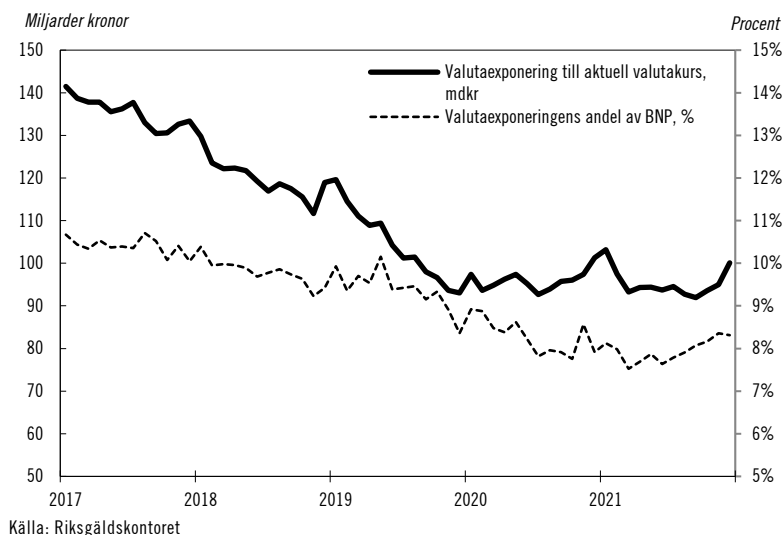


Valutaexponeringen har varit i linje med regeringens riktlinjer

Valutaexponeringen sjönk under perioden 2017–2020 och har sedan dess varit cirka 100 miljarder kronor (räknat i aktuella valutakurser), vilket framgår av figur 4.2. Denna siffra motsvarade drygt 8,3 procent av BNP vid utgången av 2021 och är en relativt låg siffra sett även ur ett längre tidsperspektiv. I riktlinjerna för 2020 beslutade regeringen att valutaexponeringen skulle vara oförändrad och Riksgäldskontoret valde därför att sluta amortera på valutaskulden redan i december 2019. Innan dess angavs i riktlinjerna att valutaexponeringen skulle minska med högst 30 miljarder kronor per år.

Figur 4.2 Valutaexponering och dess andel av BNP

Skr. 2021/22:104



En statlig grön obligation emitterades 2020

Under 2020 emitterade Riksgäldskontoret för första gången statliga gröna obligationer för 20 miljarder kronor. Gröna obligationer utgör ett komplement till de nominella statsobligationerna i svenska kronor och de medel som lånas upp kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt. Valet av utgifter görs utifrån Sveriges miljö- och klimatmål. Det är svårt att dra slutsatser av en enskild emission i ett enskilt skuldinstrument men det kan konstateras att efterfrågan på de gröna obligationerna var hög. Bland annat var budvolymen mer än dubbelt så stor som de 20 miljarderna som emitterades. De gröna obligationerna attraherade även nya investerare och bidrog på så sätt till en breddning av investerarbasen. De gröna obligationerna omfattas av riktlinjerna för nominella obligationer.

I sin utvärderingsrapport för ESV fram att det kan finnas skäl att inkludera även gröna obligationer i riktlinjerna om dessa framöver blir ett vanligare inslag bland statens obligationer. Regeringen konstaterar att de gröna obligationerna omfattas av riktlinjerna för nominella obligationer men att ytterligare emission av gröna obligationer förutsätter ett regeringsbeslut om vilka gröna utgifter i statsbudgeten som de gröna obligationerna kan omfatta.

4.2 Statsskuldens löptid

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

Styrningen av löptiden har under utvärderingsperioden successivt aggregerats till ett övergripande löptidsmål för hela statsskuden. Löptiden för samtliga skudslag har varit inom regeringens styrintervall

för respektive år med undantag för den nominella kronskulden som översteg intervallet 2018 med 0,1 år. Sedan 2020 styr regeringen statskuldens löptid i ett gemensamt löptidsintervall. Regeringens styrning avseende löptiden var 2021 oförändrad. Löptiden i statsskulden har ökat från 5,2 år i december 2019 till 5,3 år i december 2021.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Valet av löptid har stor betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuld förvaltningen. En kortare löptid medför i regel lägre räntekostnader samtidigt som risken ökar eftersom en större del av skulden då omsätts varje år (till på förhand okända villkor). De har dock inte under en längre tid funnits lika starka kostnads fördelar som tidigare med att välja kortare en löptid, på grund av att lutningen på avkastningskurvan har varit relativt flack i flera år (se avsnitt 2.2).

Sedan 2015 mäts löptiden i duration². Den grundläggande löptidsstyrningen innebär att upplåningen i real och nominell kronskuld görs på längre löptider, medan upplåning i annan valuta görs på kortare löptider. Strategin bidrar till att upprätthålla en likvid marknad för svenska reala och nominella obligationer. Realobligationer är till sin natur ett långt instrument. Riskmässigt är den kortare löptiden i valutaskulden motiverad av att den är exponerad mot flera valutor. Tillgången till en bred och djup derivatmarknad gör det också praktiskt möjligt att hålla en kort löptid i valutaskulden.

Nominella obligationers löptid generellt inom regeringens riktlinjer

För 2017 skulle löptiden för den nominella skulden med upp till 12 år till förfall vara 2,9–3,9 år. Löptiden för den delen av nominella skulden för 2017 var 3,8 år och därmed inom löptidsintervallet.

I riktlinjerna för 2018 togs volymmålet för obligationer med lång löptid bort och ersattes av ett gemensamt löptidsintervall för hela den nominella kronskulden, som fastställdes till 4,3–5,5 år 2018. Den faktiska löptiden för den nominella skulden ökade 2018 jämfört med föregående år och uppgick till 5,6 år, vilket innebar att löptiden översteg regeringens styrintervall med 0,1 år.

I riktlinjerna för 2019 slogs löptiden för den reala och den nominella skulden ihop till ett styrintervall för hela kronskulden om 4,0–6,5 år. Löptiden för kronskulden var 2019 5,8 år och därmed inom styrintervall.

Reala obligationers löptid inom regeringens riktlinjer

För reala obligationer var styrningen oförändrad 2017 och 2018 och skulle enligt riktlinjerna vara 6,0–9,0 år. Den reala skuldens faktiska löptid sjönk från 6,4 år 2017 till 6,1 år 2018 men befann sig båda åren inom regeringens fastställda styrintervall.

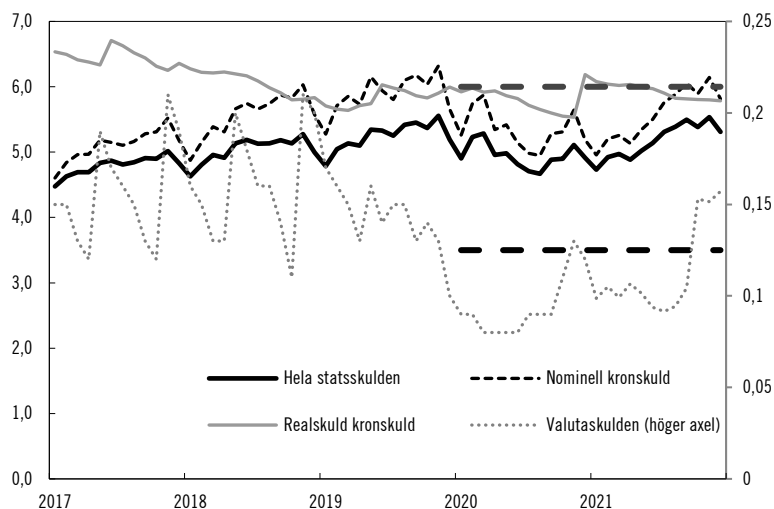
² Löptiden mäts som Macauley-duration, vilket är den vägda genomsnittliga löptiden till förfalldagen för kassaflödena från en obligation och anges som antal år.

Styrningen av löptiden för valutaskulden var oförändrad 2017–2019 och skulle enligt riktlinjerna vara 0–1,0 år. Under samtliga år var valutaskuldens faktiska löptid inom regeringens intervall och löptiden 2019 var 0,1 år.

Sedan 2009 har Riksgäldskontoret tagit upp lån i utländsk valuta som sedan lånats vidare till Riksbanken för att förstärka valutareserven. I januari 2021 beslutade Riksbanken att själv finansiera valutareserven samt återbetala de valutalån som Riksgäldskontoret tagit upp för Riksbanken. Möjligheten för Riksbanken att ta upp lån i utländsk valuta via Riksgäldskontoret kvarstår dock. För att Riksgäldskontoret fortsatt ska vara närvarande på den internationella marknaden avser Riksgäldskontoret att i stället emittera obligationer i utländsk valuta för egen räkning med en viss regelbundenhet. En sådan emission planerades mot slutet av 2021, men då budgetunderskottet blev lägre än väntat beslöt Riksgäldskontoret att inte genomföra emissionen för att prioritera upplåningen i svenska kronor. I figur 4.3 visas statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument.

Figur 4.3 Statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument

Mätt som Macaulayduration i enheten år



Källa: Riksgäldskontoret

Anm. De streckade linjerna i figuren anger övre och undre gräns för löptidsintervallet för hela statsskuden.

Löptiden för statsskuden inom regeringens riktlinjer

Det sista steget i den stegvisa mer övergripande styrningen av löptiden skedde 2020 då ett gemensamt löptidsintervall infördes för hela statsskuden. Enligt regeringens riktlinjer ska löptiden vara 3,5–6 år för statsskuden. Under både 2020 och 2021 fluktuerade den faktiska löptiden runt 5 år, vilket var inom styrintervall. Trots stora förändringar i upplåningen under 2020 medförde den mer övergripande löptidsstyrningen att Riksgäldskontoret hade god flexibilitet att snabbt anpassa de separata styrintervallen och upplåningen.

Under 2021 ökade den faktiska löptiden och i juni 2021 översteg den 5 år. Ökningen berodde främst på att den kortfristiga finansieringen minskade i snabbare takt än den långfristiga, men också på den nya 50-åriga obligationen som emitterades den 16 juni 2021.

Riksgäldskontorets interna löptidsintervall per skuldslag

De snabba svängningarna i lånebehovet under 2020 innebar stora utmaningar i förvaltningen av statsskulden och särskilt för styrningen av löptiden i den nominella kronskulden. Den nominella kronskulden påverkas mycket mer än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet, eftersom huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs. statsskuldväxlar och stora delar av likviditetsförvaltning, inkluderas i detta skuldslag. Den reala kronskuldens faktiska löptid låg under stora delar av 2020 i den lägre halvan av Riksgäldskontorets interna löptidsintervall men steg sedan kraftigt, vilket är ett återkommande mönster i samband med förfallande realobligationer. Valutaskuldens faktiska löptid utvecklades som förväntat under 2020 och höll sig nära den lägre gränsen av Riksgäldskontorets interna löptidsintervall.

Även under 2021 skedde stora svängningarna i lånebehovet, vilket innebar liknande utmaningar framför allt för löptiden i den nominella kronskulden. Den reala kronskuldens faktiska löptid minskade gradvis under året på grund av att introduktionen av den nya 18-åriga realobligationen inte föll ut väl. Efterfrågan var låg och den sålda volymen blev mindre än hälften av planerat.

Valutaskuldens faktiska löptid höll sig nära den lägre gränsen av Riksgäldskontorets interna löptidsintervall i enlighet med myndighetens förväntningar.

4.3 Marknads- och skuldvard

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

Riksgäldskontorets förvaltningsstrategier har haft en positiv inverkan på den svenska statspappersmarknaden och bidrar till en väl fungerande statspappersmarknad.

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

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnads-

minimeringsmålet med beaktande av risk. En viktig del för att uppnå detta är att marknaden för svenska statspapper ska vara attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten.

Årligen fastställer Riksgäldskontorets styrelse en finans- och riskpolicy, vilken innehåller principer som ska vara vägledande för hanteringen av statsskulden. Principerna visar på vilket sätt Riksgäldskontoret ska bidra till att utveckla och upprätthålla välfungerande statspappersmarknader, vilket är en förutsättning för att uppnå det övergripande målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

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

Den löpande kontakten med investerarna sker till stor del med hjälp av återförsäljarna, men för att skapa trovärdighet är det även viktigt att investerarna, utan mellanhänder, kan få tag på den information de anser sig behöva. Kommunikationen med återförsäljare och investerare sker både via Riksgäldskontorets webbplats och genom ett stort antal bilaterala möten.

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

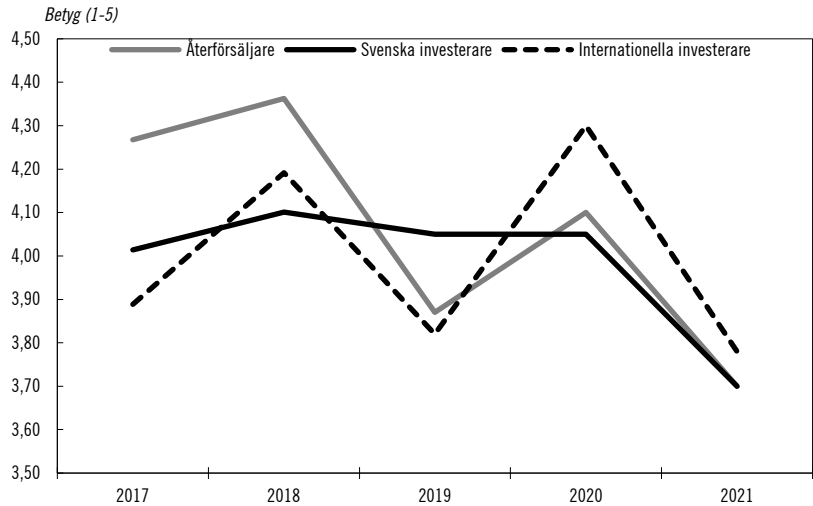
Marknadsaktörerna har förtroende för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet

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

Resultatet av undersökningen 2021 visar en nedgång i helhetsbetyget efter en uppgång 2020. Betyget från alla tre svarsgrupperna är klart över 3 och ligger fortsatt på en hög nivå. I undersökningen för 2021 var det sammanfattande betyget från återförsäljarna och de svenska investerarna 3,7. Motsvarande betyg från de internationella investerarna var 3,8. Skälen

till försämringen i betygen skiljer sig åt men den ansträngda likviditeten på marknaden är återkommande i flera kategorier bland respondenterna.

Figur 4.4 Förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet



Källa: Riksgäldskontoret/Prosperas undersökningar

Förvaltningsstrategier har haft en positiv inverkan på den svenska statspappersmarknaden

För att uppnå det övergripande målet för statsskuldförvaltningen använder Riksgäldskontoret två kategorier av förvaltningsstrategier. Den första handlar om att understödja likviditet och infrastruktur och den andra om att agera transparent och förutsägbart i upplåningen.

I Kantar SIFO Prosperas undersökning får marknadsaktörerna även rangordna Riksgäldskontorets strategier och betygsätta hur de uppfattar Riksgäldskontorets förmåga att genomföra strategierna. Strategierna inom kategorin *likviditet och infrastruktur* innefattar många och effektiva försäljningskanaler samt marknadsvård. Inom kategorin *transparens och förutsägbarhet* strävar Riksgäldskontoret för att kommunicera öppet och tydligt, regelbundet publicera prognoser för upplåningsbehovet, hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer, och upprätthålla goda investerarrelationer. För att tillgodose detta publicerar Riksgäldskontoret årligen olika publikationer, t.ex. rapporten *Statsupplåning prognos och analys* samt Riksgäldskontorets låneplan som baseras på en prognos för statens bruttolånebehov.

De marknadsvårdande reporna och kommunikationen om lånebehovet och finansieringen är bland de faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast och ses fortsatt som Riksgäldskontorets främsta styrkor. Marknadsvård genom repor har stor betydelse för återförsäljarna och betydelsen har ökat över tid. Det är även den kategori där Riksgäldskontoret får högst betyg. I 2021 års undersökning ökade betyget från återförsäljarna 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. Betyget för kommunikationen om lånebehovet och finansieringen sjönk under 2021 men ligger fortfarande på 4.

Ett tydligt och konsekvent agerande är en av de viktigaste faktorerna för marknadsaktörerna, men även den faktorn som har försämrats mest. I utvärderingen 2021 sjönk betyget i den delen från 4,3 till 3,6. Av svars-kommentarerna i undersökningen framgår att introduktionen av den nya 50-åriga obligationen överraskade marknaden och bidrog till att Riksgäldskontorets agerande upplevdes som mindre förutsägbart än tidigare. Även betyget för lyhörddhet gentemot marknadsaktörernas önskemål sjönk. Resultatet visar att det finns önskemål om att Riksgäldskontoret ska agera tydligare utifrån de behov som marknadsaktörerna uttrycker. Enligt Riksgäldskontoret strävar myndigheten alltid efter att vara uppmärksam på marknadsaktörernas behov och pröva hur de förhåller sig till Riksgäldskontorets mål.

Av undersökningen framgår även att frågor angående likviditet och pristransparens på andrahandsmarknaden under de senaste åren har 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. Återförsäljarnas betyg 2021 faller i samtliga avseenden långt under den godkända nivån 3,0. Riksbankens återköp och statens begränsade lånebehov är de mest frekventa skälen som anges av respondenterna till varför likviditeten värderas lågt.

Sammantaget visar den årliga undersökningen att marknads krav på Riksgäldskontoret är höga och att Riksgäldskontoret i stort lever upp till dessa, men att uppfyllelsen försämrats något under 2021. Mot bakgrund av detta kan det konstateras att Riksgäldskontorets strategier för marknads- och skuldvard bidrar till att uppnå det statsskuldspolitiska målet och att strategierna har haft en positiv inverkan på den svenska statspappersmarknaden. Undersökningen visar att Riksgäldskontoret har höga betyg på de områden som marknaden bedömer som viktigast, vilket visar att Riksgäldskontoret fokuserar på rätt saker. Detta bidrar till en väl fungerande statspappersmarknad. Regeringen anser dock att det är viktigt att Riksgäldskontoret tar till sig av det marknadsaktörerna efterfrågar avseende tydligare agerande samt likviditet och pristransparens.

Likviditetsförvaltningen har bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet

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

Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgäldskontoret låna stora belopp för att täcka underskott på kort sikt genom att ge ut värdepapper med kort löptid både i kronor (statsskuldväxlar) och i utländsk valuta (Commercial paper) på penningmarknaden. Om det i stället är överskott i kassan

placeras detta tillfälligt i penningmarknadstillgångar. Kassan påverkas också av utnyttjandet av den marknadsvårdande repofaciliteten.

Under 2021 behövde Riksgäldskontoret låna i genomsnitt ca 34 miljarder kronor per dag, jämfört med ca 24 miljarder kronor per dag under 2020. Svårigheterna att prognostisera budgetsaldot bidrog till större oväntade svängningar att hantera. Variationen i kassan var stor under året och periodvis uppstod stora överskott.

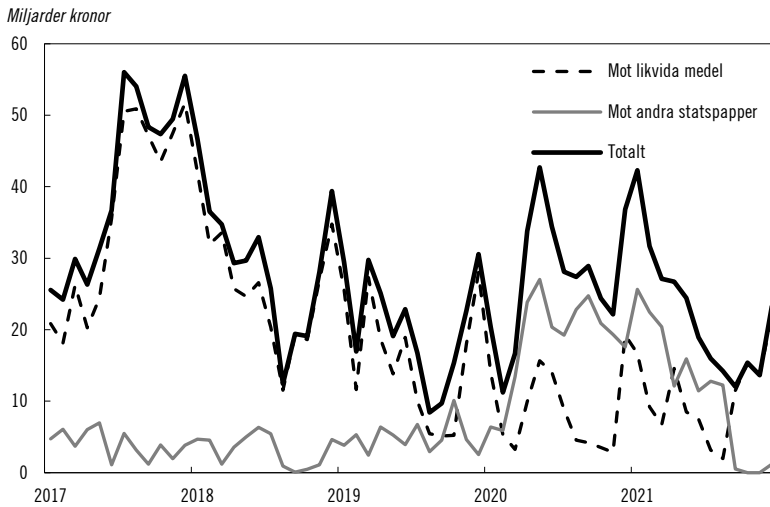
I slutet av 2017 blev kassaöverskottet i likviditetsförvaltningen betydligt högre än normalt. En kraftigt överskattad prognos av nettolånebehovet för 2017 och oväntat stora volymer marknadsvårdande repor har gjort att Riksgäldskontoret emitterat betydligt större volymer statsobligationer än vad som i efterhand visat sig vara motiverat. För att hantera överskottet sänktes emissionsvolymerna till lägsta möjliga nivå utan att riskera att försämra likviditeten så mycket att investerarna skulle lämna marknaden. Riksgäldskontoret använde även kassaöverskottet för att refinansiera ett förfallande lån till Riksbanken. Överskottet har successivt minskat och var i slutet av 2019 på samma nivåer som en genomsnittlig 10-årsnivå (se även skr. 2019/20:104 s. 54).

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

Marknadsvårdande repor

En annan faktor som påverkar kassaöverskottet är den obegränsade mängden marknadsvårdande repor som Riksgäldskontoret erbjuder till sina återförsäljare. I reporna lånar Riksgäldskontoret ut statsskuldväxlar eller statsobligationer i utbyte mot pengar. Syftet med reporna är att minska risken för bristsituationer på marknaden för statspapper. Inflödet av medel via reporna (dvs. repovolymen) styrs helt av återförsäljarnas efterfrågan. På så sätt kan de marknadsvårdande reporna påverka behovet av den ordinarie upplåningen. Nyttjandet av repofaciliteten kan även ge en indikation på hur väl marknaden fungerar.

Riksgäldskontoret erbjuder två typer av marknadsvårdande repofaciliteter: i den ena kan återförsäljarna repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper lånas i utbyte mot ett annat. I figur 4.5 framgår att den totala utestående volymen har minskat sedan 2017 efter en brant uppgång 2016. Även under 2020 och 2021 fortsatte minskningen av den totala utestående volymen.



Källa: Riksgäldskontoret

År 2020 ökade volymen reposwappar, vilket sannolikt förklaras av att en del av det ökade utbudet av statsskuldväxlar nyttjades för att låna in statsobligationer via reposwapparna. Villkoren för reposwapparna ändrades under 2021 till en prissättning där priset fastställs till Riksbankens reporänta minus 30 räntepunkter. Tidigare fastställdes priset till reporäntan minus 20 punkter. Denna ändring bidrog sannolikt till att minska nyttjandet av faciliteten. Volymen repor mot likvida medel var dock i genomsnitt något högre än under 2020, vilket troligen också beror på prisjusteringen på reposwapparna.

4.4 Positionstagande

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

Under utvärderingsperioden visar positionsverksamheten ett sammanlagt överskott på 223 miljoner kronor. Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har uppnåtts.

Skälen för regeringens bedömning: Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Med positioner avses transaktioner som motiveras av en bedömning att kostnaden kan sänkas genom att avvika från skuldens löptid eller sammansättning. Positioner får endast tas på marknaden som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden. Regeringen styr riskexponeringen i positionsverksamheten genom att i riktlinjerna besluta om två olika mandat för positionstagande. Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner har varit

oförändrat under utvärderingsperioden. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor (se även skr. 2019/20:104 s. 35 f.). För att sänka kostnaden för statsskulden tog Riksgäldskontoret i maj 2018 en position för en starkare krona. Vid utgången av 2021 omfattade positionen 6,8 miljarder kronor, vilket ligger inom ramen för det mandat som anges i regeringens riktlinjer.

När det gäller positioner i utländsk valuta uppgick det totala riskutnyttjandet till 3 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket motsvarar 18 procent av det tilldelade riskmandatet för den löpande positionstagningen. Under utvärderingsperioden har resultatet av positionsverksamheten varierat mellan åren, men visar sammanlagt på ett överskott på 223 miljoner kronor för hela perioden. Detta motsvarar ett genomsnittligt överskott på 45 miljoner kronor för varje år mellan 2017 och 2021 (se tabell 4.1). Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har därmed uppnåtts sett över hela utvärderingsperioden.

I utvärderingsrapporten framför ESV att det är önskvärt att frågan om positionstagande i riktlinjerna framöver avhandlas tillsammans med valutaskuldens andel i stort. I regeringens riktlinjer för förvaltningen av statsskulden behandlas både positionstagandena och valutaskuldens andel.

Tabell 4.1 Resultat för positionstagningen

Miljoner kronor

	2017	2018	2019	2020	2021	Totalt	Genomsnitt
Egen löpande positionstagning	13	11	14	39	16	93	19
Extern positionstagning	-115	-26	0	0	0	-141	-28
Totalt löpande positionstagning	-102	-15	14	39	16	-48	-10
Position för starkare krona		73	20	278	-101	271	
Positionstagning totalt	-102	58	34	317	-85	223	45

Källa: Riksgäldskontoret

4.5 Upplåning på privatmarknaden

Regeringens bedömning: Under utvärderingsperioden 2017–2021 har upplåningen på privatmarknaden inte medfört någon besparing utan tvärtom har upplåningen resulterat i merkostnader varje år.

Riksgäldskontoret bör även i fortsättningen ha möjlighet och skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet.

Skälen för regeringens bedömning: De senaste årens låga räntenivåer har medfört att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Regeringen förlängde därför målperspektivet för privatmarknadsupplåningen i riktlinjerna för 2017, men tog sedan bort skrivningen om upplåning på privatmarknaden i riktlinjerna

för 2019. Regeringen bedömde att Riksgäldskontoret både har en möjlighet och en skyldighet att bedriva privatmarknadsupplåning om denna bedöms som effektiv utifrån det överordnade målet även utan någon specifik riktlinje för just privatmarknadsupplåningen.

Under utvärderingsperioden har upplåningen på privatmarknaden inte medfört någon besparing utan upplåningen har samtliga år resulterat i merkostnader. För perioden 2017–2021 uppgick merkostnaden till totalt 51 miljoner kronor (se tabell 4.2).

Tabell 4.2 Merkostnad av privatmarknadsupplåningen

Miljoner kronor

	2017	2018	2019	2020	2021	Totalt
Premieobligationer	21	3	4	4	3	35
Riksgäldsspar ³	4	3	5	3	2	16
Summa besparing	25	6	9	8	5	51

Källa: Riksgäldskontoret

Anm.: Ett positivt belopp motsvarar en merkostnad relativt motsvarande upplåning på den institutionella marknaden. På grund av avrundning summerar inte summan till samma som delarna.

År 2016 beslöt Riksgäldskontorets styrelse att inte ge ut premieobligationer tills vidare mot bakgrund av att det låga ränteläget medförde att upplåningsformen var olönsam i jämförelse med upplåning på de institutionella marknaderna. Motsvarande sänkning av upplåningskostnaderna i premieobligationer som på de institutionella marknaderna har inte varit möjlig eftersom de villkor som kunderna (främst privatpersoner) möter på marknaden för räntesparande inte försämrats i samma utsträckning. Beslutet påverkade inte Riksgäldskontorets förmåga att snabbt kunna låna stora belopp, då den beredskapen upprätthålls genom närvaro på de institutionella marknaderna i Sverige och internationellt.

Under 2021 förföll den sista utestående premieobligationen och därmed var upplåningen på privatmarknaden avvecklad. Kostnaden för utestående premieobligationslån var fortsatt högre jämfört med motsvarande upplåning på den institutionella marknaden. Det beror på att lånet emitterades med förlust. Därtill fanns fasta kostnader för systemstöd och tjänster som krävts för att upprätthålla verksamheten tills dess att den sista premieobligationen förföll.

4.6 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Regeringens bedömning: Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2017–2021. Riksgäldskontoret har inte tagit upp några extra lån för detta ändamål.

³ Riksgäldskontoret beslutade 2013 om att Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle vara avvecklat till årsskiftet 2015/2016. De sista kontona i Riksgäldsspar förföll under 2020 och system och tjänster för produkten avvecklades under våren 2021.

Skälen för regeringens bedömning: Möjligheten att emittera lån för att tillgodose behovet av statslån har sin bakgrund i den kraftiga efterfrågeökning för statspapper som uppstod efter den internationella finanskrisen 2008. Mot den bakgrunden infördes den 30 oktober 2008 ett nytt upplåningsändamål i dåvarande 1 § första stycket 4 lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning (nuvarande 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen [2011:203]). Detta gjordes för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Från och med riktlinjerna från 2009 får den utestående volymen för ändamålet maximalt uppgå till ett värde av 200 miljarder kronor. I riktlinjerna framgår att statslån endast får nyttjas om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion och att placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

Under utvärderingsperioden 2017–2021 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden inte heller tagit upp lån för detta ändamål.

4.7 Prognoser över lånebehovet

Regeringens bedömning: Riksgäldskontoret prognoser har under utvärderingsperioden inte avvikit nämnvärt från andra myndigheters prognoser.

Skälen för regeringens bedömning: Förutom Riksgäldskontoret gör Konjunkturinstitutet, ESV och regeringen prognoser på statens nettolånebehov. De olika myndigheternas prognoser har olika syfte. Prognosmetoderna och tidshorizonten i prognoserna skiljer sig också åt. Under utvärderingsperioden uppvisar myndigheterna relativt likartade prognoser (se även skr. 2019/20:104 s. 44 f.). Det är viktigt att beakta att statsskuldens utveckling påverkas av en mängd faktorer (se avsnitt 2.1) och det är därför svårt att prognostisera lånebehovet.

I tabell 4.3 redovisas skillnaden mellan respektive myndighets prognos för de senaste två åren i utvärderingsperioden och utfallet i absoluta värden. För 2020 lämnade Riksgäldskontoret och ESV sina prognoser precis innan covid-19-pandemin bröt ut, medan regeringen och Konjunkturinstitutet lämnade sina prognoser först efter pandemiutbrottet. Detta fick stora effekter på skillnaden mellan prognos och utfall. I sammanhanget avvek inte Riksgäldskontorets prognoser nämnvärt från de andra myndigheternas bedömningar.

Tabell 4.3 Prognoser över statens nettolånebehov

Miljarder kronor

	2020	2021
Regeringen ¹	190 (221)	140 (-78)
Riksgäldskontoret ²	14 (221)	63 (-78)
ESV ³	14 (221)	64 (-78)

	2020	2021
Konjunkturinstitutet ⁴	205 (221)	-10 (-78)

Källa: Finansdepartementets egna beräkningar, Riksgäldskontoret, ESV och Konjunkturinstitutet.

Anm: Utfall inom parentes.

¹ Regeringens prognos för 2020 och 2021 är från den 9 april 2020 respektive den 8 april 2020.

² Riksgäldskontorets prognos för 2020 och 2021 är från den 18 februari 2020 respektive den 24 februari 2021.

³ ESV:s prognos för 2020 och 2021 är från den 24 mars 2020 respektive den 25 mars 2021.

⁴ Konjunkturinstitutets prognos för 2020 och 2021 är från den 1 april 2020 respektive den 31 mars 2021.

5 Utvärdering av statsskuldsförvaltningens mål

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

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

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

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

5.1 Statsskuldens kostnad

Regeringens bedömning: Kostnaden för statsskulden ökade något 2018 i förhållande till 2017 men har därefter i huvudsak minskat. År 2021 ökade kostnaden marginellt, vilket huvudsakligen berodde på att kronan försvagades under det året. Detta påverkade i sin tur kostnaden för valutaskulden. Sett över hela utvärderingsperioden har kostnaden för statsskulden varit historiskt låg, vilket till stor del har berott på det låga ränteläget.

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Från och med 2018 redovisar Riksgäldskontoret kostnaden för statsskulden utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Den principen följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder och tillgångar som hålls till förfall och innebär att instrumenten

värderas till sin genomsnittliga emissionsränta⁴ med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

Statsskuldens kostnad⁵ 2021 var på en fortsatt låg nivå och uppgick till 9 miljarder kronor för 2021, vilket motsvarar 0,17 procent av BNP, och är ca 3 miljarder kronor högre än för 2020 (se tabell 5.1). Ökningen från 2020 beror huvudsakligen på att kronan försvagades under 2021, vilket påverkade kostnaden för valutaskulden. Under 2020 bidrog omvärderings-effekterna till att kostnaden för valutaskulden blev lägre jämfört med tidigare år. Sett över hela utvärderingsperioden har kostnaden för statsskulden varit historiskt låg. Detta beror till stor del på det låga ränteläget, vilket även ESV anför i utvärderingsrapporten.

Tabell 5.1 Kostnaden för statsskulden

Miljarder kronor

Skuldslag	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt 5 år
Nominell skuld	6	8	6	6	4	6
Real skuld	8	7	6	2	2	5
Valutaskuld	-3	6	2	-2	2	1
Totalt	12	20	14	6	9	12

Källa: Riksgäldskontoret

Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta

Kostnaden för statsskulden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv ränta. Kostnaden varierar mellan olika skuldslag, bl.a. för att löptiden skiljer sig åt. Under 2021 var kostnaden lägst för den nominella kronskulden, vilket även var den lägsta kostnaden för nominell skuld under hela utvärderingsperioden. Kostnaden för realskulden 2021 var oförändrad jämfört med 2020. Inflationsuppräknningen uppgick till omkring 2,8 procent 2021, en ökning från 0,3 procent 2020. Kostnaden för valutaskulden ökade 2021 jämfört med 2020 på grund av att kronan försvagades mot valutorna i valutaskulden. Kostnaden var i genomsnitt lägst för nominell kronskuld och högst för real kronskuld sett till hela utvärderingsperioden.

Tabell 5.2 Kostnaden för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta

Procent

Skuldslag	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt 5 år	Standardavvikelse 5 år
Nominell skuld	0,9	1,3	1,0	0,9	0,6	0,9	0,2
Real skuld	3,9	3,1	2,7	1,1	1,1	2,4	1,1

⁴ Ofta används i stället den engelska benämningen av emissionsräntan "yield to maturity", vilket är den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över- och underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Den genomsnittliga emissionsräntan är därmed ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, särskilt när instrumentet behålls till förfall.

⁵ Mätt som kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.

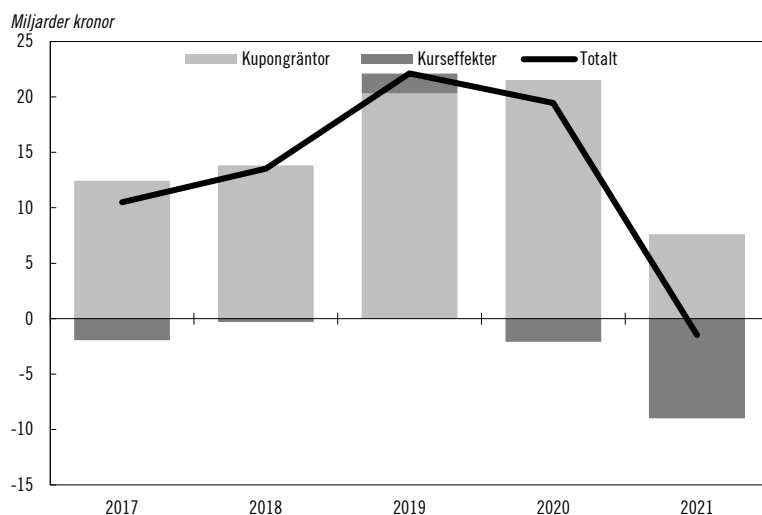
Skuldslag	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt 5 år	Standard- avvikelse 5 år
Valutaskuld	-2,0	4,9	2,7	-2,2	2,7	1,2	2,8
Totalt	1,1	2,1	1,6	0,6	0,8	1,3	0,5

Källa: Riksgäldskontoret

Räntebetalningar

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

Figur 5.1 Räntekostnaden för statsskulden



Källa: Riksgäldskontoret

Räntebetalningarna uppgick i genomsnitt till 13 miljarder kronor per år under utvärderingsperioden. Nivån för de kassamässiga räntorna är historiskt låg till följd av att räntorna, som fallit under en lång period, successivt fått genomslag i räntebetalningarna. Räntebetalningarna minskade 2021 jämfört med 2020, med 20,9 miljarder kronor vilket, utöver de låga räntorna, även berodde på att Riksgäldskontoret betalade ut relativt mycket inflationskompensation under 2020. När en realobligation förfaller eller köps tillbaka av Riksgäldskontoret betalas kompensation för den inflation som varit sedan obligationen gavs ut. I slutet av 2020 förföll dessutom obligationer med hög kupongränta och kupongbetalningarna blev därför lägre 2021. Därtill var kursförlusterna i samband med återköp av obligationer lägre under 2021 än föregående år.

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnads-skillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. Beräkningsmetoden som det kalkylmässiga resultatet⁶ baseras på är en ex-post indikator för kostnadsskillnaden och det finns ett flertal praktiska och teoretiska skäl till varför detta resultat måste tolkas med försiktighet.

För 2020 gav realskulden upphov till en kalkylmässig besparing på 3 miljarder kronor. Besparingen berodde bl.a. på att inflationsuppräknningen på 0,28 procent 2020 var betydligt lägre än den genomsnittliga breakeven-inflationen för realskulden vid ingången av året. För 2021 gav realskulden upphov till en merkostnad på 2,8 miljarder kronor. Det beror främst på att inflationsuppräknningen på 2,81 procent 2021 var betydligt högre än den genomsnittliga breakeven-inflationen för realskulden vid ingången av året, som var kring 1,6 procent.

Ränteswappar

Riksgäldskontoret använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Eftersom löptiden för skulden ökat successivt har användningen av ränteswappar som förkortar löptiden minskat. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren varit runt 5 miljarder kronor. Sammantaget gav användningen av ränteswappar upphov till lägre kostnader för statsskulden under utvärderingsperioden. Endast en liten del av effekten beror på själva användningen av just ränteswappar, utan effekten i det kalkylmässiga resultatet för ränteswappar beror främst på oväntade ränterörelser, skillnaden mellan den förväntade ränteutvecklingen då swappen ingicks och den realiserade rörliga räntan under swappens löptid. Lägre korträntor än förväntat är sammanfattningsvis det som främst bidrar till att ränteswapparna gett upphov till en nettointäkt.

Likviditeten på statsobligationsmarknaden

För en väl fungerande statsobligationsmarknad är likviditeten en viktig faktor. Med begreppet likviditet avses lite övergripande möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. Likviditet är dock ett vitt begrepp som kan avse både marknadslikviditet och finansieringslikviditet. Marknadslikviditet⁷ kan dels åsyfta att en mängd värdepapper kan omsättas utan att priset påverkas,

⁶ Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Beräkningen baseras på de månatliga förändringarna i den utestående stocken av realobligationer. Sedan beräknas transaktionsvolymen för en hypotetisk nominell upplåning med samma löptid så att likvidbeloppet motsvarar den reala upplåningen. Både den reala och den nominella upplåningen sker till genomsnittliga marknadsräntor. Marknadsräntor för den nominella upplåningen baseras på den nominella statsobligationen som närmast matchar den respektive reala statsobligationens återstående löptid.

⁷ Marknadslikviditet brukar delas upp i fyra delkomponenter när det gäller köp med statspapper, djup (hur stor mängd som kan omsättas utan att priset påverkas), bredd (skillnaden mellan köp och säljkurs), omedelbarhet (hur snabbt en marknadsaktör kan genomföra en viss transaktion) och återhämtningsförmåga (hur snabbt priser återvänder till det fundamentala värdet vid en temporär likviditetsstörning). För mer information se betänkandet Översyn av statsskuldspolitiken (SOU 2014:8). Omsättning och omsättningshastighet på den utestående stocken är ytterligare två mått.

dels en marknad med små transaktionskostnader. Finansieringslikviditet avser hur lätt en ny aktör kan finansiera sin verksamhet, såsom emittera en ny obligation. Båda begreppen är nära sammanlänkade och båda ingår ofta i olika definitioner av likviditet.

Som emittent verkar Riksgäldskontoret på primärmarknaden och obligationerna säljs sedan vidare till andra investerare på sekundärmarknaden. Likviditeten på sekundärmarknaden har stor betydelse för likviditeten på primärmarknaden och för att marknaden för statspapper som helhet ska fungera bra. Om omsättningen och likviditeten i sekundärmarknaden minskar kommer prisbildningen i marknaden att försämrats, vilket leder till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer. På lång sikt kan detta riskera att leda till högre upplåningskostnader för staten och större svårigheter att attrahera investerare.

I likhet med att begreppet likviditet har en vid definition finns det heller inte ett enskilt mått som kan fånga alla dimensioner av likviditet, utan olika dimensioner kan uppskattas med olika mått. Exempel på mått är transaktionsbaserade indikatorer som främst mäter omedelbarheten såsom hur lång tid det tar att sälja eller köpa en viss volym, omsättningsbaserade indikatorer som fokuserar på information om transaktionsvolym där högre omsättning innebär högre likviditet och prisbaserade indikatorer som beräknas med information om transaktionspriser och främst används för värdepapper som handlas ofta.

Avsaknaden av ett mått som mäter alla likviditetens dimensioner medför att likviditeten är svårt att uppskatta. I Riksgäldskontorets undersökningar bland marknadsaktörerna får likviditeten på statspappersmarkanden låga betyg, se avsnitt 4.3. I ESV:s utvärderingsrapport hänvisas till en studie från Finansinspektionen (2020) där ett försök till en sammansatt likviditetsindikator, som aggregerar flera olika mått av likviditet, tagits fram (Fi Analys 2020:21 Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden). Finansinspektionens sammansatta likviditetsindikator visar att likviditeten förbättrades efter statsskuldskrisen i euroområdet 2012 för att sedan vara stabil till 2018 då den försämrades på nytt och har blivit kvar på en lägre nivå sedan dess. ESV framför att förklaringen till att volymen statsobligationer har minskat de senaste åren är kombinationen av att Riksbanken köpt statsobligationer och att Riksgäldskontoret dragit ned emissionsvolymen, med undantag för 2020, se avsnitt 2.1.

ESV lyfter vidare fram att en annan förklaring till den försämrade likviditeten som ofta nämns av marknadsaktörerna är nya finansiella regleringar. De nya regleringarna uppges ha ökat kapitalkostnaderna för bankerna, vilket påverkat deras vilja att agera marknadsgarant när det uppstår skillnad i utbud och efterfrågan på marknaden. Samtidigt uppger ESV att det finns studier⁸ som hävdar att motståndskraften på obligationsmarknaderna har förbättrats tack vare de nya reglerna eftersom marknadsgaranternas motståndskraft ökat. Den ökade motståndskraften minskar risken för att marknadslikviditeten ska försämrats kraftigt i ett stressat scenario.

⁸ Se bl.a. Anderson et al (2015) "The resilience of financial market liquidity", Financial Stability Paper 34, oktober 2015, Bank of England och CGFS (2016), "Fixed income market liquidity", CGFS Papers No 55, januari 2016, Committee on the Global Financial System.

På kort sikt kan Riksgäldskontoret underlätta likviditeten på statspappersmarknaden genom den obegränsade repofaciliteten som myndigheten redan erbjuder. 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, är volymen repor lägre 2020 och 2021. ESV menar att det tyder på ändrat beteende hos marknadens parter, t.ex. ett ökat byte dem emellan. ESV anser därför att Riksgäldskontoret fortsatt bör följa frågan hur den obegränsade repofaciliteten påverkar finansieringen av skulden, och om den i dag räcker för att täcka upp den minskande likviditeten på marknaden.

På längre sikt skulle en lösning på problemet vara att öka upplåningen i ett eller flera skuldslag. Frågan om staten ska ha möjlighet att överupplåna analyserades bl. a. av Statsskuldutredningen 2013–2014 (se betänkandet Översyn av statsskuldspolitiken [SOU 2014:8]). Utredningen föreslog att det ska vara möjligt för staten att överupplåna i syfte att upprätthålla den svenska statspappersmarknaden, 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 framför i sin granskning att med en riktigt låg statsskuld är det troligen inte möjligt eller effektivt att ha för många upplåningskanaler utan fokus måste ligga på de viktigaste. Detta är något ESV även framfört i tidigare utvärderingar. Innan överupplåning diskuteras bör det i stället övervägas att skära ner upplåningen i något skuldslag. Den nominella statsobligationsmarknaden är viktigaste upplåningskanalen, så om den ska stärkas måste det enligt ESV ske på realobligationernas bekostnad. Likviditeten på realobligationsmarknaden beskrivs som ett problem av marknadsaktörerna. Vidare framför ESV att om volymen nominella obligationer ska öka krävs en analys av hur liten volym realobligationer som är möjlig för att marknaden för realobligationer fortsatt ska vara likvid och även om realobligationer över huvud taget ska ingå i sammansättningen.

5.2 Risker i statsskuldförvaltningen

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

Ränteomsättningsrisken avser risken att räntan på skulden snabbt ökar om marknadsräntorna stiger. Risken påverkas av hur stor andel av statsskulden som består av korta och rörliga lån. Löptiden för statsskulden mätt som duration har blivit något längre under utvärderingsperioden, den har ökat från 4,5 till 5,3 år, samtidigt som variationen i löptid mellan enstaka år varit låg. Sammantaget har detta haft en gynnsam påverkan på ränteomsättningsrisken.

Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna visade på en tydlig nedåtgående trend från

2017 fram till starten av pandemin. Därefter ökade nivån något, dels på grund av strategin att hantera det ökade lånebehovet med ökad kortfristig upplåning, dels som en följd av två större obligationsförfall i december 2020. Sedan 2020 har nivån varit relativt konstant.

Skr. 2021/22:104

Skälen för regeringens bedömning

Inledning

Det finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuldshöjningen. I stället redovisas olika typer av risker, varav de främsta är ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk och finansieringsrisk samt motpartsrisk. Riskerna i statsskuldshöjningen begränsas även på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknadsvård.

Risken mätt som variation i genomsnittlig kostnad

På övergripande nivå definieras risken i statsskulden som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Risken mäts då i termer av standardavvikelse av den genomsnittliga emissionsräntan. I tabell 5.3 redovisas risken för de olika skuldslagen och av denna framgår att kostnadsvariationen är låg, även om den är något högre för valutaskulden än för kronskulden. Det beror främst på variationer i valutakurser men även på den kortare löptiden i valutaskulden.

Vid en jämförelse av standardavvikelsen för kostnaden under utvärderingsperioden med femårsperioder före 2017 kan det konstateras att variationen varit ungefär den samma för samtliga femårsperioder efter 2014.

Tabell 5.3 Standardavvikelsen för kostnaden av statsskulden i femårsperioder, 2014–2021

Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta, procent

	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

Ränteomsättningsrisken minskade under utvärderingsperiodens första år

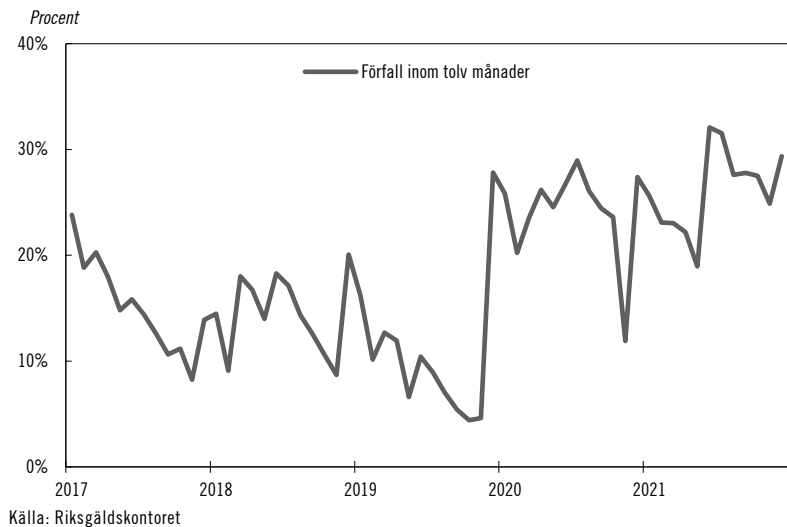
Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna rör sig uppåt. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare är statsskulden för förändrade marknadsräntor. En viktig faktor i avvägningen mellan kostnad och risk är löptidspremien, vilket motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider. De senaste åren har löptidspremien minskat. I figur 4.3 i avsnitt 4.2 visas löptiden för statsskulden i termer av duration. Av denna framgår att durationen varit relativt konstant över utvärderingsperioden men ökade något mellan 2017 och 2020. Detta för att avkastningskurvan varit relativt flack i flera år vilket gjort att

kostnadsfördelarna med att låna på kort sikt inte varit lika starka, se avsnitt 2.2. Löptiden för hela statsskulden, mätt som duration, har ökat från 4,5 till 5,3 år mellan 2017 och 2021. Samtidigt har variationen i löptid mellan enstaka år varit låg. En längre duration innebär att ränteomsättningsrisken minskar eftersom en mindre andel av skulden omsätts varje år. Sammantaget har förlängningen av löptiden under utvärderingsperioden haft en gynnsam påverkan på ränteomsättningsrisken.

Refinansieringsrisken ökade under 2020

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i värsta fall inte refinansieras över huvud taget. Refinansieringsrisken anses därför vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är dock delvis en förenkling eftersom Riksgäldskontoret inte finansierar obligationsförfall genom att vid förfall ge ut en ny obligation. Refinansieringsrisken sprids i stället ut över tid genom långsiktig låneplanering och jämnt fördelade emissionsvolymerna i regelbundna auktioner. Gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller. Den refinansieringsrisk som beror på förfallande lån bör dock ändå beaktas. I figur 5.2 visas refinansieringsrisken, dvs. hur stor andel av statsskulden som förfaller inom tolv månader. En högre andel som ska refinansieras det närmaste året innebär högre refinansieringsrisk. Samtidigt bidrar även en högre andel förfall det närmaste året till flexibilitet att hantera en ökad osäkerhet i nettolånebehovet.

Figur 5.2 Refinansieringsrisk mätt som andelen lån som förfaller inom tolv månader



Refinansieringsrisken visar på en tydlig kalendervariation med uppgångar runt årsskiftena som en följd av omfattande penningmarknadsupplåning. Detta beror på att staten har stora betalningar i december. Refinansieringsrisken visade på en tydlig nedåtgående trend från 2017 fram till starten av pandemin då trenden bröts. Ökningen från 2020 är dels en följd av

strategin att hantera det ökade lånebehovet med ökad kortfristig upplåning, dels en följd av två större obligationsförfall i december 2020. Sedan 2020 har nivån varit relativt stabil.

En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året, på grund av den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till 10 år. Undantaget är vidareutlåningen till Riksbanken som är koncentrerad till de närmaste två åren. Under 2021 emitterade Riksgäldskontoret 10 miljarder kronor i en 50-årig obligation med förfall 2071.

Motpartsrisk

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

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

Under 2020 ställdes högre krav på flexibilitet inom likviditetsförvaltningen på grund av turbulensen på de finansiella marknaderna till följd av pandemin. Riksgäldskontorets styrelse beslutade då att höja de maximala exponeringslimiterna under den utökade limit som riksgäldsdirektören kan besluta om. Den utökade limiten nyttjades dock inte under året. Placeringsbehovet var under 2020 lägre än under 2019, men det förekom perioder med stora placeringsbehov. Under 2020 beslutade Riksgäldskontoret därför att under en period utöka det sammanlagda extrautrymmet för totala placeringar över natten (s.k. overnight-placeringar). Syftet var att möjliggöra en effektiv hantering av stora placeringsbehov inför kommande obligationsförfall under marknadsförutsättningar där stor efterfrågan på säkra penningmarknadstillgångar medförde svårigheter för Riksgäldskontoret att placera överskotten inom de beslutade motpartslimiterna. Inte heller denna utökade limit nyttjades dock, utan överskottet kunde placeras inom ordinarie limiter. Under 2021 förekom perioder med stora placeringsbehov men placeringarna gjordes med motparter med god kreditvärdighet och överskotten kunde hanteras inom ordinarie limiter.

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs enligt Riksgäldskontorets interna regelverk ett bilateralt avtal med motparten, ett s.k. ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). För att begränsa motpartsrisken har Riksgäldskontoret även en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Under 2020 tillämpades ett undantag från kravet i finans- och riskpolicyn om ömsesidiga tröskelvärden på noll i Riksgäldskontorets CSA-avtal. Riksgäldskontorets styrelse beslutade 2019 att medge ett sådant undantag för att möjliggöra en effektiv hantering

av de konsekvenser som Storbritanniens utträde ur EU fick för Riksgäldskontorets brittiska derivatmotparter och myndighetens handel med dessa⁹. Under 2021 skedde endast ett fåtal ändringar i de sammanvägda kreditbetygen för de motparter som Riksgäldskontoret använder. Samtliga ändringar var i form av höjda kreditbetyg.

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

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

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

Källa: Riksgäldskontorets finans- och riskpolicy

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

⁹ Undantaget innebär att reglerna för tröskelvärden, som omfattar avtal ingångna innan den 23 maj 2017, får gälla även i de avtal som ingås med ersättare av de brittiska derivatmotparterna, vilket innebär att kreditbetygsberoenden tröskelvärden kvarstår i dessa avtal.

I utvärderingsrapporten anför ESV att risken i statsskulden inte framgår lika tydligt som redovisningen av statsskuldens kostnad i Riksgäldskontorets underlag för utvärdering. Det saknas en samlad diskussion om hur risken har påverkats av skuldens sammansättning och löptid. Regeringen anser, i likhet med ESV, att det är viktigt att Riksgäldskontorets underlag så tydligt som möjligt redovisar risken i statsskulden. Som ESV framför är dock risken i skulden svårare att kvantifiera än kostnaden.

5.3 Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden

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

Skälen för regeringens bedömning: I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuld-förvaltningen med utgångspunkt i det lagfasta målet för statsskuldspolitiken. Främst görs avvägningen genom val av statsskuldens löptid. På senare år har kostnadsfördelen med att välja räntor med kortare löptider bedömts minska och räntenivåerna har dessutom varit mycket låga. Historiskt sett har en kortare löptid inneburit lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Andra viktiga parametrar som påverkar kostnaden för statsskulden är statsskuldens storlek och förväntad utveckling, liksom räntenivåerna vid den tidpunkt som skuldinstrumenten ges ut. Eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta påverkar även valutakursrörelser statsskuldens kostnad, och realskuldens kostnader påverkas av hur inflationen (mätt med konsumentprisindex) utvecklas.

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

Som framgår av avsnitt 4 har Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden i allt väsentligt följt regeringens riktlinjer under utvärderingsperioden. Regeringen konstaterar även att kostnaden för statsskulden, sett över hela utvärderingsperioden, varit historiskt låg (se avsnitt 5.1). Vidare har variationen i kostnads-måttet för statsskulden som helhet varit låg och ränteomsättningsrisken har minskat när durationen ökat under utvärderingsperioden. Refinansieringsrisakens nedåtgående trend bröts 2020 vid starten av pandemin, vilket delvis berodde på strategin att hantera det ökade lånebehovet med ökad kortfristig upplåning. Sedan 2020 har nivån varit relativt konstant (se avsnitt 5.2). Mot bakgrund härav bedömer regeringen sammantaget att såväl regeringens riktlinjer som Riksgälds-

kontorets tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldsvärvaltningen, att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk.

I utvärderingsrapporten gör ESV samma bedömning som regeringen gör. I rapporten framför ESV att det är svårt att utifrån de kostnader och risker som Riksgäldskontoret beskriver förstå hur kostnaden har påverkats av den valda risknivån. Den utvärdering och redovisning av kostnad och risk som Riksgäldskontoret tar fram för varje år bör därför utvecklas och kompletteras med alternativa beräkningar och känslighetsanalys, t.ex. partiella känslighetsanalyser. Enligt ESV skulle det underlätta förståelsen för kopplingen mellan kostnaden och risken i målet för statsskuldsvärvaltningen. Regeringen delar ESV:s bedömning om att Riksgäldskontorets analyser är en viktig del i både förståelsen av kostnaden och av underlaget för valet av rätt balans mellan kostnad och risk.

6 Penningpolitik och statsskuldspolitik

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

Skälen för regeringens bedömning: Riksbanken har i de yttranden som lämnats avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inte haft några invändningar mot något av förslagen för åren 2018–2021.

Riksgäldskontorets förslag om ett höjt mandat för valutapositioner i riktlinjeförslaget för 2017 möttes av kritik från Riksbanken. Regeringen beslutade att inte genomföra Riksgäldskontorets förslag eftersom ett utökat mandat bedömdes kunna komma riskera att hamna i konflikt med den förda penningpolitiken (se även skr. 2019/20:104 s. 58).

I Riksbankens yttrande över förslaget till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2019 framfördes inga synpunkter på förslagen. Riksbanken hade däremot synpunkter på Riksgäldskontorets åtgärd att använda kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut nya obligationer i utländsk valuta. Riksgäldskontoret vidtog åtgärden för att minska kassaöverskottet som byggdes upp under 2017 då statens inkomster blev mycket större än prognostiserat bl.a. till följd av ökade kapitalplaceringar på skattekontot. Riksgäldskontoret bedömde att ytterligare reduktion av de redan historiskt låga nivåerna skulle försämra statspappersmarknaden i en redan ansträngd situation samt leda till högre kostnad för statens upplåning och än sämre låneberedskap på längre sikt.

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

Regeringsuppdrag

Rapport
Utvärdering av statens
upplåning och skuldförvaltning
2017–2021

esv
EKONOMISTYRNINGSVERKET

Skr. 2021/22:104
Bilaga

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

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 skulduvecklingen.....	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 Valutaskuldens 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 marknadsvärd.....	22
5.2.1 Lägre helhetsbetyg 2021.....	23
5.2.2 50-årig obligation överraskade marknaden.....	23
5.2.3 Marknadsvärd 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 statsskuldförvaltningen	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 statsskuldförvaltningen.

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 statsskuldpolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna nämnda år, likaledes med utgångspunkt i det statsskuldpolitiska 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 statsskuldshövelningen 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 statsskuldshövelningen utvärderas i de resterande kapitlen. ESV:s samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

3 Statsskuldens utveckling

3.1 Sveriges statsskuld är låg

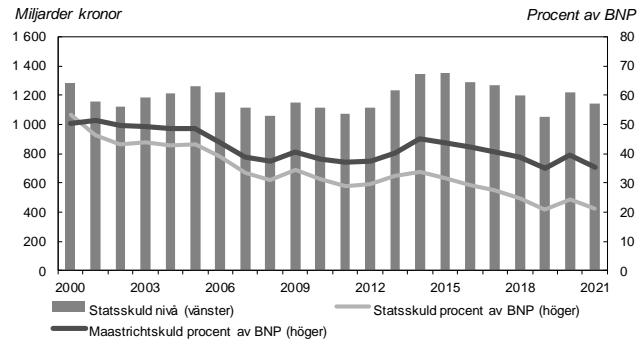
I ett internationellt perspektiv har Sverige starka offentliga finanser och en mycket låg statsskuld. Mätt som andel av BNP har statsskulden minskat trendmässigt sedan millennieskiftet. Mellan 2017 och 2021 har den konsoliderade skulden minskat med 120 miljarder kronor och som andel av BNP från 27 till 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 rädde stor osäkerhet och skuldutvecklingen var mycket svårprognostiserad. De flesta bedömare hade pessimistiska prognoser våren 2020 och räknade med en kraftig skulddökning 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 scenarierna 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 kostnadsmässiga 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 statsskuldens förvaltning 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 skudslag 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 skudslagen 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 innebär att löptiden ändrades jämfört med 2018 då realskulden vid tillfället hade ett högre intervall än den nominella skulden. Löptiden breddades och den övre gränsen för intervallet ändrades mer än den nedre gränsen. Med 2020 års riktlinjer infördes en gemensam löptid för alla skuldslag. I praktiken innebär det att den separata löptiden för valutaskulden upphörde. 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 statsskuden 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 skuden 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 skuld, valutfördelningen i valutasulden samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis. Strategierna syftar till att skapa en effektiv statsskuldskötsel 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 statsskuldskötseln. 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 relativ 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 skuldslagets 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

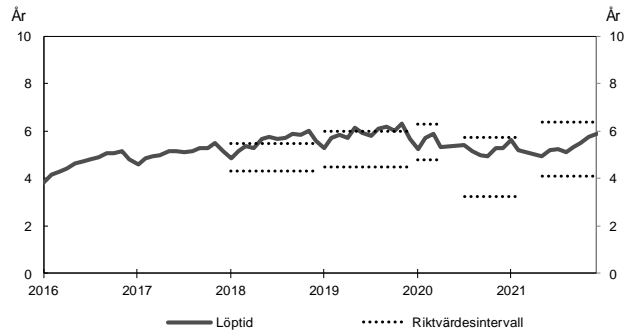
Den nominella kronskulden påverkas av variationer i lånebehovet i betydligt större utsträckning än övriga skuldslag. Det beror på att huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs. statsskuldsväxlar och stora delar av likviditetsförvaltningen, ingår i detta skuldslag. De senaste årens kraftiga svängningar 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.

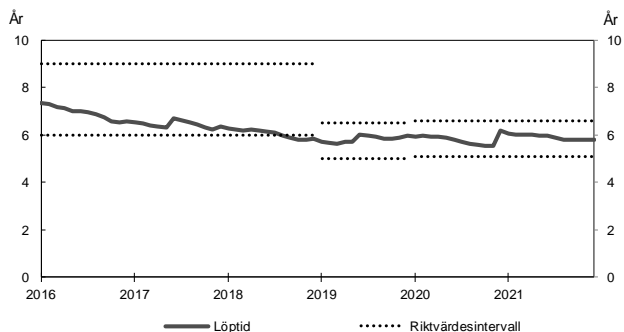
ESV kan konstatera att introduktionen av den ultralånga obligationen inte var helt lyckad, särskilt beaktat att lånebehovet vid tidpunkten krympte snabbt samtidigt som löptiden var stigande. Dessutom är likviditeten på marknaden för nominella obligationer ansträngd och det hade därför troligen varit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

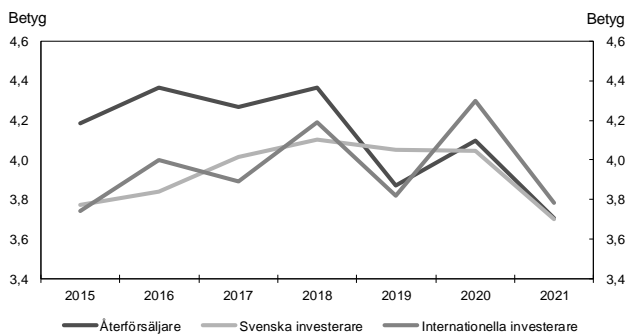
Riksgälden ska genom skuld- och marknadsvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl. Syftet är att minimera kostnaderna för statsskuden. Enligt riktlinjerna ska Riksgälden också besluta om principer som är vägledande i detta arbete. Principerna fastställs årligen i Riksgäldens finans- och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

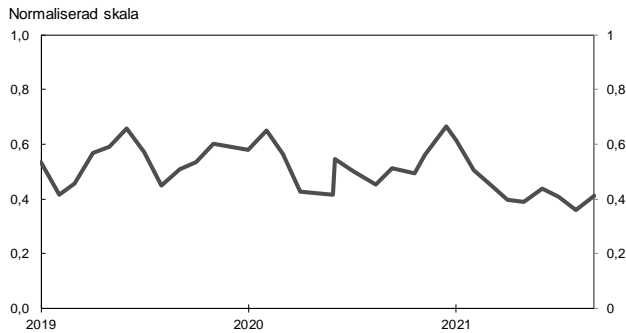
¹⁴ En mer volatilt statsobligationsmarknad kan omvänt också leda till att investerare med större riskapitet söker sig till marknaden.

LIKVIDITETEN PÅ STATSOBLIGATIONSMARKNADEN

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 statsskuldkrisen 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 svarscommentarerna 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.

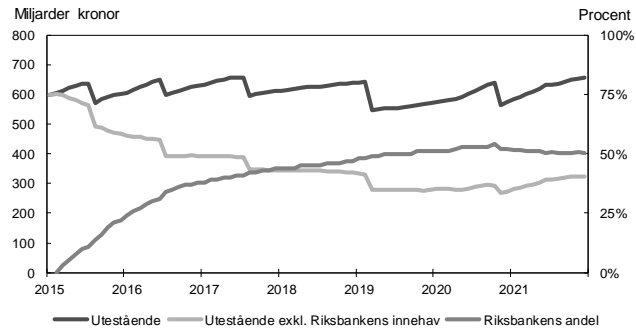
Förklaringen till att volymen har minskat de senaste åren är kombinationen av att Riksbanken köpt statsobligationer samtidigt som Riksgälden dragit ned emissionsvolymen (med undantag för ökningen under 2020). Riksbankens tillgångsköp kan ha bidragit till att förbättra marknadslikviditeten vissa perioder,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

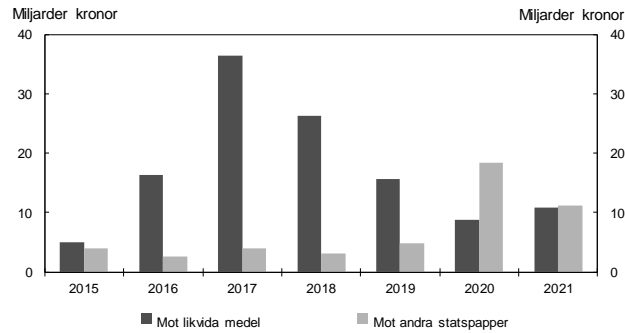
Villkoren för reposwapparna ändrades under 2021. Till hösten beslutade Riksgälden att återgå till en prissättning på Riksbankens reporänta minus 30 räntepunkter, från reporäntan minus 20 punkter. Denna ändring bidrog sannolikt till att minska nyttjandet av faciliteten senare under året.

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 stadig 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 miniminivån 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 marknadsparter, 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 statsskuldskörelsen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskuden med beaktande av risk. I regeringens riktlinjer för statsskuldskörelsen bestäms avvägningen mellan kostnad och risk, medan i Riksgäldens interna riktlinjer bestäms riktvärden för den praktiska implementeringen i statsskuldskörelsen. Vidare ska statsskuldens körelse 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 körelsen ska bland annat avse upplåningen i och körelsen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldsvårdsåtgärder 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

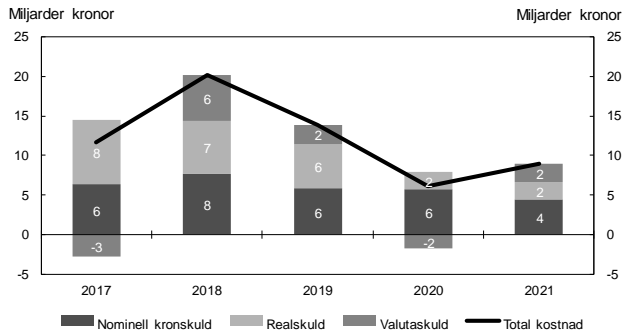
I Riksgäldens utvärderingar redovisas resultaten dels som kostnad i miljarder kronor, dels som genomsnittlig effektiv ränta för respektive skuldslag. Den senare utgörs av en kvot mellan kostnaden i miljarder kronor och den utestående skulden per skuldslag.²⁵ Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen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

Den totala kostnaden för statsskuden 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 körelse 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 ökända. 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 genomsnittliga 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 realiserade 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 utökad 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 realiserade kostnader 2021. Enligt ESV är det önskvärt att frågan om positionstagande i riktlinjerna framöver avhandlas tillsammans med frågan om valutasuldens andel.

Ränteswappar

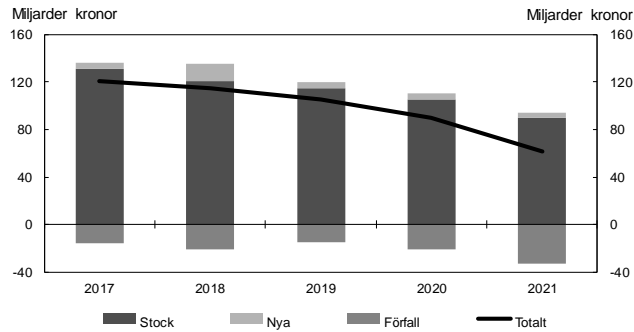
Löptiderna för den nominella kronskulden har förlängts sedan 2015. Historiskt sett har det varit billigare att låna på korta löptider eftersom de korta räntorna har varit lägre än de långa. En nackdel med att låna kort är att skulden sätts om till nya räntor oftare. Det innebär att både ränteuppgångar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

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

komensationen 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 dragit ned på användningen av ränteswappar som förkortar löptiden. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren varit runt 5 miljarder kronor per år.

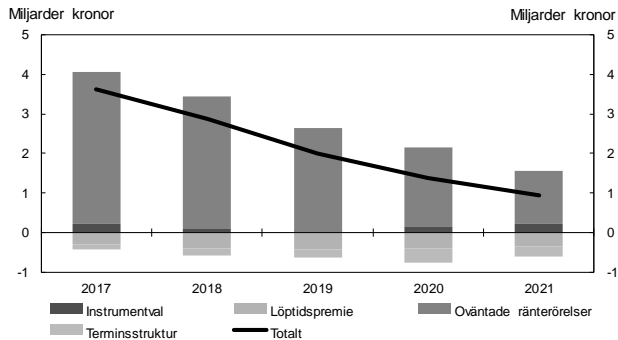
Diagram 9 Nominellt belopp av utestående ränteswappar vid slutet av året



Källa: Riksgälden

Sammantaget 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 Kalkymässigt 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 kostnadsbidragen 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 riktmarkesportföljer inte bedömdes kunna underlätta utvärderingen av statsskuldskörelsen. En fokusering på en riktmarkesportfölj skulle enligt Riksgälden motverka flexibiliteten inom skuldskörelsen. Dessutom skulle en riktmarkesportföljs 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 skuldskörelsen 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 riktmarkesportfölj har tidigare föreslagits av ESV, men som tidigare nämnts bedöms 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

Skuldskörelsen 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. Realiserade förändringar i marknadsvärden ses därför inte som en kostnad.³²

Vid återköp av statsobligationer realiserar marknadsvärdeförändringar 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 skörelse 2020.

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

UTVÄRDERING AV KOSTNAD OCH RISK

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.
Marknadslikviditetsrisk	Det går inte att realisera eller täcka sin position till gällande marknadspris, eftersom marknaden inte är tillräckligt djup eller inte fungerar på grund av någon störning.

Källa: Riksgäldskontoret (2021) Finans- och riskpolicy

Anm.: Tabellen beskriver endast delarna i den finansiella risken. I finans- och riskpolicyn 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 standardavvikelserna. Även den reala ronskulden uppvisar högre variation än den totala skulden.

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

Procentenheter	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 statsskuldsvärdningen 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 emissionsvolymmer 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 löptidspremier är kostnaden som uppstår av att sänka risken med längre löptider. Riksgälden redovisar

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

UTVÄRDERING AV KOSTNAD OCH RISK

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 statsskulden. 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

REFERENSER

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 Statsskultsutredningen.

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.

BILAGA 1 - UPPDRAGSBESKRIVNING

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.

Finansdepartementet

Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 21 april 2022

Närvarande: statsminister Andersson, ordförande, och statsråden Johansson, Hultqvist, Shekarabi, Ygeman, Linde, Ekström, Strandhäll, Eneroth, Dahlgren, Hallberg, Nordmark, Sätherberg, Gustafsdotter, Axelsson Kihlblom, Farmanbar, Danielsson, Karkiainen

Föredragande: statsrådet Karkiainen

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021