

STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Underlag för utvärdering 2019



Riksgäldens uppdrag

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att förvalta statsskulden. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Förvaltningen av statsskulden styrs övergripande genom budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden. Här framgår exempelvis vad staten får låna till och vad målet för skuldförvaltningen är. Regeringen fastställer dessutom riktlinjer för förvaltningen, som bland annat styr hur statsskulden ska vara sammansatt och hur lång löptid den ska ha.

Regeringen beslutar om riktlinjerna varje år senast den 15 november. Beslutet fattas efter att Riksgälden lämnat ett förslag på riktlinjer som Riksbanken fått yttra sig över.

Riksgäldens operativa roll innefattar sedan att inom de givna ramarna låna de pengar som behövs för att finansiera underskott i statsbudgeten och ersätta lån som förfaller.

När året gått lämnar Riksgälden i februari underlag för utvärdering av skuldförvaltningen till regeringen. Regeringen ska i sin tur lämna en utvärdering till riksdagen vartannat år i april. Ekonomistyrningsverket (ESV) kommer i år att bistå regeringen i en sådan utvärdering.

Både riktlinjeförslaget och underlaget för utvärdering publiceras på riksgalden.se.



Innehåll

Året i korthet	3
Så förvaltas statsskulden	4
Statsskultsförvaltning i praktiken	4
Regeringens riktlinjer ger ramarna för förvaltningen	4
Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid	7
Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis	9
Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer	10
Förutsättningar under året	11
Fjärde året i rad med budgetöverskott	11
Återbetalning av Riksbankslån förklarar prognosavvikelser	13
Statsskulden som andel av BNP den lägsta på över 40 år	15
Allt sämre likviditet på statspappersmarknaden	17
Rekordlåga marknadsräntor och fortsatt svag krona	19
Den operativa förvaltningen	20
Utbudet av statspapper minskade från redan låg nivå	20
God efterfrågan och låg ränta i emissionerna	23
Riksgäldens repofacilitet fortsatt viktig för återförsäljarna	24
Överskotten i likviditetsförvaltningen minskade	24
Fortsatt litet behov av nya ränteswappar	26
Riksgälden utökade positionen för en starkare krona	27
Marknadsaktörernas syn på Riksgälden	28
Lägre helhetsbedömning men fortsatt fokus på rätt saker	28
Riksgäldens repor av störst betydelse för återförsäljarna	29
Kommunikation om upplåningen den främsta styrkan	29
Redovisning av kostnad och risk	31
Lägre valutaexponering i statsskulden	31
Lägre kostnad för statsskulden	36
Ingen kostnadsbesparing med realskuld 2019	37
Ingen besparing från privatmarknadsupplåningen	38
Positionstagningen gav positivt resultat 2019	39
Ränteswappar har bidragit till lägre kostnad	40
Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil	42
Motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner	43

Året i korthet

Statsskuldförvaltningen under 2019 präglades av en fortsatt minskande statsskuld, ännu lägre räntor, ansträngd likviditet på statspappersmarknaden och ökat fokus på hållbarhet.

- Statsbudgeten visade överskott för fjärde året i rad och statsskulden mätt som andel av BNP sjönk till den lägsta nivån sedan mitten på 1970-talet. En avmattning i ekonomin dämpade visserligen skatteinkomsterna, men budgetsaldot stärktes av att Riksbanken återbetalade lån till Riksgälden.
- Med fortsatt budgetöverskott minskade statens lånebehov och Riksgäldens utbud av statspapper låg kvar på en historiskt låg nivå. Upplåningen i nominella statsobligationer prioriterades alltifjäm.
- Riksgäldens låga utbud i kombination med Riksbankens fortsatta köp av statsobligationer bidrog till att marknadslikviditeten var ansträngd. I Riksgäldens årliga enkätundersökning gav återförsäljarna likviditeten underkänt, medan investerarna hade en något mer positiv bedömning.
- Regeringen gav Riksgälden i uppdrag att emittera en grön obligation senast 2020. Obligationen ska kopplas till miljö- och klimatutgifter i statens budget. Under året arbetade Riksgälden tillsammans med Regeringskansliet med att ta fram ett ramverk för den gröna obligationen.
- Riksgälden utnyttjade fortsatt möjligheten att ta positioner i kronan för att sänka kostnaden för statsskulden. Den position som började byggas upp 2018 utökades under 2019 från 3,9 miljarder till 6,5 miljarder kronor. Positionen visade ett positivt realiserat resultat vid slutet av året.
- Marknadsaktörernas förtroende för Riksgäldens strategier och agerande sjönk i 2019 års mätning från toppnoteringen 2018. Nedgången var störst bland återförsäljarna och utländska investerare, medan betyget från svenska investerare var i stort oförändrat.
- Statsskuldens löptid och sammansättning var i enlighet med regeringens riktlinjer under året. Valutaexponeringen i skulden minskades fortsatt enligt riktlinjerna för 2019.
- Kostnaden för statsskulden var 14 miljarder kronor eller motsvarande 0,3 procent av BNP. Det är en minskning från 2018 och lägre än genomsnittet de senaste fem åren. Över tid har kostnaden sjunkit i takt med att statsskulden minskat och räntorna gått ned.

Så förvaltas statsskulden

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att förvalta statsskulden. I uppdraget ingår att hantera statens upplåning och kassa på ett sådant sätt att staten alltid kan fullgöra sina betalningar. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden och samtidigt beakta risken.

Statsskuld förvaltning i praktiken

Riksgäldskontoret (Riksgälden) lånar pengar för statens räkning genom att ge ut räntebärande värdepapper, främst obligationer, på den svenska och internationella kapitalmarknaden. De investerare som köper obligationerna – exempelvis försäkringsbolag, banker och fonder – lånar på så vis ut pengar till staten. Ju mer investerarna är villiga att betala för obligationerna, desto lägre blir kostnaden för statens lån.

Vad staten ska låna till framgår av budgetlagen. Det handlar dels om att finansiera underskott i statsbudgeten som uppstår när utgifterna är större än inkomsterna, dels om att betala tillbaka tidigare tagna lån som löper ut. Vid hot mot den finansiella marknadens funktion får Riksgälden dessutom ge ut extra statspapper för att tillgodose behovet av säkra tillgångar. Ett ytterligare ändamål för upplåningen är att sörja för Riksbankens behov av valutareserv.

De lån som tagits upp genom åren utgör tillsammans Sveriges statsskuld. När staten betalar ut mer pengar än den får in i skatter och avgifter under ett år blir det ett underskott i statsbudgeten som finansieras med nya lån, vilket innebär att statsskulden ökar. Och vice versa: om budgeten visar överskott låter Riksgälden bli att refinansiera lån som förfaller och statsskulden minskar.

Riksgälden hanterar också dagligen under- och överskott i statens kassa i likviditetsförvaltningen. De dagar då staten har stora utbetalningar, till exempel då ett obligationslån förfaller eller transfereringar och statliga löner betalas ut, finansierar Riksgälden det underskott som uppstår genom att låna kortfristigt. Andra dagar kommer det i stället in mycket pengar i statskassan och då behöver överskottet placeras. Genom att myndigheternas in- och utbetalningar läggs samman och hanteras centralt får staten en säker och kostnadseffektiv likviditetsförvaltning.

Målet för förvaltningen av statsskulden är enligt budgetlagen att långsiktigt minimera kostnaden samtidigt som risken beaktas. Hänsyn ska också tas till de krav penningpolitiken ställer. Långsiktigheten innebär att Riksgälden strävar efter att uppnå så låg kostnad som möjligt för skulden som helhet över tid, snarare än i enskilda emissioner eller instrument.

Förvaltningen styrs mot målet på olika nivåer – övergripande genom riktlinjer som beslutas av regeringen och operativt genom interna riktlinjer, förvaltningsstrategier, policy och praxis.

Regeringens riktlinjer ger ramarna för förvaltningen

På övergripande nivå görs avvägningen mellan kostnad och risk i regeringens årliga riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Regeringen fattar beslut om riktlinjerna baserat på ett förslag som Riksgälden tar fram och som Riksbanken får yttra sig om. Avvägningen mellan kostnad och risk görs främst genom valet av hur statsskulden ska vara sammansatt och vilken löptid den ska ha.

Den risk som avses är i första hand hur mycket kostnaden för skulden förväntas variera, men i förvaltningen ska även andra risker såsom finansieringsrisk och motpartsrisk beaktas.

Riktlinjer för sammansättning och löptid 2019

Statsskuldens sammansättning

Hur statsskulden är sammansatt påverkar både kostnaden och risken. Syftet med att ha exponering mot flera skuldslag är att sprida risker. Riskspridningen följer av att kostnaden för de olika skuldslagen vanligtvis inte varierar på samma sätt över tiden.

Riktlinjerna för statsskuldens sammansättning 2019:

- Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.
- Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska med högst 30 miljarder kronor per år.
- Resterande del ska bestå av nominell kronskuld.

Riktlinjerna för sammansättningen var oförändrade från föregående år.

Statsskuldens löptid

Löptiden påverkar också både kostnaden och risken. Historiskt har korta (rörliga) räntor varit lägre än långa (fasta) räntor, vilket innebär att det har varit billigare att ha en förhållandevis kort löptid. Samtidigt blir räntan mindre förutsägbar eftersom den ändras ofta. Kostnaden för statsskulden varierar därför i normalfallet mer när löptiden är kort.

Löptiden bestäms genom att väga nyttan av att minimera kostnaden (ha kort löptid) mot nyttan av att ha låg kostnadsvariation (ha lång löptid). De senaste tio åren har löptiden för statsskulden legat på 4,5-6 år mätt som duration.

Sedan en tid tillbaka förefaller kostnadsfördelen med kort löptid ha minskat eftersom löptidspremierna har varit låga. Det betyder att investerare inte krävt ett lika högt räntepåslag som tidigare för att placera till fast ränta jämfört med rörlig ränta. Mot denna bakgrund förlängdes statsskuldens löptid under 2016–2018. I riktlinjerna för 2019 beslutades ingen ytterligare förlängning. Däremot slogs löptidsmålet för den reala och nominella kronskulden ihop.

Löptiden, mätt som duration, skulle enligt riktlinjerna för 2019 vara:

- Kronskuld: 4–6,5 år
- Valutaskuld: 0–1 år

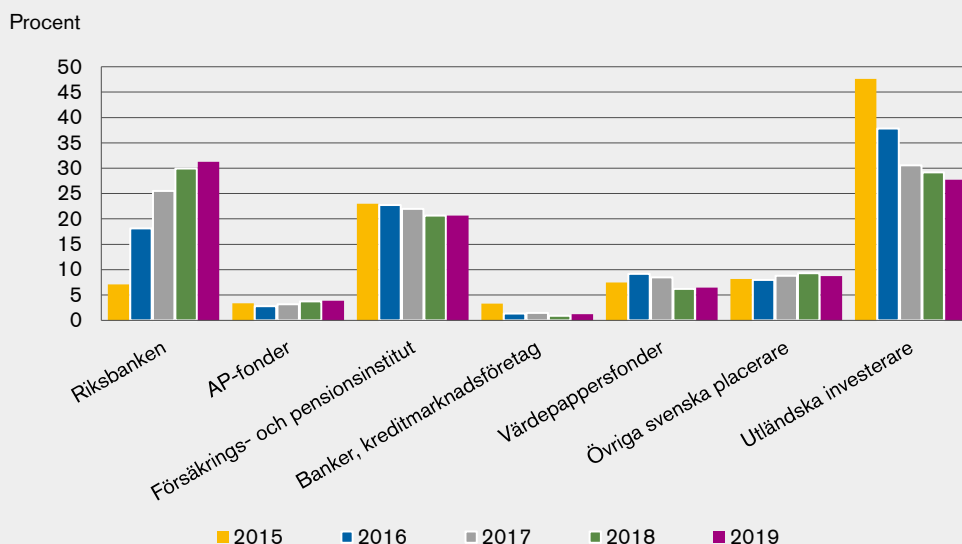
Riktlinjerna sätter ramarna för förvaltningen och begränsar statsskuldens exponering mot olika risker. Exponeringen är delvis ett resultat av de lån Riksgälden tar upp, men kan också justeras genom användning av derivat såsom ränteswappar. Det innebär att exponeringen kan styras utan att upplåningen behöver påverkas. Med hjälp av ränteswappar kan Riksgälden exempelvis omvandla exponeringen från långa fasta räntor till korta rörliga räntor utan att förändra upplåningen. Denna flexibilitet är viktig för att kunna låna så billigt som möjligt över tid utan att risken blir för hög.

Av regeringens riktlinjer framgår också att Riksgälden ska upprätthålla en god låneberedskap och bidra till en väl fungerande statspappersmarknad. I riktlinjerna regleras även möjligheten att ta positioner i syfte att sänka kostnaderna för statsskuden. Riksgälden ska dessutom besluta om interna riktlinjer bland annat i form av en årlig finans- och riskpolicy.

Vem äger den svenska statsskuden?

Historiskt har försäkringsbolag, pensionsinstitut och utländska investerare varit stora ägare av de räntebärande värdepapper som getts ut av svenska staten, se diagram 1. Sedan 2015 har Riksbanken köpt statsobligationer i penningpolitiskt syfte och därmed blivit den största ägaren. Under 2019 höll Riksbanken i genomsnitt 31 procent av den utestående skuden. I takt med att Riksbanken har köpt obligationer har utländska investerare minskat sitt ägande.

Diagram 1. Ägare av värdepapper utgivna av svenska staten



Källa: SCB, Finansräkenskaperna

Anmärkning: Innehav till marknadsvärde. För 2019 är siffrorna ett genomsnitt på de tre första kvartalen.

Även bankerna har över tid minskat sina innehav av statspapper, vilket sannolikt hänger samman med ökade kostnader för att ta risk i den egna balansräkningen. Försäkringsbolagens och pensionsinstitutens innehav har varit förhållandevis stabila även på senare år och uppgår till drygt 20 procent av den utestående stocken.

Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid

Riksgälden kan framför allt påverka kostnaden för statsskulden genom att föreslå en välavvägd skuldportfölj i riktlinjeförslaget och genom att verka för att marknaden för svenska statspapper är attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Ytterligare en aspekt är att låneberedskapen stärks om många investerare är villiga att placera i svenska statspapper.

Svenska statspapper efterfrågas på grund av att de har låg kreditrisk och är förhållandevis lätta att omsätta på marknaden. Den låga kreditrisken följer av att Sverige är ett stabilt land med starka statsfinanser, ett etablerat finanspolitiskt ramverk, en egen valuta och en egen centralbank. Attraktionskraften beror också i hög grad på den likviditet som statspappersmarknaden normalt kan erbjuda. Här avses möjligheten att kunna sälja eller köpa stora volymer utan att priset påverkas nämnvärt.

Riksgälden använder flera förvaltningsstrategier för att göra marknaden för statspapper i kronor attraktiv. De huvudsakliga strategierna är att:

- agera transparent och förutsägbart i upplåningen
- understödja likviditeten och infrastrukturen på marknaden.

På marginalen kan Riksgälden även sänka kostnaden för statsskulden genom att ta positioner i utländska räntor och valutor. Det innebär att Riksgälden inom givna mandat kan justera löptiden i valutaskulden eller fördelningen mellan olika valutor utifrån bedömningar om framtida ränte- och valutakursrörelser.

Låna på ett transparent och förutsägbart sätt

Riksgälden planerar upplåningen utifrån en policy (se faktaruta på nästa sida) och kommunicerar låneplanen regelbundet. På så vis kan återförsäljare och investerare skapa sig en bild av emissionsvolymer i olika statspapper och förstå hur Riksgälden kommer att agera om det ekonomiska läget förändras. Detta tillvägagångssätt gör att osäkerheten kring svenska statspapper minskar och att investerare därmed kräver en lägre riskpremie för att låna ut pengar till svenska staten, allt annat lika.

Rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" är viktig för att Riksgälden ska kunna kommunicera sina planer till alla marknadsaktörer samtidigt. Rapporten publiceras tre gånger om året och beskriver hur mycket och på vilket sätt Riksgälden avser att låna de kommande två åren. Här lyfts också vilka avvägningar som gjorts utifrån riktlinjer, upplåningspolicy och rådande förutsättningar. I början av varje månad publiceras sedan utfallet av budgetsaldot och eventuella avvikelser från prognosen förklaras.

I samband med utfallet av budgetsaldot publiceras även rapporten Sveriges statsskuld. Där kan man följa statsskuldens storlek och sammansättning månad för månad. Riksgäldens årliga förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning är ytterligare en publikation som ger en bild av hur statens upplåning och styrningen av risken i statsskulden kommer att utvecklas framöver.

Upplåningspolicy ligger till grund för låneplaneringen

Riksgälden följer en upplåningspolicy för bland annat vilka typer av skuldinstrument som används och hur prioriteringar görs mellan instrumenten och mellan olika löptider.

Nominella statsobligationer är den viktigaste finansieringskällan

Statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste finansieringskälla. Dessa prioriteras därför framför andra instrument i upplåningen. Riksgälden erbjuder regelbundna emissioner via auktioner enligt en fastställd låneplan. Genom att sälja mindre volymer vid många tillfällen minskar risken för att man behöver låna stora volymer vid ofördelaktiga marknads lägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till statsobligationer via primärmarknaden.

Strategin för att minimera upplåningskostnaderna på lång sikt är att agera förutsägbart och bygga upp tillräckligt stor volym i varje obligation som ges ut för att säkerställa god likviditet. Det innebär att Riksgälden endast i begränsad utsträckning anpassar upplåningen i statsobligationer efter kortsiktiga förhållanden på marknaden.

Riksgälden strävar också efter att hålla förfalloprofilen i obligationsstocken relativt jämn. När förfalloprofilen är jämn blir refinansieringsrisken lägre eftersom endast en liten del av statskulden förfaller varje år.

Realobligationer utgör ett komplement till statsobligationer

Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som exempelvis vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna. Andelen realskuld bör vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel i realobligationer, men inte så stor att den tränger undan upplåning i nominella statsobligationer och försämrar likviditeteten på den marknaden.

Även när det gäller realobligationerna emitterar Riksgälden regelbundet i auktioner och strävar efter en jämn förfalloprofil. För att underlätta återinvesteringar vid förfall siktar Riksgälden på att begränsa utestående volym i obligationer som förfaller till 20 miljarder kronor.

Obligationer i utländsk valuta bidrar till god låneberedskap

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgälden låna stora belopp på kort tid. Det finns därför skäl att ge ut obligationer i utländsk valuta även när lånebehovet är litet för att på så vis upprätthålla beredskapen att låna större belopp om det skulle behövas.

Eftersom Riksgälden är en liten aktör på den internationella kapitalmarknaden, till skillnad från på kronmarknaden, är möjligheterna större att agera flexibelt och anpassa upplåningen efter rådande marknadsförhållanden.

Statsskuldväxlar används för att parera svängningar i lånebehovet

Med statsskuldväxlar kan Riksgälden låna på korta löptider i kronmarknaden. Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner och kan också säljas inom likviditetsförvaltningen. I den planerade upplåningen används växlarna framför allt för att parera svängningar i lånebehovet, i syfte att hålla upplåningen i statsobligationer stabil.

Stödja likviditet och infrastruktur på marknaden

Riksgälden eftersträvar många och effektiva försäljningskanaler. Ett system av återförsäljare borgar för en väl fungerande infrastruktur och främjar likviditeten på den svenska statspappersmarknaden. Återförsäljarna lägger bud i de regelbundna auktionerna och ställer priser på andrahandsmarknaden.

När det gäller likviditeten på andrahandsmarknaden för statspapper i kronor kan Riksgälden bidra med indirekt stöd genom marknadsvårdande faciliteter. En sådan är den obegränsade möjligheten för återförsäljarna att få tillgång till obligationer genom Riksgälden i så kallade repor. Vetskapen om denna möjlighet underlättar för återförsäljarna att ställa priser, vilket främjar marknadslikviditeten.

Riksgälden erbjuder även byten mellan olika statspapper. När en ny obligation introduceras erbjuds byten för att det nya lånet snabbt ska nå upp i en viss utestående volym. Återförsäljarna kan dessutom löpande byta en realobligation mot en annan.¹

När Riksgälden säljer obligationer i utländsk valuta görs det genom så kallad syndikering. Det innebär att Riksgälden anlitar en grupp av banker som genomför försäljningen. Obligationerna marknadsförs offentligt och investerare erbjuds att teckna sig för att köpa dem. En av fördelarna med syndikering, jämfört med auktioner, är att Riksgälden kan emittera stora volymer vid ett tillfälle. Syndikering ger även större flexibilitet i valet av tidpunkt och därmed möjlighet att anpassa volym och pris efter efterfrågan och rådande marknadsförhållanden.

Ta positioner i utländska valutor och räntor

Riksgälden har möjlighet att ta positioner för att sänka den förväntade kostnaden för skulden eller för att minska finansiella risker. Positionerna innebär att Riksgälden justerar löptiden i valutaskulden eller ändrar fördelningen mellan olika valutor baserat på bedömningar om framtida ränte- och valutakursrörelser. Positionerna tas med derivatinstrument på likvida marknader.

Riksgälden har mandat att ta mindre positioner i den löpande verksamheten, medan beslut om större positioner fattas av styrelsen. Styrelsen ska även fatta beslut om positioner i kronan. Riskmandatet för positionstagningen styrs dels i regeringens riktlinjer, dels i Riksgäldens interna riktlinjer.

Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis

Statens kassa hanteras dagligen inom likviditetsförvaltningen. Nettot av in- och utbetalningar i kronor samlas varje dag på statens centralkonto hos Riksbanken. Riksgälden ansvarar för att låna upp medel vid underskott och placera medel vid överskott så att saldot på centralkontot är noll vid dagens slut. Även utländsk valuta hanteras i likviditetsförvaltningen. Genom att centralisera myndigheternas in- och utbetalningar samt valutaväxlingar kan staten utnyttja möjligheten att kvitta motstående flöden och hålla nere transaktionskostnaderna. Centraliseringen skapar därmed förutsättningar för en säker och kostnadseffektiv likviditetsförvaltning.

Det övergripande målet är att säkerställa att staten kan fullgöra sina betalningar i tid, vilket kräver god planering baserad på tillförlitliga prognoser på låne- och placeringsbehovet. God planering gör det också möjligt att låna eller placera till fördelaktiga villkor. Samtidigt krävs en stor flexibilitet i likviditetsförvaltningen för att kunna hantera oväntade betalningsflöden på ett ändamålsenligt sätt.

¹ Bytesräntorna i den stående bytesfaciliteten för realobligationer baseras på rådande marknadsräntor och efterfrågan samt en viss premie. Återförsäljare får göra byten för motsvarande högst 500 miljoner kronor per kalendervecka. Bytena får göras kursriskneutralt, nominellt och likvidneutralt. Faciliteten upphör när obligationen blir kortare än ett år. De dagar Riksgälden och Riksbanken genomför auktioner i realobligationer är faciliteten stängd.

Det är således varken lämpligt eller möjligt att i detalj reglera varje tänkbar situation som kan uppstå i likviditetsförvaltningen.

Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning innehåller inga närmare regler för likviditetsförvaltningen. De principer som ska vara vägledande fastställs däremot i Riksgäldens finans- och riskpolicy. Där framgår bland annat vilka instrument som får användas och hur kredit- och motpartsrisiker ska begränsas. I övrigt utförs den operativa verksamheten enligt en intern instruktion som vägleder i de val av motpart, instrument och löptid som görs vid varje enskild transaktion.

Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer

Att utvärdera om det övergripande målet om att minimera kostnaden med beaktande av risk har uppnåtts är komplicerat, eftersom kostnaden beror på de rådande marknadsräntorna samtidigt som Riksgäldens utbud av statspapper påverkar dessa räntor. För att veta om Riksgälden minimerat kostnaden behövs kunskap om vilka kostnader som alternativa upplåningsstrategier skulle ha resulterat i. Det är således svårt att sätta kvantitativa mål för statens lånekostnad.

Utvärderingen görs därför framför allt i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Men när det är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.

I denna rapport redogörs först för upplåningen och likviditetsförvaltningen under året. De avvägningar som gjorts och de beslut som fattats följs upp och motiveras. Riksgäldens agerande och de förvaltningsstrategier som används utvärderas dessutom i en årlig enkätundersökning med återförsäljare och investerare. Resultatet av undersökningen presenteras i det näst sista kapitlet.

I det avslutande kapitlet följs förvaltningen upp mot dels de uppsatta riktvärdena för sammansättning och löptid, dels de interna riktlinjerna i finans- och riskpolicy. Där redovisas även kostnaden för statsskulden som helhet och resultatet för de delar av förvaltningen som har kvantitativa mål.

Som grund för utvärderingen beskrivs först förutsättningarna för förvaltningen under året i nästa kapitel. Det handlar framför allt om utvecklingen av budgetsaldot, statsskuldens storlek och förhållandena på de finansiella marknaderna.

Förutsättningar under året

Statsbudgeten visade överskott för fjärde året i rad och statsskulden som andel av BNP sjönk till den lägsta nivån sedan mitten på 1970-talet. En avmattning i ekonomin ledde visserligen till att skatteinkomsterna växte i långsammare takt, men budgetsaldot stärktes av att Riksbanken betalade tillbaka lån till Riksgälden. Ett överskott i budgeten innebär ett minskat lånebehov för staten. Utbudet av statsobligationer i Riksgäldens auktioner var därmed litet även under 2019, vilket bidrog till att likviditeten på statspappersmarknaden var fortsatt ansträngd. Långa marknadsräntor sjönk och kronan försvagades ytterligare. I detta kapitel beskrivs förutsättningarna för den operativa förvaltningen under året.

Fjärde året i rad med budgetöverskott

De svenska statsfinanserna fortsatte att utvecklas starkt under 2019 även om tillväxten i ekonomin mattades av. Statens budget visade ett överskott på 112 miljarder kronor, jämfört med 80 miljarder kronor 2018, se tabell 1. Ökningen mellan åren beror på att Riksbanken betalade tillbaka en del av de lån som Riksgälden tagit upp i syfte att stärka Riksbankens valutareserv. Därmed minskade Riksgäldens nettoutlåning och budgetsaldot ökade i motsvarande grad.

Tabell 1. Statens budgetsaldo, miljarder kronor

	2015	2016	2017	2018	2019
Primärsaldo ¹	0	101	69	98	65
Riksgäldens nettoutlåning ²	11	14	-3	4	-69
Räntebetalningar	22	1	10	13	22
Budgetsaldo³	-33	85	62	80	112

¹ Primärsaldot är statens inkomster minus utgifter exklusive Riksgäldens nettoutlåning och räntebetalningar.

² Riksgäldens nettoutlåning utgörs i huvudsak av myndigheters lån och placeringar hos statens internbank. Nettoutlåningen påverkar budgetsaldot (nettolånebehovet) och statsskulden, men omfattas inte av det statliga utgiftstaket.

³ Budgetsaldot med omvänt tecken är statens nettolånebehov.

Den starka utvecklingen av primärsaldot de senaste åren beror delvis på den goda tillväxten i svensk ekonomi, men även på att företag och privatpersoner placerat pengar på skattekontot, se faktaruta på nästa sida. Under 2019 mattades konjunkturen av och placeringarna på skattekontot minskade något enligt Riksgäldens bedömning. Detta bidrog tillsammans med sänkta löneskatter till att statens skatteinkomster växte långsammare 2019 än 2018 och att primärsaldot minskade mellan åren.

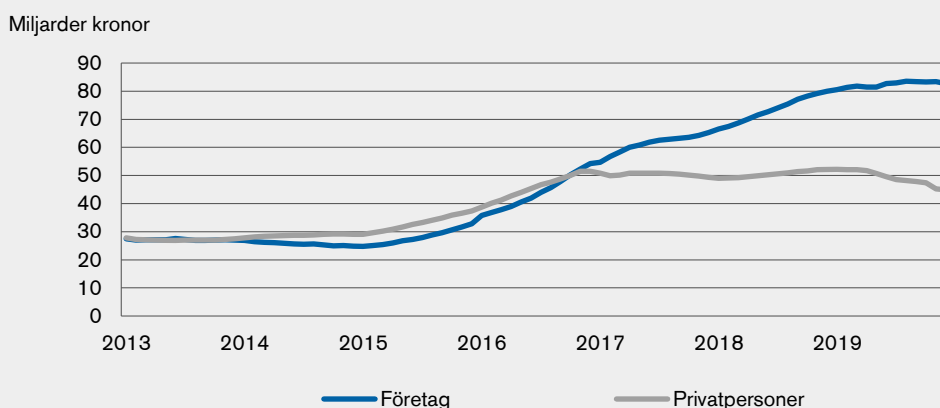
Även statens utgifter exklusive nettoutlåning och räntebetalningar ökade långsammare än föregående år, framför allt på grund av lägre utgifter för migration och arbetsmarknad. Att arbetsmarknadsutgifterna minskade förklaras bland annat av den påbörjade reformeringen av Arbetsförmedlingen.

Placeringar på skattekontot innebär merkostnad

De senaste årens låga marknadsräntor har gjort det attraktivt för både privatpersoner och juridiska personer att placera pengar på skattekontot. I början av 2017 sänktes visserligen räntan på kontot från 0,56 till 0 procent, men så länge räntan på alternativa placeringsformer är ännu lägre finns det fortsatt skäl att spara på skattekontot. Medan privatpersoners insättningar slutade öka när räntan på skattekontot sänktes har inflödet från företag fortsatt. Det beror sannolikt på att företagen har mött negativ ränta på andra placeringsformer.

Riksgälden bedömer att cirka 70 miljarder kronor av den totala ställningen på skattekontot vid årets slut var överinsättningar, eller placeringar, som alltså inte avsåg skatter eller avgifter. Ett exakt belopp går inte att härleda eftersom varje företag och privatperson avgör storleken på sina extra skattebetalningar. Det blir därför en fråga om bedömningar baserade på skattebasers utveckling och ställningen på skattekontot. När de pengar som är placerade på skattekontot tas ut kommer budgetsaldot att minska och statsskuden att öka.

Diagram 2. Total ställning på skattekontot



Källa: Riksgälden

Eftersom det är svårt att förutspå när uttagen kommer medför kapitalplaceringarna på skattekontot en stor osäkerhet i prognoserna på budgetsaldot och statens lånebehov. De innebär också en dyr form av upplåning för staten, som i stället för att betala 0 procent ränta på skattekontot hade kunnat låna till negativ ränta på marknaden. Riksgälden beräknar den samlade merkostnaden under 2015–2019 till 1,6 miljarder kronor. En ytterligare bieffekt av placeringarna på skattekontot är att räntemarknadens funktionalitet påverkas negativt.

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter m.fl. påverkade budgetsaldot positivt 2019. Det förklaras av att Riksbanken valde att betala tillbaka lån i utländsk valuta på motsvarande 69 miljarder kronor. Riksgälden har tagit upp lån för Riksbankens räkning sedan 2009 i syfte att stärka valutareserven. I mars 2019 beslutade Riksbanken att minska valutareserven och återbetala lån till Riksgälden.

Räntebetalningarna på statsskulden var 22 miljarder kronor 2019. Det är en ökning från 2018 men fortfarande en låg nivå sett i ett historiskt perspektiv. Ökningen beror främst på att Riksgälden betalade inflationskompensation för realobligationer som köptes tillbaka i bytesauktioner mot andra obligationer. När realobligationer förfaller eller köps tillbaka betalar staten kompensation för den inflation som varit sedan obligationerna gavs ut.

Återbetalning av Riksbankslån förklarar prognosavvikelser

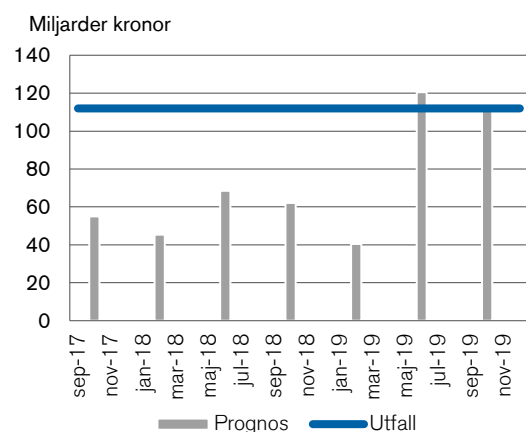
Riksgälden gör detaljerade prognoser på budgetsaldot på både kort och lång sikt. Syftet med prognoserna är att skapa förutsättningar för stabila låneplaner och en effektiv likviditetsförvaltning. Något förenklat kan sägas att årsprognoserna styr den långfristiga obligationsupplåningen, medan månadsprognoserna styr den kortfristiga upplåningen i statsskuldväxlar och commercial paper. Dagsprognoserna används i likviditetsförvaltningen.

Årsprognoser för 2019

Osäkerhet kring makrobilden och graden av avmattning präglade prognoserna för 2019. Prognoserna överskattade genomgående styrkan i ekonomin, vilket främst gjorde att skatteinkomsterna blev lägre än beräknat. Att överskottet ändå blev större än vad de första prognoserna indikerade beror på Riksbankens beslut att betala tillbaka en del av sina lån till Riksgälden.

Utfallet för budgetsaldot blev 57 miljarder kronor högre än den första prognosen från oktober 2017, 50 miljarder kronor högre än prognosen från oktober 2018 och 9 miljarder kronor lägre än prognosen från oktober 2019, se diagram 3.

Diagram 3. Budgetsaldot – prognos och utfall



Källa: Riksgälden

Tabell 2. Prognosfel (utfall minus prognos)

	Miljarder kronor
Skatteinkomster	-40
Prognosfel inkomster	-40
Arbetsmarknad	-10
EU-avgift	-6
Migration	-4
Övrigt	5
Riksgäldens nettoutlåning	-77
Räntor på statsskulden	2
Prognosfel utgifter	-90
Totalt prognosfel	50

Tabellen visar differensen mellan utfallet för 2019 och prognosen från oktober 2018 för olika komponenter av budgetsaldot. Utgifterna för arbetsmarknad blev exempelvis 10 miljarder kronor lägre än prognos, medan utgifterna för räntor på statsskulden var 2 miljarder högre.

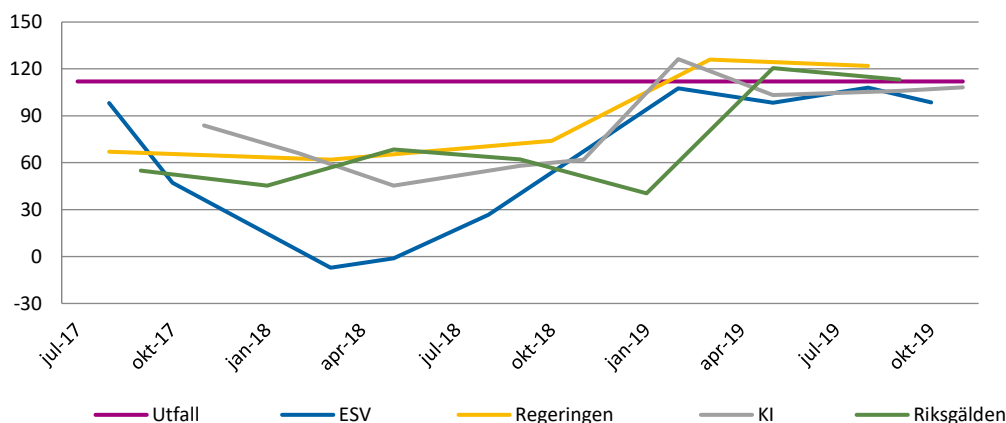
I tabell 2 visas differenserna mellan utfallet och prognosen från oktober 2018 för olika komponenter av budgetsaldot. Där framgår att skillnaden främst förklaras av den minskade vidareutlåningen till Riksbanken. Att skatteinkomsterna överskattades beror främst på en svagare konjunktur, uttag från

skattekontot i stället för fortsatta insättningar samt skattesänkningar i budgeten som inte var kända förrän i december 2018.

Även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen gör prognoser på statens budgetsaldo. Diagram 4 visar att prognosmakarna hade en liknande profil på prognoserna för 2019. Att Riksgäldens prognos i februari 2019 sticker ut nedåt beror på att den publicerades just före Riksbankens beslut om att betala tillbaka en del av lånen i utländsk valuta, medan övriga prognosmakare publicerade sina prognoser efter beslutet.

Diagram 4. Olika bedömares prognoser på statens budgetsaldo 2019

Miljarder kronor



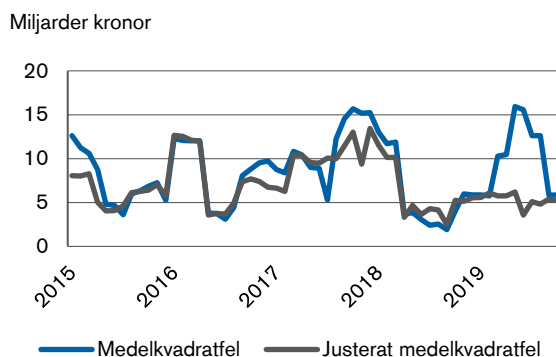
Källa: Riksgälden

Månadsprognoser

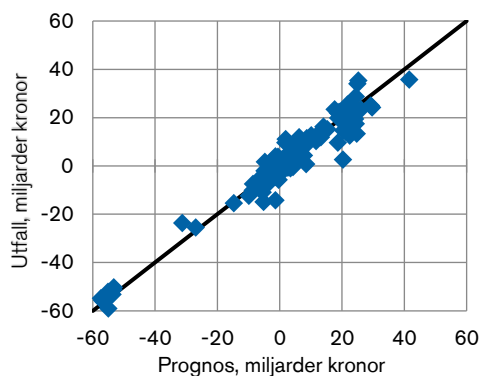
Riksgälden är för närvarande den enda myndighet som publicerar månadsprognoser för budgetsaldot. Det innebär att jämförelser med andra prognosmakare inte kan göras. Riksgälden följer däremot upp precisionen i månadsprognoserna med måttet medelkvadratfel.²

Diagram 5 visar hur medelkvadratfelet har utvecklats sedan 2015. Där framgår att precisionen ökade under 2018 och 2019. Dock var avvikelserna större i början av 2019 som en effekt av att det vid prognosen i februari inte var känt att Riksbanken skulle återbetala lån och att Riksgäldens nettoutlåning därmed skulle minska. Vid en jämförelse med det justerade måttet – som är rensat från vidareutlåning och inkomster från försäljningar av statliga företag – syns tydligt effekten av Riksbankens återbetalning.

² Medelkvadratfelet, eller Root Mean Square Error (RMSE), definieras $\sqrt{(e_1^2 + e_2^2 + e_3^2 + e_4^2)/4}$ där e_t är prognosfelet (utfallet i förhållande till den senast publicerade prognosen) för månad t. Riksgälden uppdaterar prognoserna var fjärde månad, varför RMSE beräknas på basis av prognosfelet de senaste fyra månaderna.

Diagram 5. Avvikelser månadsprognoser

Källa: Riksgälden
Anmärkning: Avvikelser enligt måttet medelkvadratfel.

Diagram 6. Prognos och utfall på dagsbasis

Källa: Riksgälden

Dagsprognoser

För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgälden även dagsprognoser på minst sex månaders sikt. Dessa prognoser publiceras inte och till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras dagsprognoserna löpande när ny information blir tillgänglig. Diagram 6 visar dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov när Riksgäldens nettoutlåning till andra myndigheter har exkluderats. Avståndet från linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Om prognoserna saknade informationsvärde skulle punkterna i diagrammet varit slumpmässigt fördelade. Om prognoserna i stället hade varit perfekta hade alla punkter legat på linjen.

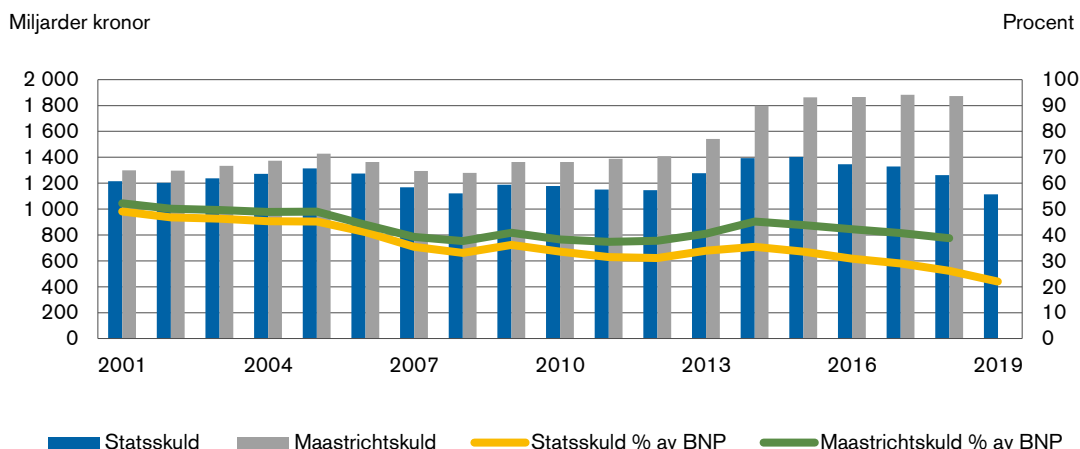
Den genomsnittliga avvikelserna per dag var 46 miljoner kronor under 2019, vilket är en försämring jämfört med 2018 då avvikelserna var 17 miljoner kronor. De största avvikelserna rörde de dagar omkring den tolfte i månaden då skattebetalningar görs. Både företag och privatpersoner har viss möjlighet att styra exakt vilken dag de betalar in skatt varför prognoserna kring dessa dagar präglas av stor osäkerhet.

Statsskulden som andel av BNP den lägsta på över 40 år

Statsskulden fortsatte att minska under 2019 och var vid utgången av året 1 113 miljarder kronor, se diagram 7. Det är 149 miljarder kronor lägre än ett år tidigare. Som andel av BNP minskade skulden från 26 procent till 22 procent, vilket är den lägsta nivån sedan 1976.

Överskott i statsbudgeten innebär att statsskulden minskar, men skulden påverkas också av andra faktorer såsom förändringar i förvaltningstillgångar, valutakurser och inflation. Att skuldminskningen 2019 var större än budgetöverskottet beror på att det fanns ett kassaöverskott – förvaltningstillgångar – från tidigare år som Riksgälden använde för att betala tillbaka lån som förföll.

Den officiella nivån på statsskulden redovisas med ett bruttomått, vilket betyder att tillgångar inte räknas av. Det gäller både de placeringar som finns i likviditetsförvaltningen och de fordringar som avser Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken. Totalt uppgick dessa tillgångar till 220 miljarder kronor i slutet av 2019, jämfört med 306 miljarder kronor ett år tidigare. Om tillgångarna räknas av var skulden som andel av BNP nere på 18 procent.

Diagram 7. Statsskuldens utveckling

Källa: Statistiska centralbyrån och Riksgälden

Anmärkning: För 2019 baseras andelen på Riksgäldens BNP-prognos eftersom utfallet ännu inte publicerats.

I diagrammet ovan framgår utvecklingen av den okonsoliderade statsskulden enligt det officiella mått som Riksgälden redovisar (se faktaruta nedan). Där visas även hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, ett mått som ofta används i internationella jämförelser. Enligt det senaste utfallet 2018 var denna skuld (också kallad Maastrichtskulden) 39 procent av BNP. Det är en låg nivå internationellt sett; i exempelvis euroområdet var skulden i genomsnitt 85 procent 2018.

Olika skuldmått

Det finns olika sätt att mäta statens skuldsättning. Riksgälden redovisar den *okonsoliderade statsskulden*. Måttet visar statens bruttoskuld och inkluderar alla lån som Riksgälden tagit upp för statens räkning (inklusive Riksbanken). Skulden redovisas till nominellt slutvärde enligt de principer som tillämpas inom EU.

Några statliga myndigheter äger statsobligationer och statsskuldväxlar. I den *konsoliderade statsskulden* räknas sådant inomstatligt ägande bort. Måttet ger en samlad bild av statens ekonomiska ställning och används i regeringens budgetproposition och i årsredovisningen för staten. Den konsoliderade statsskulden beräknas av ESV.

Ett skuldmått som ofta används i internationella jämförelser är den *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*. Där ingår hela den offentliga sektorn, det vill säga staten, kommuner, regioner och pensionssystemet. Beräkningen baseras på villkor i Maastrichtfördraget. Enligt EU:s skuldriterium får den så kallade Maastrichtskulden inte överstiga 60 procent av BNP. Maastrichtskulden är också det mått som avses i budgetramverket och för det skuldankare som gäller från 2019, det vill säga att skulden ska vara 35 procent av BNP på medellång sikt. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld publiceras av SCB.

Allt sämre likviditet på statspappersmarknaden

Likviditeten på statspappersmarknaden har blivit gradvis sämre under de senaste åren och bedöms vara ansträngd. Med likviditet avses möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. En väl fungerande marknad med god likviditet är en viktig faktor för att attrahera investerare till svenska statspapper och hålla nere den långsiktiga kostnaden för statsskulden. Om likviditeten blir alltför dålig finns det risk att vissa investerare lämnar marknaden.

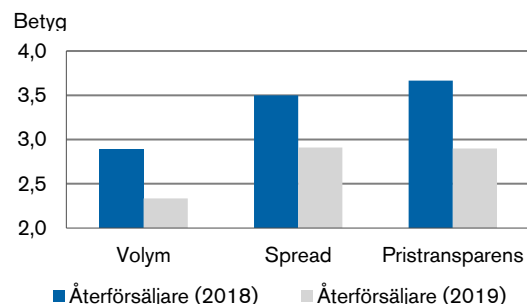
Försämringen under de senaste åren förklaras framför allt av Riksbankens köp av statspapper och Riksgäldens minskade utbud till följd av de starka statsfinanserna. Den volym statspapper som kan omsättas på marknaden har därmed krympt. En annan bidragande orsak är regelförändringar som begränsar möjligheten och gör det dyrare för Riksgäldens återförsäljare att hålla handelslager en längre tid. Det innebär att de har sämre förutsättningar att ställa priser och att agera buffert när marknaden är volatil.

I en årlig enkätundersökning som Riksgälden låter göra sätter marknadsaktörerna betyg på likviditeten med avseende på volym, spread (skillnad mellan köp- och säljkurs) och pristransparens. Resultatet 2019 visar att återförsäljarna och utländska investerare upplevde försämrad likviditet, medan svenska investerare gav ett något högre betyg än 2018. I diagram 8 framgår att återförsäljarnas betyg på likviditeten i alla avseenden var under 3, en nivå som ska tolkas som underkänd enligt undersökningsföretaget. Betygen bland svenska och utländska investerare låg kvar över 3.

Marknadsproblemen beskrivs som att det är svårt att hitta statspapper på marknaden och att bredare spreadar gjort det dyrare att handla. Det går fortfarande att handla normala handelsposter men större volymer tar längre tid att omsätta än tidigare.

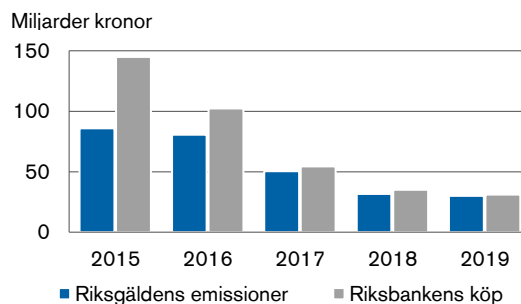
När det gäller orsakerna till den bristande likviditeten anges framför allt Riksbankens obligationsköp. Riksbanken började köpa statspapper i penningpolitiskt syfte 2015, och även under 2019 köpte banken mer nominella statsobligationer än Riksgälden emitterade (se diagram 9). Vid årets slut var bankens innehav av nominella statsobligationer 290 miljarder kronor, vilket motsvarar 51 procent av den utestående stocken. Riksbanken äger också 23 procent av utestående stocken realobligationer.

Diagram 8. Upplevd likviditet på marknaden för nominella statsobligationer



Källa: Kantar Sifo Prospera

Diagram 9. Riksbankens köp och Riksgäldens emissioner av nominella statsobligationer

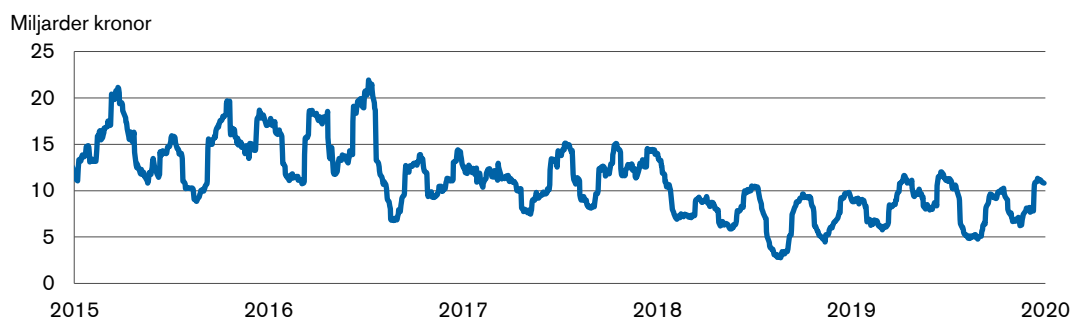


Källa: Riksbanken och Riksgälden

Den dagliga omsättningen av nominella statsobligationer har halverats sedan 2015. Att omsättningen minskat de senaste åren beror sannolikt både på att utbudet av statsobligationer minskat på såväl primär- som andrahandsmarknaden och på att investerare sökt sig till placeringsalternativ med

högre avkastning. I slutet av 2019 började omsättningen öka, se diagram 10. Det skedde mot bakgrund av att Riksgälden gav besked om höjda emissionsvolymerna och att Riksbanken signalerade en räntehöjning.

Diagram 10. Daglig omsättning på marknaden för nominella statsobligationer



Källa: Riksbanken

Anmärkning: Daglig omsättning (avista) nominella statsobligationer i miljarder kronor, 30-dagars glidande medelvärde.

Vad är marknadslikviditet och hur kan den mätas?

Marknadslikviditet kan definieras som möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. Det är med andra ord ett mångfacetterat begrepp som inte låter sig fångas av ett enskilt mått. En likvid marknad kännetecknas framför allt av:

- *Liten spread*, det vill säga liten skillnad mellan köp- och säljkurser.
- *Djup*, vilket betyder att priset inte påverkas nämnvärt av stora volymer. Djupet ökar när det finns många investerare och återförsäljare, eftersom det ökar sannolikheten att hitta en motpart som är villig att genomföra en order till rådande marknadspris.
- *Motståndskraft*, som innebär att marknaden snabbt återgår till sitt jämviktspris efter en situation med obalans. Ett pris återhämtar sig lättare om det finns ett gott tillflöde av nya transaktioner som kan återföra priset till sitt ursprungsläge.

Tillgången på pris- och transaktionsdata på andrahandsmarknaden för statspapper är begränsad. Det gör det svårt att mäta ovanstående faktorer direkt, även om omsättningsdata på aggregerad nivå ger en viss indikation på djup och motståndskraft. Riksgälden följer därför utvecklingen främst genom en löpande dialog med marknadsaktörerna och den årliga enkät där de betygsätter hur de upplever likviditeten i termer av spread och djup. Även utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet kan ge en indikation på hur väl marknaden fungerar.

Även för realobligationer gav återförsäljarna likviditeten lägre betyg jämfört med föregående år; de ligger nu i alla avseenden under 2. Utländska investerare sänkte också sina betyg på likviditeten för realobligationer. De investerare som köper realobligationer har generellt inte samma behov av aktiv handel som de som köper nominella obligationer. Här finns inte heller någon utvecklad handel i derivatinstrument.

När det gäller statsskuldväxlar ligger betygen för likviditeten runt 2. Den utestående växelstocken har krympt kraftigt de senaste åren (se kapitlet *Den operativa förvaltningen*) och investerarna använder numera i hög grad andra instrument för placeringar på kort sikt.

Rekordlåga marknadsräntor och fortsatt svag krona

Statsobligationsräntor sjönk generellt under 2019 mot bakgrund av svagare global tillväxt och låga styrräntor. Flera staters tioåriga obligationer, däribland Sveriges, handlade under några månader till negativa räntor och i Tyskland nådde även räntan på 30-åriga statsobligationer under noll. Förväntningar om en fortsatt expansiv penningpolitik ledde till en ovanligt flack lutning på avkastningskurvorna, det vill säga att skillnaden mellan räntor på obligationer med lång och kort löptid var liten.

Räntenedgången leddes av USA där tioåriga statsobligationer handlades till 1,9 procent i slutet av 2019, jämfört med 2,8 procent ett år tidigare. Detta efter att räntorna i USA stigit under 2018 då centralbanken Federal Reserve (Fed) höjde styrräntan. Under 2019 bytte Fed fot och sänkte styrräntan tre gånger, vilket fick amerikanska statsobligationsräntor att vända tillbaka kraftigt.

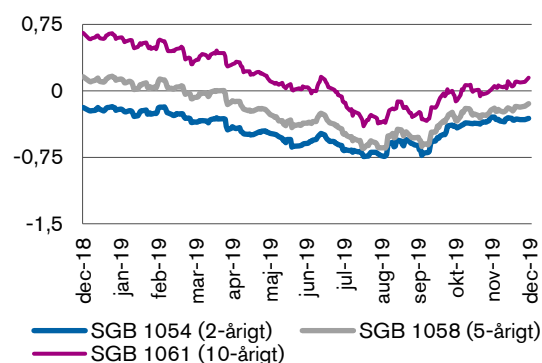
I Europa och Sverige fortsatte statsobligationsräntorna att sjunka. Räntan på tyska tioåriga statsobligationer föll från 0,2 till -0,2 procent och den svenska gick ned från 0,6 till 0,15 procent. I augusti handlades den svenska tioåriga statsobligationen till -0,4 procent, vilket var den lägsta noteringen någonsin. Skillnaden, eller spreaden, mellan tyska och svenska tioårsräntor låg vid slutet av 2019 omkring 0,35 procentenheter, vilket var i linje med ett år tidigare. I början av hösten var spreaden nere i 25 baspunkter men den ökade igen i slutet av året då Riksgälden annonserade ökade emissionsvolymerna och Riksbanken signalerade en räntehöjning.

Riksbanken förde en fortsatt expansiv penningpolitik med minusränta och köp av statsobligationer under året. Tillväxten i svensk ekonomi mattades av och inflationen låg kvar under Riksbankens mål. På decembermötet höjde Riksbanken reporäntan till 0 procent, vilket betydde att fyra år med negativ styrränta var till ända. Riksbankens förväntade räntebana pekar på att nollräntan ligger kvar under de kommande två åren.

Riksbankens räntehöjning bidrog till en förstärkning av kronan mot slutet av 2019, men sett över hela året fortsatte kronan att försvagas mot både amerikanska dollarn och euron. Kronkursen mot dollarn gick från strax under 9 i slutet av 2018 till 9,37 i slutet av 2019, vilket framgår i diagram 12. Den bottnade på 9,96 i oktober. Då handlade kronan även som svagast mot euron, till kursen 10,92.

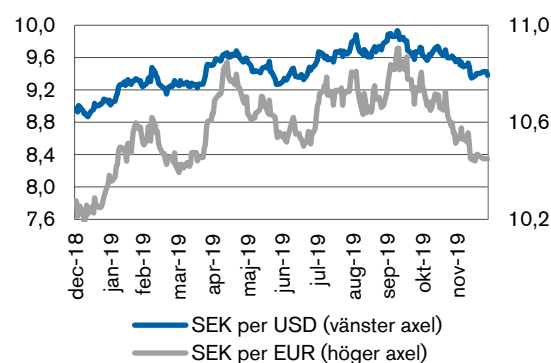
Diagram 11. Svenska statsobligationsräntor

Procent



Källa: Macrobond

Diagram 12. Kronans valutakurs



Källa: Macrobond

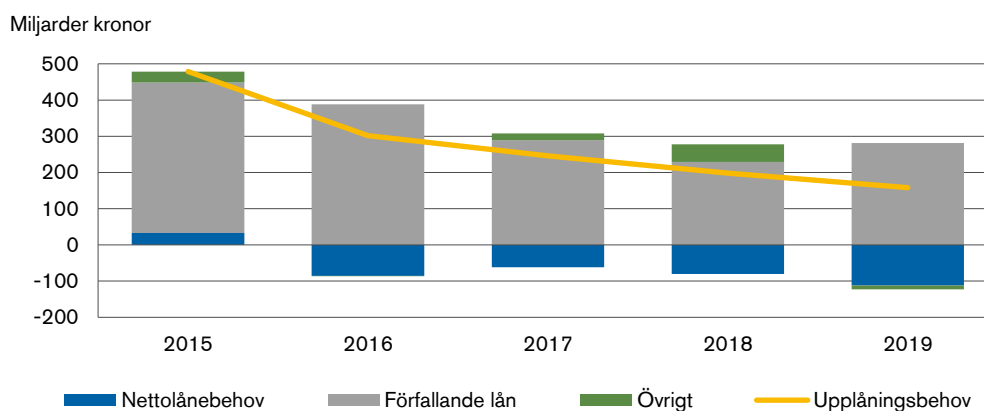
Den operativa förvaltningen

Med fortsatt budgetöverskott minskade lånebehovet och Riksgäldens utbud av statspapper låg kvar på en historiskt låg nivå. Upplåningen i nominella statsobligationer prioriterades alltjämt. Det stora kassaöverskott som byggdes upp under 2017 minskade till följd av liten nyupplåning och något större volym förfallande lån. Resterande överskott hanterades inom likviditetsförvaltningen. Inom positionstagningen utnyttjade Riksgälden fortsatt möjligheten att ta positioner i kronan för att sänka kostnaden för statsskulden. I detta kapitel redogörs för Riksgäldens agerande under året och de bedömningar och avvägningar som gjordes.

Utbudet av statspapper minskade från redan låg nivå

Det totala upplåningsbehovet minskade 2019 för fjärde året i rad, till 158 miljarder kronor – den lägsta nivån på över tio år. Minskningen beror inte bara på att budgetöverskottet var större än föregående år utan också på att volymen lån som förföll var förhållandevis liten, se diagram 13.

Diagram 13. Upplåningsbehov brutto



Källa: Riksgälden

Anmärkning: Nettolånebehovet är budgetsaldot med omvänt tecken. I posten övrigt ingår bland annat en justering för det faktum att nettolånebehovet redovisas på likviddag medan upplåning och statsskuld redovisas på affärsdag.

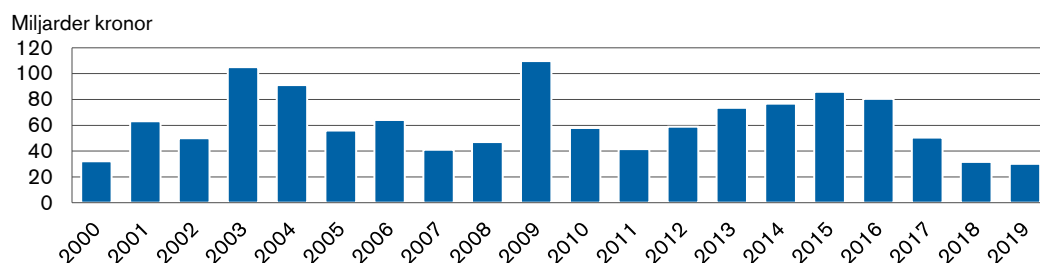
De senaste två åren har Riksgälden mött det allt lägre upplåningsbehovet genom att sänka emissionsvolymerna i alla typer av statspapper till en mycket låg nivå. I slutet av 2019 var den utestående volymen av statsskuldväxlar 20 miljarder kronor, vilket är en sjundedel av nivån 2015. Samtidigt har auktionsvolymen för nominella statsobligationer dragits ned till den lägsta nivån på över tio år. Även obligationsupplåningen i utländsk valuta minskade under 2019 som en följd av Riksbankens beslut att minska valutareserven.

Tabell 3. Total upplåning fördelat på olika marknader och skuldinstrument

Miljarder kronor	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Penningmarknad, upplåning	215	177	170	206	180	256	284	144	122	70	101
Kapitalmarknad, upplåning	243	97	79	101	222	177	194	157	124	128	57
Nominella statsobligationer	110	58	41	59	74	77	86	81	51	32	30
Realobligationer	3	8	6	7	12	17	17	16	12	9	8
Obligationer i utländsk valuta	130	31	31	35	137	84	91	61	61	88	19
statens egen del	50	7	0	0	6	25	38	0	0	0	0
vidareutlåning till Riksbanken	80	24	31	35	131	59	53	61	61	88	19
Upplåning, brutto	458	274	249	307	402	433	479	302	246	198	158

Upplåningen i statsobligationer prioriteras för långsiktig kostnadsminimering

Nominella statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste lånekälla. Därför prioriteras emissioner i den marknaden framför annan upplåning när lånebehovet är litet. Trots det har upplåningen i nominella statsobligationer minskat markant de senaste åren på grund av budgetöverskotten. Under 2019 var emissionsvolymen endast 30 miljarder kronor jämfört med över 80 miljarder kronor tre år tidigare. Detta är det minsta årliga utbudet sedan 2000, se diagram 14.

Diagram 14. Årlig emissionsvolym i nominella statsobligationer

Källa: Riksgälden

Riksgälden bedömer att emissionsvolymen i nominella statsobligationer nu är så liten att det inte är möjligt att minska volymen ytterligare utan att det skulle riskera att leda till både sämre låneberedskap och högre upplåningskostnader på sikt. Dessutom bedöms en ytterligare minskning få liten effekt i praktiken eftersom det riskerar att öka efterfrågan på statsobligationer i Riksgäldens repofacilitet (se rutan Riksgäldens marknadsvårdande repor). Den långfristiga upplåningen i statsobligationer skulle därmed i viss utsträckning bytas mot kortfristig upplåning i reporna.

Riksgäldens policy är att främst emittera tio- och femåriga statsobligationer. Tyngdpunkten ligger i det tioåriga löptidssegmentet för att volymen snabbt ska byggas upp i nya obligationer. Ju mindre upplåningen är, desto mer koncentreras den normalt till tioårssegmentet. Under 2019 var andelen tioåriga obligationer som emitterades dock endast 56 procent, jämfört med 78 procent föregående år. Det hänger samman med att efterfrågan var ovanligt stor på statsobligationer som inte var i löptiderna två, fem och tio år (s.k. benchmarkobligationer). Riksgälden anpassade i viss mån emissionerna för att möta denna efterfrågan.

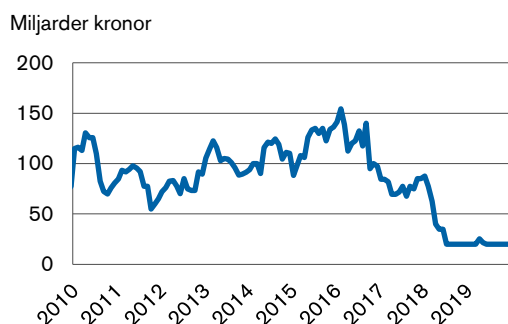
Riksgälden introducerade inte någon ny tioårig statsobligation under 2019. Nästa tioåriga statsobligation introduceras i mars 2020.

Fortsatt liten upplåning i statsskuldväxlar och realobligationer

Riksgälden har även gjort bedömningen att det inte är lämpligt att dra ned upplåningen i statsskuldväxlar och realobligationer ytterligare eftersom nivån redan är så låg.

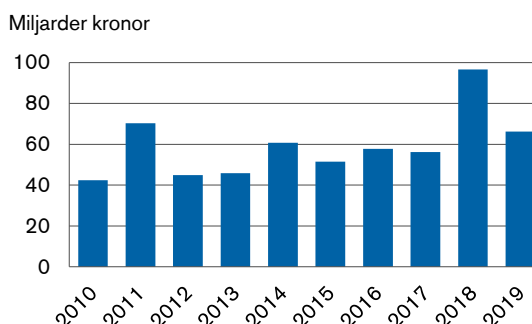
Den utestående stocken av statsskuldväxlar uppgick till 20 miljarder kronor under huvuddelen av 2019. Som framgår av diagram 15 var den så sent som under 2016 större än 150 miljarder kronor. Under våren 2019 sålde Riksgälden även en mindre volym statsskuldväxlar inom ramen för likviditetsförvaltningen. Emissionsvolymen i realobligationer uppgick till knappt 8 miljarder kronor 2019.

Diagram 15. Stock av statsskuldväxlar



Källa: Riksgälden

Diagram 16. Förfall av lån till Riksbanken



Källa: Riksgälden

Lägre volym obligationer i utländsk valuta då Riksbanken minskade valutareserven

Under 2019 tog Riksgälden upp ett lån i utländsk valuta som var avsett för vidareutlåning till Riksbanken. Sedan 2009 har Riksgälden lånat för Riksbankens räkning i syfte att förstärka valutareserven. Riksbanken ersätter Riksgälden för de räntekostnader och administrativa kostnader som uppstår i samband med vidareutlåningen.

Under 2019 förföll obligationslån som tagits upp för vidareutlåning till Riksbanken för motsvarande drygt 66 miljarder kronor, se diagram 16. Endaste en mindre del, motsvarande 19 miljarder kronor, ersattes med ett nytt treårigt lån i amerikanska dollar. Resterande lån refinansierades inte eftersom Riksbanken i mars 2019 beslutade att minska valutareserven med 8 miljarder amerikanska dollar.

Förberedelser för emission av grön obligation 2020

I juli 2019 fick Riksgälden i uppdrag av regeringen att senast under 2020 emittera en grön obligation. Den gröna obligationen ska kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt och kommer att utgöra ett komplement till de traditionella statsobligationerna. Valet av lämpliga utgifter görs utifrån Sveriges klimatpolitiska ramverk och miljömål.

Under 2019 arbetade Riksgälden tillsammans med Regeringskansliet med att ta fram ett ramverk för de gröna obligationerna. Ramverket beskriver hur de gröna utgifterna definieras, väljs ut, redovisas, rapporteras och granskas. Investerares ska enkelt och tydligt kunna följa vilka utgifter obligationerna kopplas till och utvärdera klimat- och miljöeffekterna.

Ingen ultralång obligation under 2019

De historiskt låga räntorna aktualiserade frågan om svenska staten borde ge ut en obligation med mycket lång löptid. Andra stater som Österrike och Italien har gett ut så kallade ultralånga obligationer och även för svensk del skulle det kunna vara intressant. Om efterfrågan på sådana obligationer är stor kan det innebära en kostnadsfördel för staten jämfört med kortare lån.

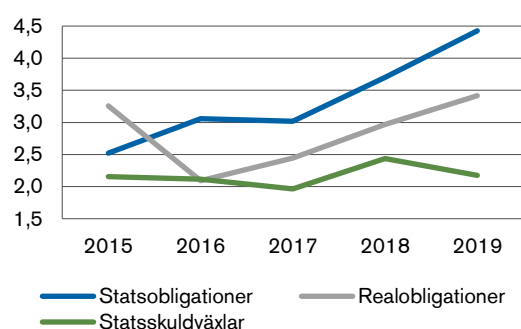
De senaste åren har utbudet av statsobligationer varit så litet att Riksgälden behövt fokusera på att emittera i de redan befintliga löptiderna för att värna en fungerande marknad. Under 2019 fanns det inte något utrymme för att ge ut någon ultralång obligation.

God efterfrågan och låg ränta i emissionerna

Efterfrågan på nominella statsobligationer och statsskuldväxlar var fortsatt stark under 2019 och samtliga auktioner var övertecknade. Investerare och återförsäljare efterfrågade främst obligationer som var utanför den två-, fem- och tioåriga löptiden, vilket kan hänga samman med att Riksbankens köp var mest koncentrerade till dessa utgåvor. Efterfrågan på realobligationer varierade mer och två auktioner var undertecknade. I en auktion valde Riksgälden att inte sälja hela den planerade volymen eftersom lånevillkoren inte bedömdes vara marknadsmässiga. Den genomsnittliga teckningskvoten visas i diagram 17.

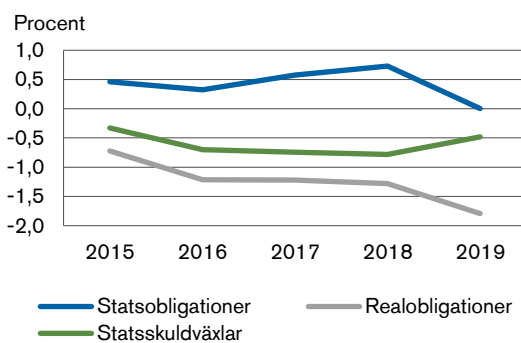
De räntor som Riksgälden i genomsnitt lånade till i statsobligationer var rekordlåga 0,0 procent 2019, vilket var väsentligt lägre än föregående år, se diagram 18. Minskningen beror inte enbart på att räntorna sjönk utan även på att andelen tioåriga obligationer som emitterades var lägre 2019. I stället sålde Riksgälden en större volym i kortare utgåvor. Utvecklingen för realobligationer var liknande och den genomsnittliga realräntan i auktionerna sjönk från -1,3 procent 2018 till -1,8 procent 2019. För statsskuldväxlar var utvecklingen den motsatta. Den genomsnittliga räntan ökade från -0,8 procent 2018 till -0,5 procent 2019 främst mot bakgrund av att Riksbanken höjde reporäntan.

Diagram 17. Genomsnittlig teckningskvot



Källa: Riksgälden
Anmärkning: Budvolym/utbudet volym i snitt i auktionerna under året.

Diagram 18. Genomsnittlig ränta i auktionerna



Källa: Riksgälden
Anmärkning: För realobligationer redovisas realränta.

Även den obligation i amerikanska dollar som såldes under året möttes av god efterfrågan från främst centralbanker och banker och kunde säljas till mycket förmånliga villkor. Emissionsräntan på obligationen låg knappt 9 baspunkter över motsvarande amerikanska statsobligation.

Riksgäldens investerarbas i valutalån har historiskt varit bred med avseende på såväl kategori som geografi. Banker utgjorde den största investerarkategorin i den obligation som såldes under 2019, följt av centralbanker och andra offentliga institutioner. Merparten av investerarna var från Europa och Mellanöstern.

Riksgäldens repofacilitet fortsatt viktig för återförsäljarna

Volymen i de marknadsvårdande reporna var väsentligt lägre under större delen av 2019 jämfört med föregående år. Minskningen beror sannolikt på att investerare de senaste åren repat ut sina innehav i högre omfattning än tidigare men även på att aktiviteten på andrahandsmarknaden gått ner. Detta kan vara en anledning till att den kraftiga ökningen av utländska investerares repor i svenska statspapper som ägde rum under 2018 nu mattats av, vilket framgår av diagram 19.

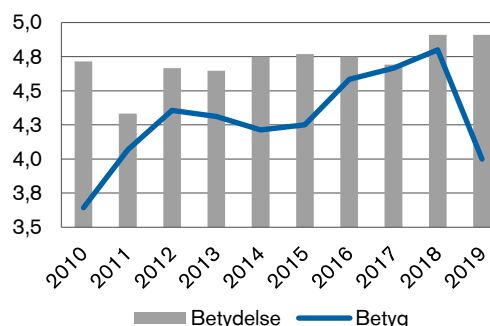
Trots att inhemska investerare sannolikt varit mer aktiva i repomarknaden de senaste åren bedöms Riksgäldens repofacilitet fortfarande vara central för att marknaden ska fungera. Såväl betydelsen av som betyget för repofaciliteten värderas högt i den årliga enkätundersökningen bland investerare och återförsäljare, se diagram 20. Det försämrade betyget mellan 2018 och 2019 förklaras sannolikt av att statspappersmarknaden i stort är under press bland annat på grund av bristande likviditet. Riksgälden gjorde inga förändringar i repofaciliteten under året som annars skulle kunna förklara det lägre betyget.

Diagram 19. Repor i stats- och realobligationer



Källa: Statistiska centralbyrån och Riksgälden.
Anmärkning: För den utländska ägarstatistiken finns data till och med november 2019.

Diagram 20. Värdering av repofaciliteten



Källa: Kantar Sifo Prospera
Anmärkning: Betydelsen av marknadsvårdande repor och betyget för Riksgäldens hantering av dessa på skala från 1-5 enligt årlig enkätundersökning.

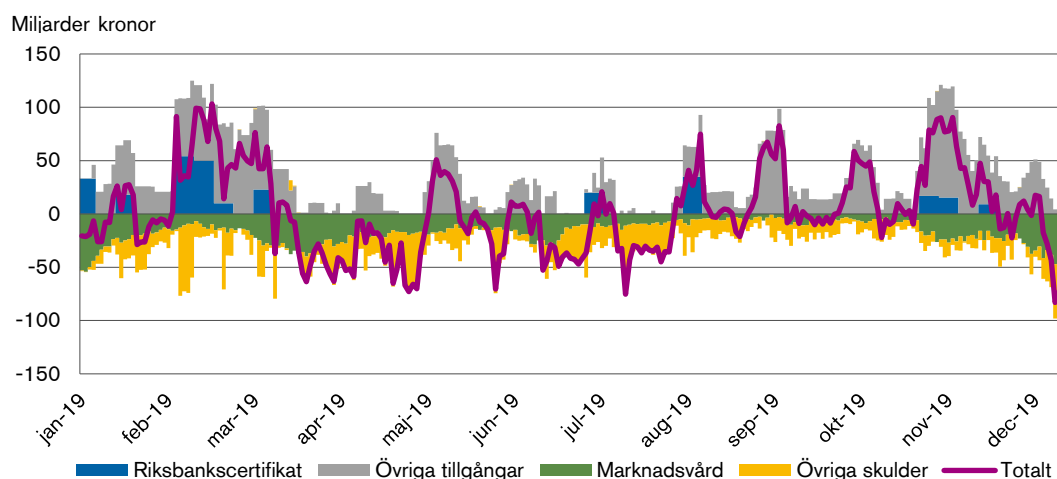
Överskotten i likviditetsförvaltningen minskade

Likviditetsförvaltningen präglades fortsatt av ett visst placeringsbehov till följd av kassaöverskottet som uppstod 2017 då skatteinkomsterna blev oväntat stora. Överskottet ligger placerat i penningmarknadstillgångar i väntan på att användas till att betala utgifter eller lån som förfaller. Även pengar som kommer in när Riksgälden repar ut statspapper placeras vid behov inom likviditetsförvaltningen.

Under 2019 behövde Riksgälden placera i genomsnitt 2 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen, vilket var väsentligt mindre än föregående år. Variationen är dock stor vilket framgår av diagram 21.

Genom att ha bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna i likviditetsförvaltningen. Strategin är att först placera det kassaöverskott som väntas bestå en längre tid. Under 2019 gjordes placeringarna främst i repor med säkerställda bostadsobligationer och i viss utsträckning genom köp av utländska värdepapper som omvandlades till kronor. Därutöver placerade Riksgälden pengar i Riksbankens veckovisa certifikat till reporäntan, se diagram 21.

Diagram 21. Tillgångar och skulder i likviditetsförvaltningen



Källa: Riksgälden

Efter de ovan nämnda placeringarna siktade Riksgälden i planeringen av likviditetsförvaltningen på att kassanettot nästkommande dag skulle hamna på ett underskott om cirka 10 miljarder kronor snarare än på balans. Det gav en viss marginal för att undvika att behöva placera på dagslåne-marknaden och därmed behöva hantera motpartsrisiker. Det var dessutom fortsatt mer fördelaktigt att låna än att placera på dagslåne-marknaden under 2019 eftersom det fanns överskottslikviditet i betalningssystemet. Storleken på de dagliga underskotten motsvarar posten Övriga skulder i diagrammet ovan.

Posten Marknadsvård i diagrammet visar den skuld som uppstår löpande när Riksgälden repar ut statspapper. Volymerna i de marknadsvårdande reporna uppgick i genomsnitt till cirka 17 miljarder kronor per dag under 2019, vilket är en minskning jämfört med året innan men fortsatt något högre än nivån före 2015 då Riksbanken inledde köpen av statspapper.

Flöden i utländsk valuta och valutaväxlingar

Riksgälden har även flöden i andra valutor än kronor och gör regelbundet växlingar på valutamarknaden. Nya och förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar, terminsförfall och säkerhetsöverföringar (CSA-flöden) är exempel på sådant som genererar betalningar i utländsk valuta. Ytterligare ett exempel på valutaflöden är de växlingar som Riksgälden gör för andra myndigheters räkning. Det handlar antingen om att Riksgälden ställer ut en valutatermin till en myndighet som vill köpa eller sälja en valuta vid ett framtida tillfälle eller att växlingar görs avista via valutakoncernkontot (VKK).

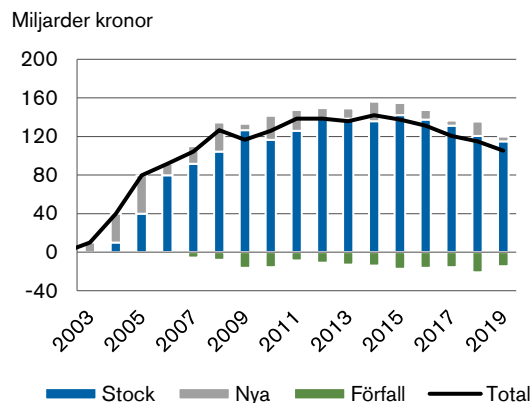
VKK ingår i det ramavtal för statliga betalningstjänster som gäller sedan våren 2017. Syftet med VKK är att samla myndigheternas valutaflöden och låta Riksgälden hantera nettot av dessa flöden. På så sätt minskar kostnaden för myndigheternas valutaväxlingar. Till och med 2018 var det enbart Pensionsmyndigheten och Exportkreditnämnden som var anslutna till VKK, men under 2019 tillkom ytterligare fyra myndigheter. Riksgälden uppskattar att besparingen uppgick till 70-80 miljoner kronor per år 2018-2019

Fortsatt litet behov av nya ränteswappar

Riksgälden har under många år använt ränteswappar för att förkorta durationen i den nominella kronskulden och på så sätt sänka den förväntade kostnaden. Strategin har byggt på att det historiskt sett har varit billigare att låna i korta än i långa löptider. Under senare år bedöms den kostnadsfördelen ha minskat. På basis av detta har regeringen beslutat att successivt förlänga durationen i den nominella kronskulden och Riksgälden har därför dragit ned på användningen av ränteswappar som förkortar löptiden, se även kapitlet Redovisning av kostnad och risk.

Volymen av nya ränteswappar var 5 miljarder kronor under 2019, vilket var omkring 10 miljarder kronor mindre än den volym som förföll. Den utestående stocken fortsatte därmed att minska under 2019 och nådde den lägsta nivån på tio år, se diagram 22. Dessutom ingicks de nya ränteswapparna på betydligt kortare löptid än tidigare, vilket ger mindre effekt på durationen jämfört med samma nominella belopp i längre löptider. Fram till 2018 initierade Riksgälden huvudsakligen ränteswappar med en ursprunglig löptid på mellan 4 och 11 år, medan fokus under 2018–2019 var på löptider mellan 2 och 4 år, se diagram 23.

Diagram 22. Nominellt belopp av utestående ränteswappar på årets sista affärsdag

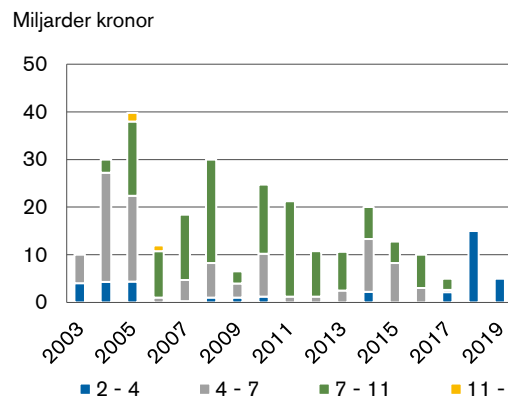


Källa: Riksgälden

Anmärkning: Utestående stock av ränteswappar i kronor i syfte att justera den nominella kronskuldens löptid.

Riksgälden erhåller fast ränta och betalar rörlig i samtliga swappar.

Diagram 23. Nominellt belopp av nya ränteswappar per år uppdelat på löptidsintervall



Källa: Riksgälden

Anmärkning: Nya ränteswappar i kronor i syfte att justera den nominella kronskuldens löptid.

Så fungerar ränteswappar

En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgälden erhåller vanligtvis fast ränta och betalar rörlig för att förkorta durationen i skulden.

Ränteswappar ger möjlighet att styra durationen utan att påverka refinansieringsriskerna eller upplåningsplanen. Däremot uppstår motpartsrisker genom dessa derivattransaktioner. Hur Riksgälden hanterar motpartsriskerna beskrivs i sista kapitlet av rapporten.

Riksgälden utökade positionen för en starkare krona

I enlighet med regeringens riktlinjer har statsskuldens valutaexponering minskats i jämn takt de senaste åren genom att Riksgälden löpande växlat till sig utländsk valuta mot kronor för motsvarande omkring 20 miljarder kronor per år.³ Dessa växlingar är ofördelaktiga när kronan är svag, se ruta på sidan 35. I maj 2018 beslutade Riksgäldens styrelse därför att temporärt bromsa upp exponeringsminskningen genom att ta en position för en starkare krona på upp till totalt 7 miljarder kronor. Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron.

Under 2019 utökades positionen från 3,9 miljarder kronor till nästan 6,5 miljarder kronor. Resultatet av styrelsepositionen redovisas i rapportens sista kapitel. Där redogörs även för den löpande positionstagningen och de avvägningar som gjorts inom den under året.

³ I riktlinjebeslutet för 2020 beslöt regeringen dock att hålla valutaexponeringen i statsskulden oförändrad i avvaktan på Riksgäldens analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. Med anledning av regeringens beslut valde Riksgälden att per den 2 december 2019 upphöra med de köp av utländsk valuta som gjordes i syfte att minska valutaexponeringen i statsskulden.

Marknadsaktörernas syn på Riksgälden

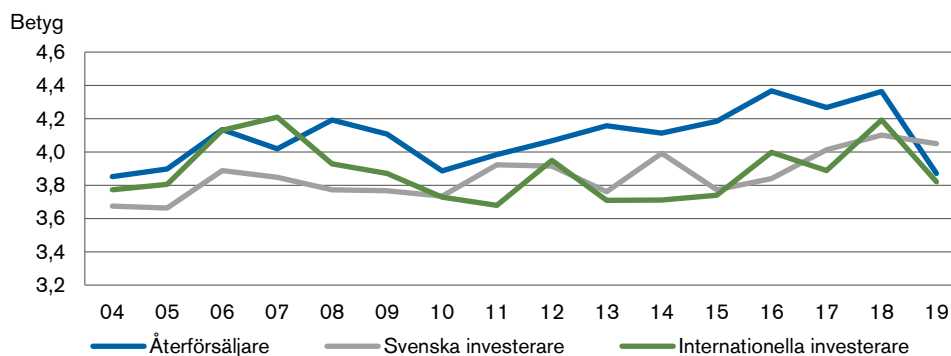
En viktig del i statsskuldförvaltningen är att göra marknaden för svenska statspapper så attraktiv som möjligt för investerare. Riksgäldens strategier är därför fokuserade på att dels främja likviditeten och infrastrukturen på marknaden, dels kommunicera tydligt och agera förutsägbart. Genom en årlig enkätundersökning följer Riksgälden vad återförsäljare och investerare anser om strategierna och sättet att genomföra dem. Efter toppnoteringen föregående år sjönk helhetsbetyget 2019. Nedgången var störst bland återförsäljarna och de utländska investerarna, medan betyget från svenska investerare var i stort oförändrat. Det minskade förtroendet sammanföll med en upplevd försämring av marknadslikviditeten.

Lägre helhetsbedömning men fortsatt fokus på rätt saker

Undersökningen av förtroendet för upplåningsverksamheten har genomförts årligen sedan 2004 av Kantar Sifo Prospera (nedan Prospera).⁴ Resultatet visar dels hur marknadsaktörerna värderar betydelsen av Riksgäldens förvaltningsstrategier (som beskrivs på s. 7), dels hur väl de anser att strategierna uppfylls. Prospera gör även en helhetsbedömning där betygen vägs samman utifrån den betydelse faktorerna anses ha.

Utvecklingen av det sammanvägda betyget visas i diagram 24. I 2018 års undersökning uppnåddes det högsta förtroendet sedan mätningen började, med alla tre delgruppernas betyg över 4, en nivå som enligt Prospera ska tolkas som utmärkt. I 2019 års mätning sjönk betyget från återförsäljarna och de utländska investerarna under 4 medan svenska investerare låg kvar över. Återförsäljarnas betyg hamnade nära det lägsta värde som noterats sedan undersökningen startade.

Diagram 24. Sammanvägd bedömning av Riksgäldens strategier och agerande



Källa: Kantar Sifo Prospera

Anmärkning: Ett betyg över 4 ska enligt Prospera tolkas som utmärkt, medan ett värde under 3 är underkänt.

⁴ Resultatet av Prosperaundersökningen publiceras i sin helhet på Riksgäldens webbplats. Undersökningen genomfördes per telefon mellan den 7 november 2019 och den 8 januari 2020. Totalt intervjuades 64 personer.

Alla faktorer värderades lägre 2019 än 2018, vilket visar på ett svagare helhetsintryck. Återförsäljarna upplevde den största försämringen och bland de faktorer som ledde nedgången fanns marknadsvården, informationen om realobligationer och ett konsekvent agerande, se vidare nedan.

De främsta styrkorna i Riksgäldens profil utgörs av de fyra faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast, se tabell 4 och 5. Det visar att Riksgälden fortsatt fokuserar på rätt saker.

Tabell 4. Marknadens viktigaste krav

Strategi (faktor)	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,9
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,7
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,6
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,5

Tabell 5. Riksgäldens främsta styrkor

Strategi (faktor)	Betyg
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,2
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,2
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,0
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,0

Riksgäldens repor av störst betydelse för återförsäljarna

Riksgälden har små möjligheter att påverka likviditeten på marknaden direkt eftersom utbudet av statsobligationer styrs av statens lånebehov. Strategin är i stället att försöka skapa förutsättningar för god likviditet genom så kallade marknadsvårdande faciliteter. När de tillfrågade i undersökningen ombads rangordna betydelsen av Riksgäldens strategier kom marknadsvård genom repor högst. Den obegränsade repofaciliteten innebär att återförsäljarna alltid kan få tag på obligationer.

Betyget för Riksgäldens marknadsvård genom repor sjönk från 4,8 till 4,0 i 2019 års undersökning. Det är en tydlig försämring men värdet ligger fortfarande på en nivå som tolkas som utmärkt. Riksgälden gjorde inga förändringar i repofaciliteten under året som kan förklara det lägre betyget. Det talar för att förklaringen snarare är kopplad till den fortsatta försämring av likviditeten på andrahandsmarknaden som återförsäljarna upplever (se kapitlet *Förutsättning under året*).

Även marknadsvården i form av löpande byten i realobligationer fick lägre betyg: 3,6 jämfört med 4,0 föregående år. I motiveringarna till betygen har några återförsäljare pekat på ofördelaktiga villkor för bytena medan några anser att marknaden behöver mer vård för att fungera.

Informationen om volymer och andra villkor för realobligationerna upplevdes också som sämre 2019 än 2018. Situationen på marknaden för realobligationer var fortsatt ansträngd och Riksgälden emitterade vad som bedömdes vara en minimivolymer av realobligationer 2019. Under året analyserades huruvida andelen realobligationer i statsskuden borde minska framöver till förmån för nominella obligationer. Slutsatsen i förslaget till riktlinjer för 2020 var att behålla andelen och därmed fortsätta emittera realobligationer.

Kommunikation om upplåningen den främsta styrkan

Den strategi som handlar om transparens och förutsägbarhet innebär att Riksgälden strävar efter att:

- kommunicera öppet och tydligt
- regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer
- upprätthålla goda investerrelationer.

Riksgäldens främsta styrkor är enligt undersökningen kommunikationen kring statens lånebehov och finansiering i stort och särskilt informationen om nominella statsobligationer, Riksgäldens viktigaste upplåningsinstrument, se tabell 5. Investerarna och återförsäljarna svarade också att de anser att Riksgälden är mer transparent än såväl andra skuldkontor som svenska bostadsinstitut.

När det gäller ett tydligt och konsekvent agerande sjönk betyget för hela urvalet från 4,3 till 4,0. Bland återförsäljarna var försämringen större och betyget sjönk från 4,5 till 3,9. I kommentarerna lyfts bland annat att kommunikationen om upplåningsstrategier och framtida emissionsvolymerna kan bli tydligare.

Att ha en bra dialog med marknadsaktörerna är en viktig del av upplåningsverksamheten. Riksgälden har löpande kommunikation med återförsäljarna och träffar även svenska och utländska investerare i såväl personliga möten som på konferenser. Under 2019 hade Riksgälden möten med investerare i Sverige, övriga Europa, USA och Asien. Såväl svenska som utländska investerare gav betyget 3,5 för kontakterna medan återförsäljarna gav 4,1. Det innebär en viss försämring från 2018.

När det gäller lyhördhet landade både återförsäljarnas och de svenska investerarnas betyg under 4. Av motiveringarna framgår att det finns önskemål om att Riksgälden ska agera tydligare utifrån de behov som marknadsaktörerna uttrycker. Liksom tidigare påpekade dock vissa aktörer att Riksgäldens roll inte främst är att vara lyhörd.

Redovisning av kostnad och risk

Kostnaden för statsskulden var 14 miljarder kronor eller motsvarande 0,3 procent av BNP 2019. Det är en minskning från 2018 och något lägre än genomsnittet de senaste fem åren. Över tid har kostnaden sjunkit i takt med att statsskulden minskat och räntorna gått ned. Riksgälden fortsatte att minska valutaexponeringen i statsskulden. Riktvärdet för statsskuldens löptid var oförändrat och den faktiska löptiden låg inom riktvärdet.

Den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk bestäms som tidigare beskrivits i regeringens riktlinjer för statsskuld förvaltningen. En del i utvärderingen är därför att följa upp förvaltningen mot de riktvärden för sammansättning och löptid som satts för året. Därefter redovisas den övergripande kostnaden för statsskulden och risken i termer av kostnadsvariation. För de delar av förvaltningen där det finns relevanta jämförelser att ställa kostnaden mot redovisas ett resultat. Det gäller upplåningen i realobligationer och på privatmarknaden samt positionstagningen. Även användningen av ränteswappar utvärderas. Slutligen följs refinansierings- och motpartsrisiker upp.

Lägre valutaexponering i statsskulden

Enligt regeringens riktlinjer för 2019 skulle löptiden i kronskulden vara 4–6,5 år medan löptiden i valutaskulden skulle vara 0–1 år, se tabell 6 och 7. Valutaexponeringen skulle fortsätta att minska med högst 30 miljarder kronor per år och realskuldens andel långsiktigt styras mot 20 procent av den totala skulden.

I riktlinjebeslutet för 2020 beslutade regeringen enligt Riksgäldens förslag att hålla valutaexponeringen i statsskulden oförändrad i avvaktan på myndighetens analys av statsskuldens strategiska valutaexponering.⁵ Med anledning av regeringens beslut valde Riksgälden att redan per den 2 december 2019 upphöra med de köp av utländsk valuta som gjordes i syfte att minska valutaexponeringen i statsskulden.

Tabell 6. Riktvärden för sammansättning

Skuldslag	Andel av skulden
Nominell kronskuld	Residual
Realskuld	20 procent
Valutaskuld	Minskning med högst 30 miljarder kronor per år

Tabell 7. Riktvärden för löptid

Skuldslag	Löptid
Kronskuld (nominell och real)	4 -6,5 år
Valutaskuld	0-1 år

Statsskuldens sammansättning och löptid var i linje med riktlinjerna

Statsskuldens sammansättning och löptid bedöms ha varit i linje med regeringens riktlinjer för statsskuld förvaltningen under 2019, se diagram 25, 26 och 31. Realskuldens andel översteg målet

⁵ Se regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning den 14 november 2019.

något men riktvärdet är långsiktigt och andelen beräknas närma sig målet då realobligationen SGB IL 3102 förfaller i december 2020.

Diagram 25. Kronskuldens löptid

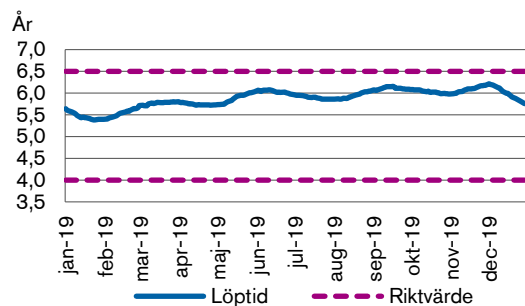
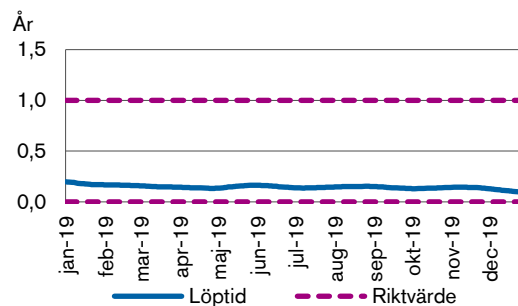


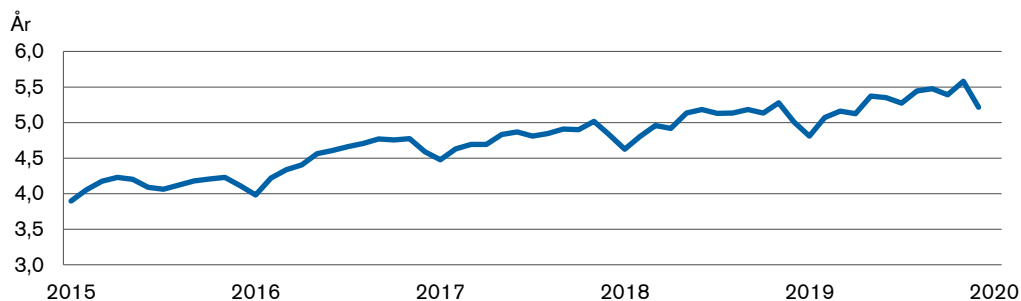
Diagram 26. Valutaskuldens löptid



Källa: Riksgälden
Anmärkning: Löptiden mäts med Macaulayduration

Löptiden för statsskuden som helhet fortsatte att öka under året, se diagram 27. Det beror främst på att räntorna sjönk till historiskt låga nivåer.

Diagram 27. Statsskuldens löptid



Källa: Riksgälden
Anmärkning: Löptiden mäts med Macaulayduration

Valutaexponeringen minskade i enlighet med riktlinjerna

Valutaskuden är exponerad mot flera valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc. Under 2019 planerade Riksgälden att minska statsskuldens valutaexponering genom att köpa 460 miljoner kanadensiska dollar, 709 miljoner euro, 430 miljoner brittiska pund och 500 miljoner amerikanska dollar, vilket totalt motsvarade 20 miljarder kronor beräknat med valutakurser per den 30 november 2018 (i enlighet med Riksgäldens finans- och riskpolicy). Att minskningen gjordes i dessa valutor beror på att det bedömdes vara det mest kostnadseffektiva sättet att minska risken i valutaskuden.

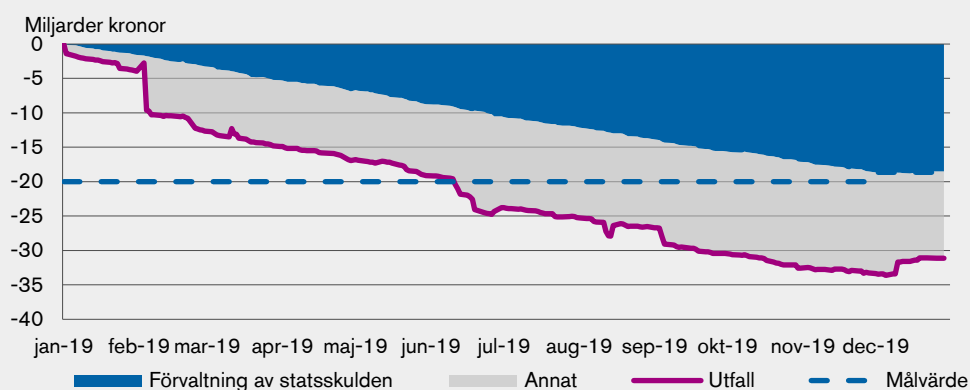
Den faktiska minskningen under året blev totalt 31,1 miljarder kronor mätt på samma sätt som ovan, varav 18,5 miljarder kronor avsåg den egentliga statsskuldförvaltningen (se faktarutan på nästa sida).

Riksgäldens valutahantering

Enligt regeringens riktlinjer skulle valutaexponeringen fortsätta att minska under 2019, som högst med 30 miljarder kronor. För att anpassa sammansättningen av skulden i linje med riktlinjerna köpte Riksgälden utländsk valuta för motsvarande 18,5 miljarder kronor i jämn takt under året (det blå fältet i diagram 28).

Det finns emellertid även andra faktorer som påverkar statsskuldens valutaexponering på kort sikt. Riksgälden gör också valutatransaktioner för att hantera bland annat EU-betalningar, andra myndigheters valutasäkringar samt statens valutakoncernkonto (det grå fältet i diagrammet). Dessa transaktioner får ingen bestående effekt på statsskuldens valutaexponering och omfattas därför inte av regeringens styrning av den långsiktiga skuld-sammansättningen.

Diagram 28. Förändring i statsskuldens valutaexponering under 2019



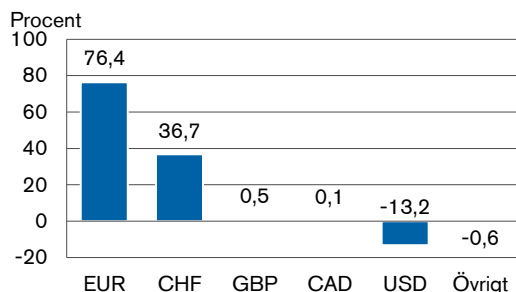
Källa: Riksgälden

Anmärkning: Förändringen är beräknad med valutakurser per den 30 november 2018. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

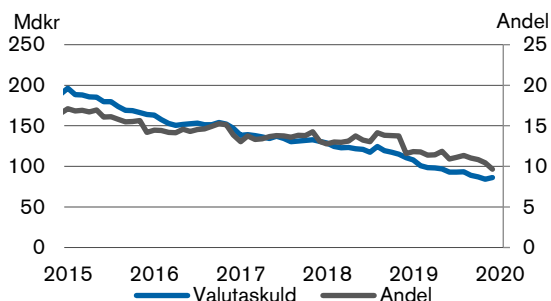
Att myndigheternas valutaflöden enbart påverkar exponeringen på kort sikt beror på att Riksgälden inte omedelbart gör transaktioner på valutamarknaden för att återställa exponeringen. I stället sprids växlingarna ut över en längre period. På så sätt minskar risken att kronkursen påverkas av växlingarna då varje transaktion blir mindre. Samtidigt ökar möjligheten att kvitta motstående flöden.

I diagram 29 framgår valutaexponeringen vid utgången av 2019. Tillgångarna i dollar förklaras av att Riksgälden valutasäkrat affärer åt statliga myndigheter genom statens internbank.

Diagram 30 visar att valutaexponeringen har minskat successivt från 2015 till och med november 2019. Minskningen av valutaexponeringen har hittills varit relativt kostsam sett i ett historiskt perspektiv på grund av kronkursens utveckling sedan neddragningen påbörjades, se ruta på sidan 35.

Diagram 29. Valutaexponering i slutet av 2019

Källa: Riksgälden

Diagram 30. Valutaskulden och dess andel av statsskulden

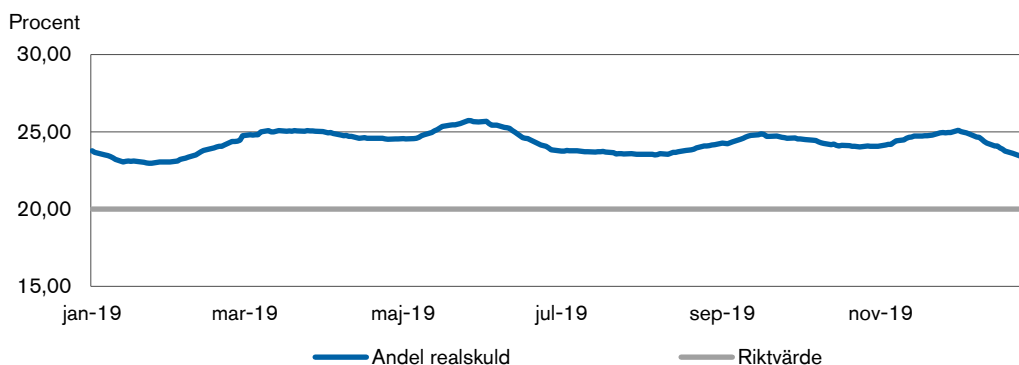
Källa: Riksgälden

Anmärkning: Mätt till aktuella valutakurser och utan hänsyn till valutaexponeringen i Staten internbank.

Andelen realskuld översteg riktvärdet

Andelen realskuld låg över riktvärdet på 20 procent under hela året, se diagram 31. Det beror främst på att statskulden minskat kraftigt på senare år. Riktvärdet är dock långsiktigt och andelen beräknas nå 20 procent då realobligationen SGB IL 3102 förfaller i december 2020.

Av flera skäl är det svårt att på kort sikt styra andelen realskuld. En anledning är att inflationstakten varierar och därmed fluktuerar även realandelen. Därtill är marknaden för realobligationer relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella statsobligationer. Därmed är det svårt för Riksgälden att göra stora förändringar i upplåningen utan att kostnaden blir hög. Det är inte heller möjligt att styra andelen med derivat eftersom marknaden för inflationsswappar i kronor är förhållandevis liten.

Diagram 31. Realskulden andel

Källa: Riksgälden

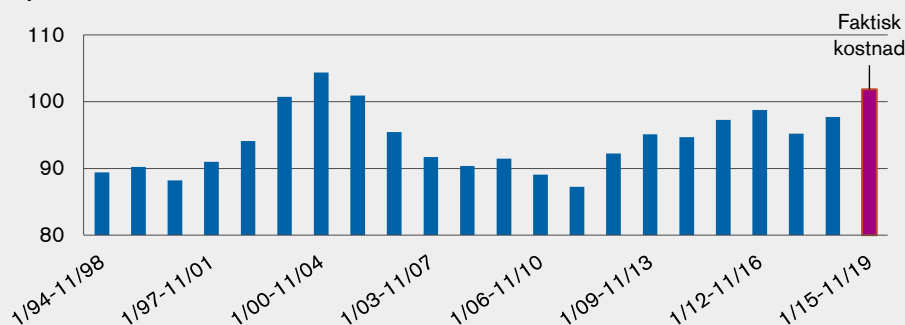
Svag krona fördyrar avvecklingen av valutaskulden

Det är ofördelaktigt att minska valutaexponeringen när kronan är svag och tvärtom fördelaktigt att göra så när kronan är stark. Eftersom kronkursens utveckling varit ogynnsam under den period som Riksgälden enligt regeringens riktlinjer har minskat valutaexponeringen har neddragningen blivit kostsam sett i ett historiskt perspektiv.

Från januari 2015 till och med november 2019 köpte Riksgälden utländsk valuta för motsvarande 102 miljarder kronor i syfte att minska valutaexponeringen. Det kan ställas i relation till vad det hade kostat att köpa samma valutor i samma takt men under andra tidsperioder. Diagram 32 visar en sådan jämförelse mellan olika perioder från 1994. Stapeln längst till höger visar den faktiska kostnaden medan övriga staplar visar en hypotetisk kostnad för samma avveckling men vid olika tidpunkter och de växelkurser som då rådde.

Diagram 32. Hypotetisk och faktisk kostnad under olika perioder av att minska valutaexponeringen i statsskulden

Miljarder kronor



Källa: Macrobond och egna beräkningar.

Anmärkning: Beloppet i kronor för att köpa utländsk valuta motsvarande det Riksgälden gjort under perioden januari 2015 till och med november 2019 i syfte att minska valutaexponeringen.

Som framgår av den sista stapeln i diagrammet är det belopp som Riksgälden faktiskt betalat för valutaköpen högt i ett historiskt perspektiv. I tider då kronan varit stark, som i mitten av 90-talet, hade det räckt med drygt 88 miljarder kronor för att uppnå samma minskning.

Den höga kostnaden föranledde Riksgälden att föreslå för regeringen att 2020 upphöra med minskningen av valutaexponeringen. Regeringen beslutade i linje med Riksgäldens förslag.

Lägre kostnad för statsskulden

Kostnaden för statsskulden uppgick till 14 miljarder kronor 2019, se tabell 8.⁶ Det motsvarar 0,3 procent av BNP. Utfallet var lägre än genomsnittet för de senaste fem åren och drygt 6 miljarder kronor lägre än 2018. Minskningen jämfört med föregående år beror huvudsakligen på att kostnaden för valutaskulden sjönk 2019.

I viss mån motverkades minskningen av högre kostnader för återköp i samband med marknads-
vårdande byten under 2019. När Riksgälden köper tillbaka tidigare utgivna obligationer som i
genomsnitt emitterats till högre ränta än rådande marknadsräntor realiseras en förlust. Å andra sidan
blir kostnaden lägre för de nya obligationerna som ges ut till en lägre ränta. Den långsiktiga kost-
naden för skulden påverkas därför inte av bytena.

Sett i ett längre perspektiv har statens räntekostnader sjunkit i takt med att skulden minskat och
successivt omsatts till lägre räntor.

Tabell 8. Kostnad, miljarder kronor

Skuldslag	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt 5 år
Nominell kronskuld	10	4	6	8	6	7
Realskuld	8	11	8	7	6	8
Valutaskuld	5	8	-3	6	2	4
Totalt	23	23	12	20	14	18

Anmärkning: Kostnaden för valutaskulden 2015-2018 har ändrats jämfört med utvärderingsrapporten för 2018. Det beror på en periodiseringseffekt som hänger samman med att tidpunkten för valutaomvärderingen ändrats i vissa månader.

Kostnaden för statsskulden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv ränta. Uttryckt på detta sätt var kostnaden 1,6 procent 2019, vilket är något lägre än genomsnittet de senaste fem åren, se tabell 9. Kostnaden varierar mellan olika skuldslag, bland annat därför att löptiden skiljer sig åt.

Tabell 9. Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta, procent

Skuldslag	2015	2016	2017	2018	2019	Snitt 5 år	Standardavvikelse 5 år
Nominell kronskuld	1,3	0,6	0,9	1,3	1,0	1,0	0,3
Real kronskuld	4,1	5,3	3,9	3,1	2,7	3,8	0,9
Valutaskuld	2,6	5,3	-2,0	4,9	2,7	2,7	2,6
Totalt	2,0	2,1	1,1	2,1	1,6	1,8	0,4

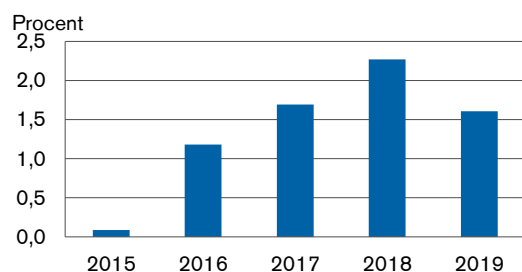
⁶ Från och med 2018 redovisar Riksgälden kostnaden för statsskulden utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Metoden följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder och tillgångar som hålls till förfall och innebär att instrumenten värderas till sin emissionsränta med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

Under 2019 var kostnaden lägst för den nominella kronskulden. Nivån 1,0 procent var i linje med genomsnittet för de senaste fem åren.

För realskulden var kostnaden 2,7 procent. Löptiden i den reala skulden har historiskt sett varit förhållandevis lång, varför den reala skuldstocken innehåller en större andel lån som togs upp för länge sedan till högre räntor. Inflationssuppräknningen uppgick till omkring 1,6 procent 2019 ner från 2,3 procent 2018, se diagram 33.

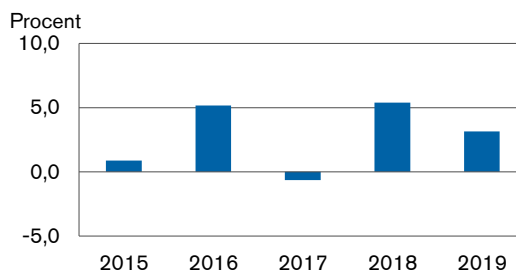
Kostnaden för valutaskulden uppgick till 2,7 procent 2019. Resultatet påverkades av att kronan försvagades mot valutorna i valutaskulden, se diagram 34.

Diagram 33. Årlig förändring av inflation mätt som förändring av KPI från oktober-oktober



Källa: Macrobond och egna beräkningar
Anmärkning: Plus innebär en kronförsvagning, minus en kronförstärkning.

Diagram 34. Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden



Källa: SCB

Valutakursrörelser driver kostnadsvariationen

Olika skuldslag innebär också olika stor risk. Tabell 9 visar risken i termer av standardavvikelse för kostnaden de senaste fem åren. För valutaskulden är kostnadsvariationen betydligt högre än för kronskulden. Detta är bakgrunden till att valutaexponeringen gradvis har minskats de senaste åren.

I riktlinjeförslaget för 2015 konstaterade Riksgälden i sin analys att det inte gick att påvisa någon systematisk besparing med valutaexponering. Därmed gick det inte att motivera den högre risken. I riktlinjeförslaget för 2021 kommer Riksgälden att gå igenom förutsättningarna för statsskuldens strategiska valutasammansättning igen och se om det finns skäl att ompröva slutsatserna från 2015.

Ingen kostnadsbesparing med realskuld 2019

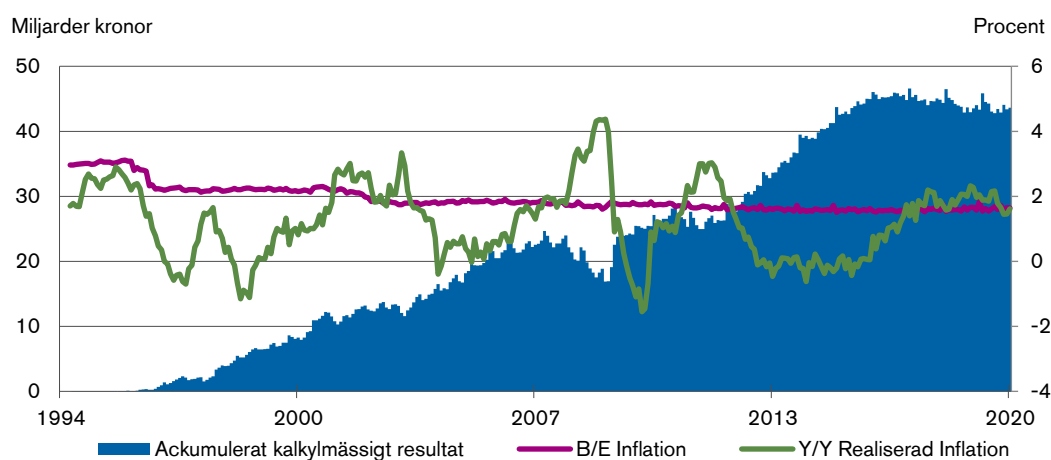
När realobligationsmarknaden byggdes upp i Sverige i mitten av 1990-talet var inflationsförväntningarna och därmed även break even-inflationen väsentligt högre än i dag.⁷ Sedan introduktionen 1994 har den realiserade inflationen emellertid i huvudsak varit lägre än den genomsnittliga break even-inflationen i realskulden, se diagram 35. Därför har kostnaden varit lägre för realobligationer än för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

⁷ Med break even-inflation avses den inflationstakt som impliceras av skillnaden i ränta mellan en realobligation och en statsobligation med samma löptid.

Diagram 35 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till knappt 44 miljarder kronor. En stor del av resultatet kommer från tre perioder då inflationen varit oväntat låg.⁸

För 2019 gav realskulden varken upphov till någon tydlig kostnadsbesparing eller merkostnad. Det kalkylmässiga resultatet var i princip oförändrat och uppgick till 0,1 miljarder kronor. Det förklaras av att inflationsuppräknningen, som uppgick till 1,6 procent 2019, endast var marginellt lägre än den genomsnittliga break even-inflationen för realskulden vid ingången av året.⁹ Därutöver påverkades resultatet i viss mån av förändringar i stocken som ägt rum under året.

Diagram 35. Ackumulerat kalkylmässigt resultat av realupplåningen



Källa: SCB och Riksgälden

Som framgår av diagram 35 har break-even-inflationen för realskulden successivt minskat från nivåer kring 3 procent till dagens nivå på cirka 1,6 procent. Om realskulden även framöver ska kunna bidra till låga upplåningskostnader behöver inflationen således understiga 1,6 procent kommande år.

I riktlinjeförslaget för 2020 analyserade Riksgälden realskuldens kostnadsegenskaper. Slutsatsen var att den förväntade besparingspotentialen för ny realskuld var begränsad eftersom det inte finns några tydliga kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning.

Ingen besparing från privatmarknadsupplåningen

Upplåningen på privatmarknaden är under avveckling och vid utgången av 2019 återstod endast 3 miljarder kronor i lån, vilket motsvarar 0,3 procent av den totala statsskulden. Kostnaden för de utestående lånen fortsatte att vara högre jämfört med motsvarande upplåning på den institutionella marknaden. Under 2019 var merkostnaden 9 miljoner kronor (se tabell 10). För perioden 2015–2019 uppgick merkostnaden till totalt 78 miljoner kronor. Det är första gången upplåningen på privatmarknaden inneburit en merkostnad sett över en hel femårsperiod.

⁸ Närmare bestämt perioderna 1998-2000, 2003-2006 och 2012-2015.

⁹ Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2018 till oktober 2019.

Utvecklingen beror framför allt på att Riksgälden har fasta kostnader för systemstöd och tjänster som krävs för att upprätthålla verksamheten till dess att den sista premieobligationen förfaller år 2021. Det gör att kostnaden för de få lån som återstår blir relativt sett hög.

Tabell 10. Besparing genom privatmarknadsupplåning, miljoner kronor

	2015	2016	2017	2018	2019	Totalt
Premieobligationer	33	-23	-21	-3	-4	-18
Riksgäldsspar	-40	-10	-4	-3	-5	-61
Summa besparing	-7	-33	-24	-6	-9	-78

Positionstagningen gav positivt resultat 2019

För 2019 visade den löpande positionstagningen en vinst på 14 miljoner kronor, vilket kan jämföras med en vinst på 11 miljoner kronor föregående år.¹⁰ Resultatet fördelade sig på 11 miljoner kronor för valutaförvaltningen och 3 miljoner kronor för ränteförvaltningen.

Året präglades av stor ekonomisk och politisk osäkerhet och en försiktig risktagning i förvaltningen. Det totala riskutnyttjandet uppgick till 3,1 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket motsvarar 21 procent av det tilldelade riskmandatet för den löpande positionstagningen.

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2015–2019 var det genomsnittliga resultatet -21 miljoner kronor per år, inklusive kostnader för den externa förvaltningen, se tabell 11.

Tabell 11. Resultat för positionstagningen, miljoner kronor

	2015	2016	2017	2018 ¹	2019	Totalt	Genomsnitt
Intern löpande positions- tagning	-47	-1	13	11	14	-10	-2
Extern löpande positions- tagning exklusive förvaltningsavgifter	44	44	-104	-20	NA	-36	-9
Totalt inklusive förvaltningsavgifter	-27	27	-102	-16	14	-104	-21
Position för starkare krona				73	20	93	47

Anmärkning: Sedan mars 2018 bedriver Riksgälden enbart intern positionstagning.

Orealiserad vinst från positionen för en starkare krona

I maj 2018 beslutade Riksgäldens styrelse att ta en position för en starkare krona i syfte att sänka kostnaden för statsskuden. Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron och som mest uppgå till 7 miljarder kronor. Vid utgången av 2019 omfattade

¹⁰ Sedan mars 2018 bedriver Riksgälden enbart intern positionstagning eftersom Riksgäldens styrelse beslutat om att avveckla de externa förvaltarna.

positionen knappt 6,5 miljarder kronor och det realiserade resultatet uppgick till 93 miljoner kronor. Det slutliga, realiserade resultatet kan beräknas först när positionen är avslutad.

I enlighet med regeringens riktlinjer har statsskuldens valutaexponering minskats i jämn takt de senaste åren genom att Riksgälden löpande växlat till sig utländsk valuta mot kronor för motsvarande omkring 20 miljarder kronor per år. Dessa växlingar är ofördelaktiga när kronan är svag. Positionen för en starkare krona innebär att valutaexponeringen minskade i långsammare takt under en period. När positionen så småningom avvecklas kommer valutaexponeringen att öka i motsvarande grad.

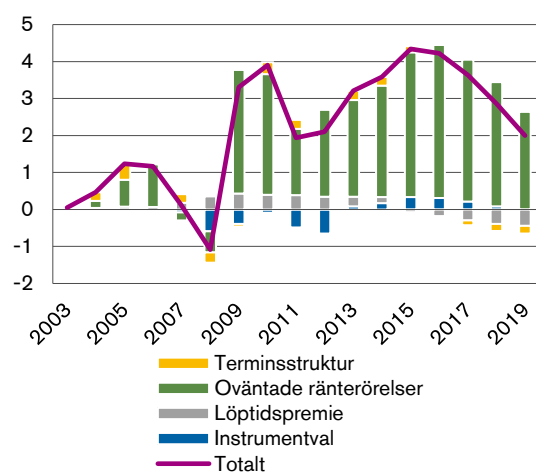
Ränteswappar har bidragit till lägre kostnad

Riksgälden använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Det kalkylmässiga resultatet av ränteswappar som ingått i detta syfte redovisas i diagram 36. Redovisningen följer i stora drag den metod som föreslogs av Riksrevisionen i rapporten "Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning" (RIR 2018:18).

För att bättre förstå vad som driver resultatet delas utfallet upp i fyra olika faktorer som beskrivs närmare i faktarutan på nästa sida. De faktorer som framför allt påverkade resultatet under 2019 var oväntade ränterörelser och löptidspremier medan övriga faktorer hade en mycket begränsad inverkan. Sammantaget gav ränteswapparna upphov till en nettointäkt på 2,0 miljarder kronor 2019.

Diagram 36. Kalkylmässigt resultat per år

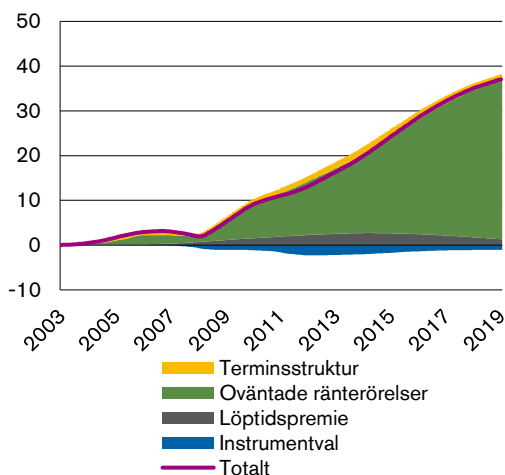
Miljarder kronor



Källa: Riksgälden

Diagram 37. Ackumulerat resultat

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden

Att de korta räntorna blivit lägre än förväntat bidrog med omkring 2,6 miljarder kronor till nettoresultatet. Detta är också den dominerade faktorn under de senaste tio åren, se diagram 37. Bidraget har dock minskat under de senaste tre åren och kommer sannolikt att fortsätta minska i takt med att äldre ränteswappar förfaller.

Den andra faktorn som påverkade resultatet för 2019 är den så kallade löptidspremien. Löptidspremien motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider. Historiskt sett har investerare krävt högre avkastning för att binda sina pengar under lång

tid vilket har gjort att det över tid har varit billigare för staten att låna i korta löptider. På senare år bedöms premien emellertid ha minskat, se diagram 38. De senaste fem åren har premien bidragit negativt till resultatet och för 2019 uppskattas merkostnaden till 0,4 miljarder kronor.

Dekomponering av resultatet för ränteswappar

Det kalkylmässiga resultatet för ränteswapparna kan delas upp i fyra beståndsdelar:

Instrumentval speglar värdet av själva tekniken att använda swappar för att förkorta löptiden i stället för att ändra fördelningen mellan obligationer och statsskuldväxlar. Resultatet beräknas som nettot av att erhålla skillnaden mellan swapp- och statsobligationsräntan (den så kallade swappspreaden) och att betala skillnaden mellan interbankräntan Stibor och räntan på en statsskuldväxel (den så kallade TED-spreaden).

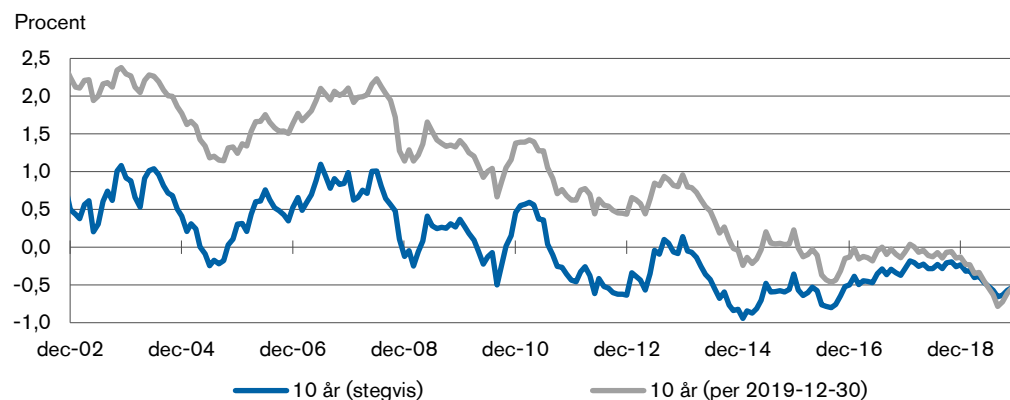
Löptidspremien motsvarar besparingen av att låna i kort löptid relativt lång löptid. Premien beräknas som skillnaden mellan den faktiskt observerbara statsobligationsräntan och den skattade icke-observerbara riskneutrala statsobligationsräntan. Riksgäldens baserar skattningarna av löptidspremien på ACM-modellen.³

Oväntade ränterörelser är skillnaden mellan den förväntade ränteutvecklingen då swappen ingicks och den realiserade rörliga räntan under swappens löptid. Öväntade ränterörelser kan exempelvis uppstå om Riksbanken höjer eller sänker styrräntan snabbare än förväntat.

Terminsstrukturen är den del av resultatet som grundar sig på skillnaden mellan den fasta räntan och den förväntade rörliga räntan över samma löptid. Om det finns förväntningar om att styrräntan kommer att höjas i framtiden är den fasta räntan högre än den rörliga i början av tidsperioden och lägre i slutet av perioden. För en enskild swapp ger det upphov till ett positivt resultat under de första åren och ett negativt resultat under de sista åren. Mätt över hela tidsperioden blir denna komponent nära noll.

³ Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110-138

Skattningen av löptidspremierna påverkas av vilken tidsperiod som används i beräkningen. För att skapa en rättvisande resultatuppföljning skattas löptidspremierna baserat på den historik som fanns tillgänglig vid tidpunkten då swapparna ingicks (stegvis skattning). Med stegvisa skattningar är löptidspremien lägre än med de skattningar som redovisats i riktlinjerna och som baseras på all tillgänglig data fram till beräkningstillfället.

Diagram 38. Skattning av löptidspremier

Källa: Riksgälden

Anmärkning: Skattningarna baseras på månadsdata för svenska swappräntor från juli 1995, se faktaruta.

Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras överhuvudtaget. 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 och gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller.

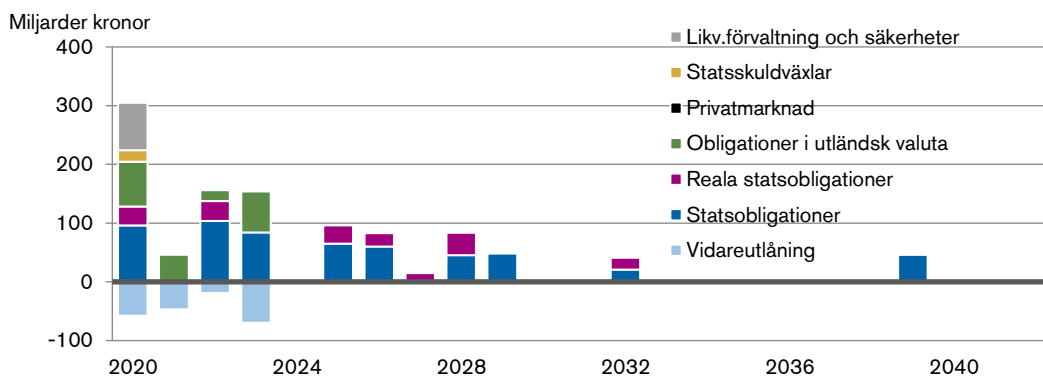
Obligationsförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga utgifter och inkomster (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar vara mellan 50 och 100 miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas likviditetsrisk (eller finansieringsrisk), vilken handlar om möjligheten att hantera betalningar i en vidare bemärkelse.

Likväl ska refinansieringsrisken beaktas. Riksgälden försöker begränsa den genom att eftersträva en jämn förfalloprofil för både nominella och reala obligationer samt genom att bidra till en väl fungerande statspappersmarknad.

Diagram 39 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. Diagrammet visar också fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög grad obligationslånen i utländsk valuta.

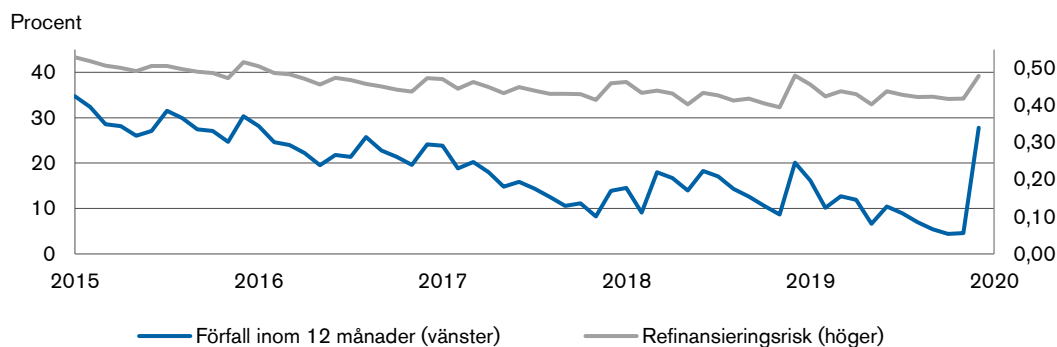
En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är den kortfristiga upplåningen som störst eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Likviditetsförvaltningen beskrivs närmare på sidan 24.

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.

Diagram 39. Förfalloprofil i december 2019

Källa: Riksgälden

I diagram 40 visas två mått på refinansieringsrisk. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig förfaller får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statsskulden.

Diagram 40. Refinansieringsrisk

Källa: Riksgälden

Måtten uppvisar samma mönster trots att det ena saknar den skarpa brytningen vid 12 månader. Diagrammet visar också ett säsongsmönster på grund av den omfattande penningmarknadsupplåningen runt årsskiftena. Den ökade refinansieringsrisken i december 2019 förklaras även av att två större obligationsförfall i slutet av 2020 hamnar inom den kommande 12-månadersperioden.

Motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner

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

För att hantera motpartsrisken för Riksgäldens placeringar inom likviditetsförvaltningen finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid. Under 2019 var placeringsbehovet i likviditetsförvaltningen betydligt lägre än 2018, men det förekom ändå perioder med stora placeringsbehov. Placeringarna skedde med motparter med god kreditvärdighet.

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs att Riksgälden och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet är bilateralt, vilket innebär att motparten måste ställa säkerheter till Riksgälden om värdet på instrumenten är positivt för Riksgälden och vice versa. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden.

En översyn av ISDA/CSA-avtalen slutfördes under 2017. Översynen resulterade bland annat i att säkerheter ska börja utbytas tidigare, i linje med nuvarande marknadspraxis. Förändringen införs i takt med att Riksgälden och motparten tecknar nya, reviderade avtal. Denna typ av regelverk definieras och uppdateras inom ramen för Riksgäldens finans- och riskpolicy.

För att begränsa motpartsrisken har Riksgälden en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Det sammanvägda kreditbetyget baseras på kreditbetyg från tre olika kreditvärderingsinstitut. Under året skedde endast ett fåtal ändringar, uteslutande till det bättre, i de sammanvägda kreditbetygen för de motparter Riksgälden använder.

Riksgälden arbetar för att statens finanser hanteras effektivt och att det finansiella systemet är stabilt. Riksgälden spelar därmed en viktig roll både på finansmarknaden och i samhällsekonomin.



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 | Postadress: 103 74 Stockholm | Telefon: 08 613 45 00
E-post: riksgalden@riksgalden.se | Webb: riksgalden.se