

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2024–2027





Riksgäldens uppgifter

En av Riksgäldens huvuduppgifter är att låna pengar för statens räkning och 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.

Skuldförvaltningen styrs övergripande genom budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret. 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 löptiden ska ha.

Regeringen beslutar om nya riktlinjer 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.

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

Innehållsförteckning

Sammanfattning	4
Förslag till riktlinjer 2024–2027	5
Statsskuldens förvaltningens mål.....	5
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål	5
Riktlinjeprocessen	6
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	6
Statsskuldens löptid.....	6
Kostnad och risk.....	7
Marknads- och skuldvard.....	7
Positionstagande	7
Lån för att tillgodose behovet av statslån	8
Medelsförvaltning m.m.....	8
Samråd och samverkan	8
Utvärdering.....	9
Oförändrade riktvärden föreslås	10
Andelen realskuld ligger fast	10
Oförändrat styrintervall för löptiden.....	13
Avvecklingen av valutaexponeringen fortsätter	14
Förutsättningar på längre sikt	16
Liten skuld och dålig likviditet i utgångsläget	16
Finanspolitiska ramverket ger minskad statsskuld	17
Minskat statspappersutbud om skulden faller mer	20
Skuldstorleken påverkar marknadslikviditeten	21
Förutsättningarna är viktiga för riktlinjeanalysen	22

Sammanfattning

Riksgälden föreslår oförändrade riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2024. Statsskuldens sammansättning föreslås därmed fortsatt styras mot en andel realskuld på 20 procent och en på sikt avvecklad valutaexponering. Statsskuldens löptid mätt som duration föreslås fortsatt ligga inom intervallet 3,5–6 år. Som utgångspunkt för att utveckla analysen av statsskuldens förvaltning presenterar Riksgälden en analys av förutsättningarna på längre sikt, där statsskuldens storlek utgör en central faktor.

- Riksgälden ser inte behov av att ändra riktvärdena för statsskuldens sammansättning och löptid i riktlinjerna för 2024. Förslaget om oförändrade riktlinjer bygger på en analys av förväntade kostnadsfördelar med real upplåning jämfört med nominell upplåning och en analys av löptidspremier. Avseende statsskuldens exponering i utländsk valuta gäller fortfarande den analys som presenterades i förra årets riktlinjeförslag. Analysen visade att exponeringen i utländsk valuta bör avvecklas eftersom den medför högre risk utan att ge systematiska kostnadsfördelar. Det finns inte heller operativa skäl att ha en viss valutaexponering.
- Riktlinjeförslaget innebär att statsskuldens sammansättning fortsatt styrs mot en andel realskuld på 20 procent och en på sikt avvecklad valutaexponering. Statsskuldens löptid mätt som duration ska ligga inom intervallet 3,5–6 år.
- Analysen av förutsättningarna för skuldförvaltningen utgår från ett antal scenarion för statsskuldens utveckling på längre sikt och visar att en fortsatt sjunkande statsskuld skulle innebära att riktlinjerna behöver anpassas efter ett nytt läge. Med en liten skuld är det rimligt att lägga mindre vikt vid diversifiering mellan skuldinstrument och i stället fokusera på att upprätthålla de viktigaste lånekanalerna för att säkra framtida upplåning till låga kostnader.
- Analysen av de långsiktiga förutsättningarna har ingen direkt påverkan på årets riktlinjeförslag men ligger till grund för framtida analyser av hur statsskulden bör förvaltas.

Förslag till riktlinjer 2024–2027

Riksgälden föreslår här riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2024–2027. För åren 2025–2027 avser förslaget preliminära riktlinjer. Även relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret¹ finns med för att ge en överblick över ramverket. Riksgäldens förslag innebär inga ändringar i styrningen av statsskulden. Motiv till förslaget beskrivs i nästa kapitel.

Statsskultsförvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. (5 kap. 5 § budgetlagen)

Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. (2 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
3. Efter särskilt bemyndigande som lämnas för ett budgetår i sänder får regeringen eller efter regeringens bestämmande Riksgäldskontoret ta upp lån till staten för att
 - finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
 - tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
 - amortera, lösa in och köpa upp statslån, och
 - i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider.

(5 kap. 1 § budgetlagen)

Om Riksbanken beslutar om upplåning enligt 2 eller 3 §, ska Riksgäldskontoret ta upp lån till staten i detta syfte. Riksgäldskontoret ska ta ut full ersättning för statens kostnader för upplåningen.

(10 kap. 4 § lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank)

¹ Riksgäldskontoret är Riksgäldens juridiska namn och används därför i punkterna.

Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. (5 kap. 6 § budgetlagen)
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. (5 kap. 6 § budgetlagen)
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. (5 kap. 7 § budgetlagen)
9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. (15 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i enskilda skuldslag, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronaskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skuldslagets andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.
12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Valutaexponeringen kan dock variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar i enlighet med punkt 35.
13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronaskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

Statsskuldens löptid

15. Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.

16. Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.
17. Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.
18. Löptiden ska mätas som duration.

Kostnad och risk

19. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
20. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
21. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
22. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
23. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
25. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvård

26. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
27. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.

Positionstagande

28. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad, och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

29. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.

30. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

Lån för att tillgodose behovet av statslån

31. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap 1§ budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion. Riksgälden får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.
32. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut och om stabilitetsfonden.

Medelsförvaltning m.m.

33. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. (5 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
34. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. (7 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
35. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. (6 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)

Samråd och samverkan

36. Riksgäldskontoret ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. (12 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)

37. Riksgäldskontoret ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. (11 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret)
38. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

Utvärdering

39. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårsperioder.
40. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
41. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
42. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.
43. Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt över perioden från och med 2023 till och med 2026. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner inom positionsmandatet (punkt 42). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

Oförändrade riktvärden föreslås

Riksgälden ser ingen anledning att i nuläget göra några ändringar i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning. Nuvarande analysram för statsskuldens sammansättning och löptid visar att riktvärdena kan ligga kvar under 2024. Inför kommande riktlinjeförslag avser Riksgälden att utveckla analyserna och koppla dem till de långsiktiga förutsättningar vi ser framåt för statsskuldens förvaltning.

I arbetet med årets riktlinjeförslag har Riksgälden analyserat statsskuldens sammansättning och löptid i syfte att undersöka om nuvarande analysram ger resultat som motiverar förslag till ändrade riktlinjer. Det handlar dels om analys av förväntade kostnadsfördelar med real upplåning jämfört med nominell upplåning, dels om analys av löptidspremier. Avseende statsskuldens exponering i utländsk valuta gäller fortfarande analysen som presenterades i förra årets riktlinjeförslag.

Finansutskottet uttryckte i sitt betänkande (bet. 2021/22:FiU42) ett behov av att ytterligare analysera likviditetssituationen på den svenska statspappersmarknaden. Marknadslikviditeten ingår i den analys av de långsiktiga förutsättningarna för statsskuldens förvaltning som presenteras i nästa kapitel. Statsskuldens storlek och marknadens funktionssätt är viktiga utgångspunkter för Riksgäldens fortsatta arbete med att utveckla analysen av hur statsskulden bör förvaltas utifrån målet om att långsiktigt minimera kostnaden och beakta risker.

Andelen realskuld ligger fast

Reala statsobligationer introducerades 1994 och har sedan dess varit en viktig upplåningsform. Det fanns flera motiv till att staten började ge ut realobligationer. För det första väntades realupplåning kunna sänka kostnaden för skulden. För det andra skulle realobligationerna bidra till ökad diversifiering av skulden i termer av både lägre kostnadsvariation och en bredare investerarbas.

Förväntan om sänkt kostnad byggde på bedömningen att investerare var beredda att betala extra för att försäkra sig mot inflationsförändringar. Det faktum att staten skulle bära inflationsrisken i realobligationerna ansågs också ge ökad trovärdighet åt inflationsmålet. En sådan ökad trovärdighet kunde sänka den förväntade kostnaden för all statlig upplåning, även i nominella instrument. Detta eftersom inflationsriskpremien, som utgör en del av den nominella räntan, minskar när inflationen uppfattas mer stabil kring målnivån.

Förutsättningarna för statens upplåning förändras emellertid över tid och därför är det viktigt att regelbundet ompröva riktlinjerna efter rådande förhållanden. En del i detta är att bedöma om det finns någon tydlig och persistent kostnadsskillnad mellan real och nominell upplåning. I arbetet med årets riktlinjeförslag har vi därför

uppdaterat den analys som gjordes i förslaget till riktlinjer 2020–2023. Resultatet beskrivs nedan.

Andra aspekter för framtida analys är diversifieringseffekter, undanträngning och påverkan på statspappersmarknadens funktionssätt. Det handlar om att analysera sammansättningen av olika skuldinstrument i statsskulden. Nominella obligationer är Riksgäldens viktigaste finansieringskälla och realobligationer är ett komplement till nominella obligationer. Upplåningen i realobligationer bör vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel, men inte så stor att den tränger undan nominella statsobligationer och försämrar likviditeteten på den marknaden.

En central fråga är hur stark efterfrågan är på realobligationer i kronor. Ett underlag till den analysen är den marknadsundersökning som Riksgälden gjorde under våren 2023. Resultatet indikerar att efterfrågan på realobligationer är låg för närvarande och har varit låg under många år, men att det finns ett visst intresse eftersom realobligationer bidrar till diversifiering utan likvärdiga substitut. En av anledningarna till den låga efterfrågan angavs vara dålig marknadslikviditet. Resultatet av undersökningen beskrivs i Statsupplåning – prognos och analys 2023:2. Riksgälden avser att använda resultatet som en del i den fortsatta analysen av hur statsskulden bör vara sammansatt.

Riksgäldens fortsatta riktlinjeanalyser behöver beakta dessa aspekter, med början i frågan om statsskulden bör bestå av 20 procent realskuld även med de förutsättningar vi ser framöver. Förutsättningarna för skuldförvaltningen på sikt diskuteras i avsnittet Förutsättningar på lägre sikt sist i rapporten.

Ingen entydig bild kring kostnadsfördel

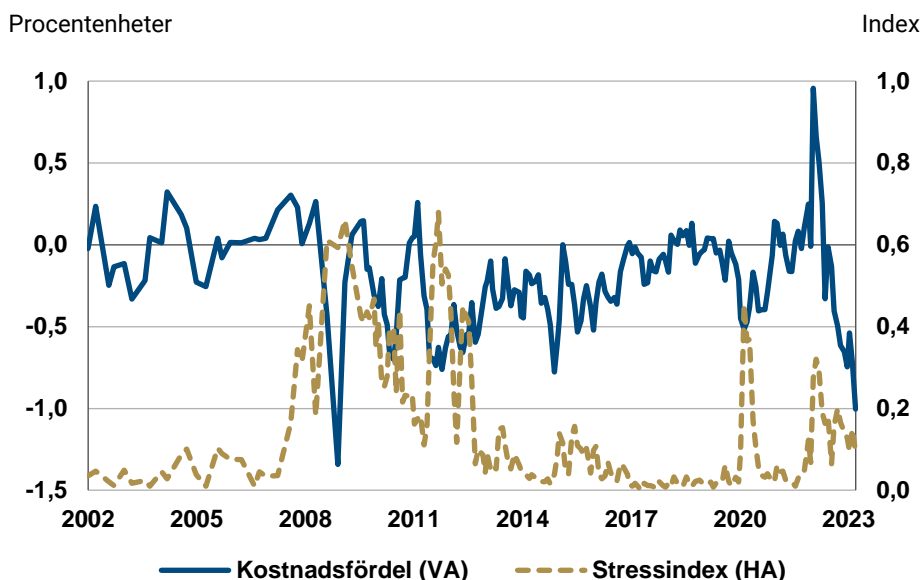
Analysen av om det finns någon tydlig och persistent kostnadsfördel för real upplåning jämfört med nominell utgår från ett hypotetiskt jämförelsescenario. Utvärderingen sker från ett ex ante-perspektiv och grundar sig i en jämförelse mellan räntor på en nominell statsobligation och en realobligation med samma löptid. En utförlig beskrivning av analysen finns i Riksgäldens förslag till riktlinjer 2020–2023 på sidan 12.

Diagram 1 visar den skattade förväntade besparingen, som är skillnaden mellan femårig break-even inflation (BEI) och inflationsförväntningarna över samma tidsperiod. BEI är den inflationstakt som gör avkastningen på nominella och reala obligationer lika.

Mellan 2002 och 2008 fluktuerade den skattade förväntade besparingen kring noll, vilket innebär att förväntade kostnader för reala respektive nominella obligationer var i princip likvärdiga. Därefter har den förväntade besparingen legat mestadels på den negativa sidan, vilket innebär att nominella obligationer ex ante varit något mer förmånliga att emittera. Den förväntade merkostnaden för realobligationer krympte trendmässigt från 2012 fram till utbrottet av coronapandemin 2020. Under våren 2022 steg BEI betydligt snabbare än inflationsförväntningarna och indikerade därmed en betydande förväntad besparing att låna i realobligationer. Sedan sommaren 2022 har den förväntade besparingen blivit negativ och fortsatt minska

till en mycket låg nivå historiskt sett. Denna utveckling har drivits framför allt av snabbt sjunkande BEI medan inflationsförväntningarna har varit mer stabila. Diagrammet visar också att den förväntade besparingen har varit låg när stressnivån var mycket hög, exempelvis i tider av finansiell turbulens, som under den globala finanskrisen, eurokrisen och coronapandemin.

Diagram 1 Förväntad besparing av upplåning i reala jämfört med nominella obligationer



Anm. Förväntad besparing beräknas som skillnaden mellan femårig break-even inflation (BEI) och inflationsförväntningarna över samma tidsperiod enligt penningmarknadsaktörerna i Kantar Sifos enkätundersökningar. Ett positivt värde betyder att det kan förväntas vara billigare att låna realt än nominellt. Stressindex, framtaget av Riksbanken, är en indikator för finansiell stress för Sverige. Stressindex varierar mellan 0 och 1. Ett högre värde indikerar en högre nivå av stress. Båda serierna i diagrammet visar värden vid publicering av inflationsförväntningar (kvartalsvis t.o.m. oktober 2006 och månadsvis därefter). För BEI och stressindex används snitt av de tio handelsdagar som föregår publiceringsdatumet. Tidsperioden sträcker sig mellan mars 2002 och maj 2023.

Källa: Refinitiv, Kantar Sifo Prospera, Riksbanken och Riksgäldens egna beräkningar.

Det är värt att betona att denna analys syftar till att mäta skillnaden i lånekostnaden ex ante. Måttet på förväntad besparing indikerar om man kan förvänta sig en skillnad i upplåningskostnaderna mellan nominella och reala obligationer framöver. Vad skillnaden i lånekostnaden slutligen blir beror på utfallet av inflationen. I den årliga rapporten Statsskuldens förvaltning – underlag för utvärdering, redovisar Riksgälden löpande den kalkylmässiga kostnaden för real upplåning. Enligt den senaste rapporten har real upplåning inneburit en ackumulerad besparing sedan 1994 på cirka 24 miljarder kronor. År 2022 kostade realupplåning 20,9 miljarder kronor mer än nominell upplåning på grund av den höga inflationen.

Diagrammet indikerar att det funnits en betydande förväntad merkostnad för real upplåning det senaste året. Målet för skuldförvaltningen är att minimera kostnaden över tid och Riksgälden baserar därför analysen på data över långa perioder där

slutsatser inte baseras på utvecklingen enskilda år. Det är för tidigt att dra slutsatser om huruvida den förväntade merkostnaden för närvarande enbart är kopplad till det nuvarande ekonomiska läget eller om det är en mer varaktig förändring. Resultat från enkätundersökningar är dessutom inte ett perfekt mått på marknadens syn på inflationsutvecklingen.

Sammanfattningsvis tyder den kvantitativa analysen på att det inte finns någon större persistent kostnadsskillnad mellan real och nominell upplåning. Den skattade förväntade kostnadsbesparingen varierar över tid och ger ingen tydlig bild av någon kostnadsfördel med real upplåning. Utifrån den analys som har genomförts i år finns det därför inget skäl att föreslå en ändring av nuvarande realandel.

Oförändrat styrintervall för löptiden

En viktig faktor som påverkar kostnad och risk är statsskuldens löptid. Att låna på längre löptider minskar risken i termer av kostnadsvariation för statsskulden. Historiskt har löptidspremierna varit positiva, vilket medfört att Riksgälden har betalat en förväntad merkostnad för att låna på längre löptider.

Löptidspremier ligger fortsatt på låg nivå

För att skatta löptidspremier använder Riksgälden en räntemodell utvecklad av Federal Reserve². Dataunderlaget till modellen består av svenska swappräntor med löptider mellan 1 och 10 år under perioden augusti 1995 till mars 2023.

Diagram 2 visar att löptidspremien uppvisar en fallande trend under perioden 1995 till 2021. Under perioden 2015 till 2021 understeg den skattade löptidspremien noll, vilket sammanfaller med perioden då Riksbanken bedrev en okonventionell penningpolitik med omfattande värdepappersköp. Löptidspremien har ökat sedan början av 2022. Under samma period har penningpolitiken stramats åt mot bakgrund av den höga inflationen. Värdepappersköpen minskade först i omfattning 2022 och har upphört helt och utbytt i försäljning av statsobligationer under 2023.

² 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.

Diagram 2 Svensk tioårig löptidspremie

Procentenheter



Anm. Löptidspremien, presenteras på månatlig basis, gäller för svenska tioåriga swappräntor. Tidsperioden sträcker sig mellan augusti 1995 och mars 2023.

Källa: Refinitiv och Riksgäldens egna beräkningar.

Som framgår av diagrammet varierar löptidspremien över tid. Ökningen under 2022 är stor för ett enskilt år men nivån är fortfarande historiskt sett låg. Att förkorta löptiden i statsskuden skulle därmed generera en historiskt sett liten kostnadsfördel. Risker i termer av kostnadsvariation skulle däremot öka. Även ränteomsättningsrisken ökar med kortare löptider. Riksgälden bedömer att den nuvarande avvägningen mellan kostnad och risk är fortsatt ändamålsenlig med hänsyn till löptidspremiens utveckling.

Sammanfattningsvis föreslår Riksgälden en oförändrad styrning av statsskuldens löptid. Löptidspremien ligger fortsatt på en låg nivå historiskt sett. Riksgälden bedömer att det är för tidigt att dra några slutsatser om hur löptidspremier kan förväntas utvecklas på lång sikt på basis av den senaste tidens ökning.

Avvecklingen av valutaexponeringen fortsätter

År 2023 började Riksgälden den avveckling av statsskuldens exponering i utländsk valuta som beslutades förra året. Motivet till att valutaexponeringen avvecklas är att den medför högre risk utan att över tid förväntas ge några kostnadsfördelar. Analysen om valutaexponeringen i det förra förslaget till riktlinjer gäller fortfarande.

Avvecklingen innebär att Riksgälden gradvis säljer kronor mot främst euro och schweizerfranc som är de valutor statsskuden har exponering i. Beloppen per månad är små i förhållande till marknadsomsättningen och bedöms inte påverka kronkursen.

Den svenska kronan har försvagats under de senaste åren. Beslutet om att avveckla valutaexponeringen är inte baserat på en uppfattning eller prognos om kronkursen. Däremot påverkar utvecklingen av kronkursen kostnaden för

avvecklingen. För att minska risken för att all avveckling sker under en period då kronan är temporärt svag gör vi den gradvis över fyra år. Hur avvecklingen fortlöper redovisas i rapporten Statsskuldens förvaltning – underlag för utvärdering.

Förutom riktvärdet för statsskuldens exponering i utländsk valuta (riktlinjepunkt 12), har Riksgälden ett mandat att ta positioner i den svenska kronan på maximalt 7,5 miljarder kronor (riktlinjepunkt 30). Vi har i nuläget inga sådana positioner i den svenska kronan. Den senaste positionen avvecklades under 2022 med en liten vinst (resultatet redovisades i Statsskuldens förvaltning – underlag för utvärdering).

Förutsättningar på längre sikt

De huvudsakliga faktorer som väntas påverka förutsättningarna för förvaltningen av statsskulden framöver är hur skuldens storlek och statspappersmarknadens funktionssätt utvecklas. Förutsättningarna beskrivs här med utgångspunkt i tre scenarier för statsskuldens utveckling. Riksgälden konstaterar att en fortsatt sjunkande statsskuld skulle innebära att riktlinjerna för förvaltningen behöver anpassas.

Målet för förvaltningen av statsskulden är att minimera den långsiktiga kostnaden samtidigt som risken beaktas. Långsiktigheten innebär att riktlinjerna utformas för att uppnå en låg kostnad för skulden som helhet över tid, snarare än i enskilda emissioner eller instrument. En viktig fråga att ta ställning till är hur skuldportföljen bör se ut i termer av olika skuldslag och löptider. Möjligheten att uppnå en långsiktigt låg upplåningskostnad påverkas också av andra faktorer som en väl fungerande statspappersmarknad och högt förtroende för staten som emittent.

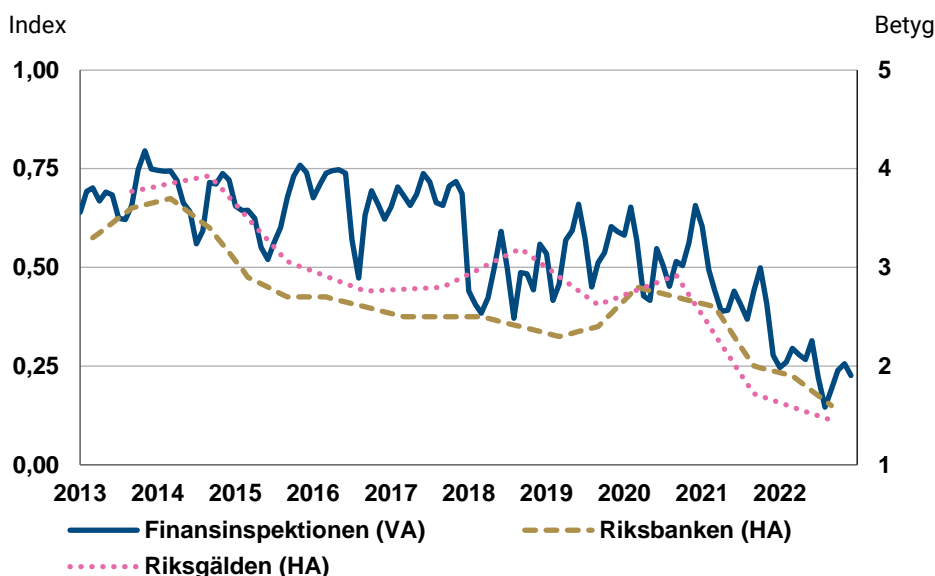
I riktlinjerna bestäms avvägningen mellan kostnad och risk utifrån långsiktiga, strukturella faktorer. Det handlar alltså inte om att anpassa riktlinjerna efter kortsiktiga fluktuationer i ränteläget eller valutakurser. Den långsiktiga utvecklingen av statsskuldens storlek är en grundläggande strukturell faktor. En annan är hur olika riskpremier utvecklas. En sådan riskpremie – likviditetspremien – är kopplad till hur statspappersmarknaden fungerar. Det är framför allt dessa två faktorer – skuldens storlek och marknadens funktionssätt – som beskrivs nedan. Andra faktorer som också påverkar beslut om förvaltningen av statsskulden är utformningen av regelverk och andra aspekter som påverkar investerarens beteende.

Liten skuld och dålig likviditet i utgångsläget

Utgångsläget för analysen av förutsättningarna på lång sikt präglas av två trender; dels att statsskulden har varierat kring en svagt fallande trend i drygt två decennier, dels att marknadslikviditeten för nominella statsobligationer har försämrats i stort sett kontinuerligt i cirka tio år.

Marknadslikviditet är ett begrepp som visserligen är svårt att definiera entydigt, men den samlade bilden av tre olika mått är samstämmig. Det har skett en tydlig försämring under ett antal år. Såväl Finansinspektionens kvantitativa mått baserat på marknadsdata som Riksbankens och Riksgäldens kvalitativa mått baserade på enkät svar ger samma bild. Det sistnämnda måttet går dessutom att tolka i termer av normativa omdömen och de senaste två åren har marknadslikviditeten varit med marginal 'underkänd' (betyg lägre än 3).

Diagram 3 Marknadslikviditeten för nominella statsobligationer de senaste 10 åren, mätt med tre olika mått



Anm. Riksbankens kvalitativa enkät är omräknad till ett sammanfattande kvantitativt mått, baserat på en rangordning av svarsalternativen från 1 (sämst) till 5 (högst).

Källa: Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden.

Finanspolitiska ramverket ger minskad statsskuld

Utformningen av det finanspolitiska ramverket är den viktigaste anledningen till att statsskulden trendmässigt har sjunkit i ungefär 25 år. Överskotts målet på för närvarande en tredjedels procent av BNP är definierat utifrån den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, vilket utöver den centrala staten innefattar kommunsektorn och ålderspensionssystemet. Ramverket innehåller bland annat även ett så kallat skuldankare – ett riktmärke – vilket gäller för hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, på 35 procent av BNP.

Staten är den sektor som får anpassa sig över tid så att överskotts målet uppnås över en konjunkturcykel, då ålderspensionssystemet kan beskrivas som autonomt och då kommuner och regioner är ålagda ett balanskrav. Åren 2000–2021 var statens finansiella sparande knappt 0,4 procent av BNP i genomsnitt medan det var ungefär 0,1 procent för ÅP-systemet och -0,2 procent för kommuner och regioner. För offentlig sektor som helhet innebär det ett genomsnittligt årligt sparande om cirka 0,3 procent av BNP.

Scenarier för statsskuldens utveckling

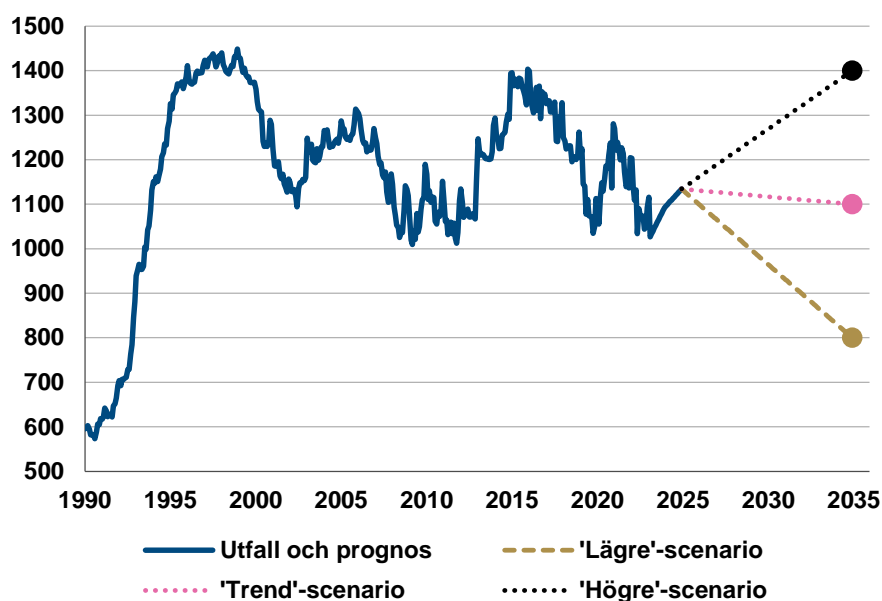
För att åskådliggöra möjliga utfall för statsskuldens storlek har Riksgälden analyserat olika scenarier. Då syftet med scenarierna är att illustrera hur de påverkar de långsiktiga förutsättningarna för skuldförvaltningen kompletteras en framskrivning av den historiska trenden med ett högre- respektive lägre-scenario. Poängen med scenarierna är att givet det nuvarande ramverket synliggöra möjliga

utfallsrum för statsskulden, baserat på antaganden från andra myndigheters långtidsscenarier.³ Scenarierna ska ses som illustrationer och ingen prognos.

Det går av förklarliga skäl inte att veta hur statsskulden utvecklas på lång sikt, men att utgå ifrån en framskrivning av den historiska trenden och möjliga avvikelser från denna gör att scenarierna blir förhållandevis enkla att tolka och förstå. Slutpunkten 2034 är vald mot bakgrund av att det är tio år bortom Riksgäldens normala prognoshorisont i rapporten Statsupplåning – prognos och analys. Prognosen från i maj används fram till 2024 och därefter tar scenarierna vid.

Diagram 4 Utfall för statsskulden, prognos till 2024 samt tre scenarier till 2034

Miljarder kronor



Anm. Prognosen för 2023 och 2024 är från Statsupplåningsrapport 2023:2.

Källa: Riksgälden.

Scenariot *'Trend'* innebär att den historiska utvecklingen fortsätter. Håller trenden för 1997–2023 i sig blir skulden cirka 1 100 miljarder kronor 2034.⁴ Scenariot *'Lägre'* innebär att skulden sjunker snabbare och är ungefär 800 miljarder kronor 2034. Det skulle till exempel vara förenligt med en situation där kommuner och regioner går med större underskott än de gjort historiskt, ungefär i linje med ESV:s prognos från december 2022, vilket i sin tur skulle medföra att staten behöver gå med större överskott och därmed leda till en sjunkande statsskuld. Scenariot *'Högre'* innebär i stället att skulden ökar och är cirka 1 400 miljarder kronor 2034.

³ Det faktiska utfallsrummet är naturligtvis större än det som scenarierna täcker. Två exempel är att ramverket kan ändras samtidigt som till exempel en finanskris kan generera en stor uppgång i statsskulden på kortare sikt.

⁴ Den exakta skuldnivån 2034 blir egentligen 1 087 miljarder kronor, men scenarierna syftar till att ge en bild av möjliga utvecklingar som i sin tur ska utgöra ett underlag för att illustrera förutsättningarna för skuldförvaltningen på lång sikt. Därför är de tre slutpunkterna ungefärliga och avrundade och är inte tänkta att exakt motsvara någon underliggande utveckling eller vara en prognos.

En sådan utveckling skulle till exempel kunna drivas av att ÅP-systemet successivt genererar allt större överskott, ungefär i linje med utvecklingen i Konjunkturinstitutets scenario i Konjunkturläget december 2022. Det skulle i sin tur innebära att staten kan gå med underskott, vilket gör att statsskulden ökar över tid mätt i kronor.⁵ Men skulden kommer ändå att sjunka till under 15 procent av BNP, förutsatt att ekonomin växer i linje med Konjunkturinstitutets senaste långtidsscenarier.

I diagram 4 illustreras respektive scenario för 2025–2034 genom en tunn, streckad linje med tydlig slutpunkt i syfte att understryka att det är situationen om ett drygt decennium som är syftet med illustrationen, snarare än vägen dit.

Större svängningar i budgetsaldot

En effekt av att statsskulden har minskat samtidigt som ekonomin växt är att de cykliska svängningarna i budgetsaldot relativt sett har blivit större. Variationen i nettolånebehovet (budgetsaldot med omvänt tecken) det senaste året är till exempel ungefär tre gånger så stor som den var för 20 år sedan, se diagram 5. Denna utveckling har lett till ett behov av att ha en större volym kortfristiga instrument i den planerade upplåningen för att kunna parera svängningar. Hur stor variationen väntas bli kan påverka fördelningen mellan skuldinstrument även framöver.

Diagram 5 Variationen i nettolånebehovet som andel av statsskulden, samt trenden före och efter finanspolitiska ramverkets införande

12 månaders rullande standardavvikelse



Anm. Skuggad period avser tiden för det etappvisa införandet av det finanspolitiska ramverket (1995-2000).

Källa: Riksgälden.

⁵ Även frågan om en möjlig framtida ändring av överskottsmålet, till exempel till ett balansmål, skulle kunna modelleras på liknande sätt. Ett lägre överskott i offentlig sektor leder till ett lägre statligt budgetsaldo, givet oförändrade antaganden om ÅP-systemet samt kommuner och regioner.

Minskat statspappersutbud om skulden faller mer

Ovan nämnda scenarier skulle kunna hanteras på olika sätt, men för att illustrera förutsättningarna för skuldförvaltningen så tydligt och enkelt som möjligt utgår resonemangen nedan från nuvarande riktlinjer och upplåningspolicy. Det innebär att andelen realobligationer ska vara 20 procent och att nominella obligationer är prioriterade i fördelningen mellan olika skuldinstrument i tabell 1. Då storleken på statsskulden skiljer sig åt mellan scenarierna finns det följaktligen olika mycket utrymme för volymen av nominella statsobligationer. Den utestående stocken nominella obligationer har i genomsnitt utgjort drygt 50 procent av statsskulden de senaste 20 åren. Detta förhållande återspeglas i respektive scenario.

Tabell 1 Möjlig fördelning mellan skuldinstrument i scenarierna för statsskulden

Miljarder kronor

	2023	2024	2034			
			'Lägre'	'Trend'	'Högre'	
Nominella obligationer	535	594	...	451	634	817
Realobligationer	238	249	...	160	220	280
Gröna obligationer	20	20	...	0	0	0
Obligationer i utländsk valuta	21	21	...	24	49	73
Statsskuldväxlar	135	148	...	110	110	110
Likviditetsförvaltningsinstrument	123	89	...	55	88	120
Skuld	1071	1119	...	800	1100	1400

Anm. Prognos för 2023 och 2024 från Statsupplåningsrapporten 2023:2. Statsskulden inklusive vidareutlåning och förvaltningstillgångar. Beloppet avser utestående stock vid utgången av året.

Källa: Riksgälden.

I 'Lägre'-scenariot finns ett antagande motsvarande fem utestående lån om 60 miljarder kronor vardera, motsvarande emission av ett nytt tioårigt lån vartannat år.⁶ Till denna stock om 300 miljarder kronor kommer dagens lån med förfall bortom 2034 om totalt 70 miljarder kronor. Uppräknat med 2 procents inflation motsvarar det 451 miljarder kronor.⁷ I 'Trend'-scenariot ökar takten för emission av nya lån till var 18:e månad. Detta gör att den totala stocken nominella obligationer ökar från 451 till 643 miljarder kronor 2034. I 'Högre'-scenariot ökar takten ytterligare till en nyemission var 12:e månad, motsvarande tio utestående lån om 60 miljarder kronor styck, utöver lånen med längre löptid. I dagens penningvärde motsvarar alltså den utestående stocken nominella obligationer 370, 520 respektive 670 miljarder kronor i respektive scenario, vilket uppräknat med två

⁶ En lånestorlek om 60 miljarder kronor ligger nära de senaste fem årens genomsnittliga storlek (66) för lån med löptid upp till 10 år och är också i linje med det som den så kallade Hessius-rapporten 2014 (*Översyn av statsskuldspolitiken*, SOU 2014:8) bedömde vara den nivå som behövs för att "ge tillfredsställande likviditet".

⁷ Uppräkningen med inflation kan förstås som att den relevanta storleken på lånen (se föregående fotnot) antas växa med takten i prisökningarna i ekonomin.

procents inflation blir 451, 634 respektive 817 miljarder kronor (se översta raden i tabellen).

Under antagandet om att respektive utestående nominellt lån med upp till tio års löptid är 60 miljarder kronor, kan emissionstakten i de tre scenarierna alltså motsvara ett nytt lån var 24:e, 18:e respektive 12:e månad.

På motsvarande sätt varierar även lånen i utländsk valuta mellan scenarierna där den utestående stocken i de tre scenarierna motsvarar 20, 40 respektive 60 miljarder kronor i dagens penningvärde, vilket uppräknat med två procents inflation blir 24, 49 respektive 73 miljarder kronor.

Stocken statsskuldväxlar antas i alla tre scenarierna vara lika med genomsnittet för de tio senaste åren, uppräknat med två procents inflation (110 miljarder kronor). Likviditetsförvaltningen behandlas som en restpost, vilket leder till att dess storlek i 'Lägre'-scenariot är mindre än hälften av genomsnittet de senaste tio åren (cirka 125 miljarder kronor).

Skuldstorleken påverkar marknadslikviditeten

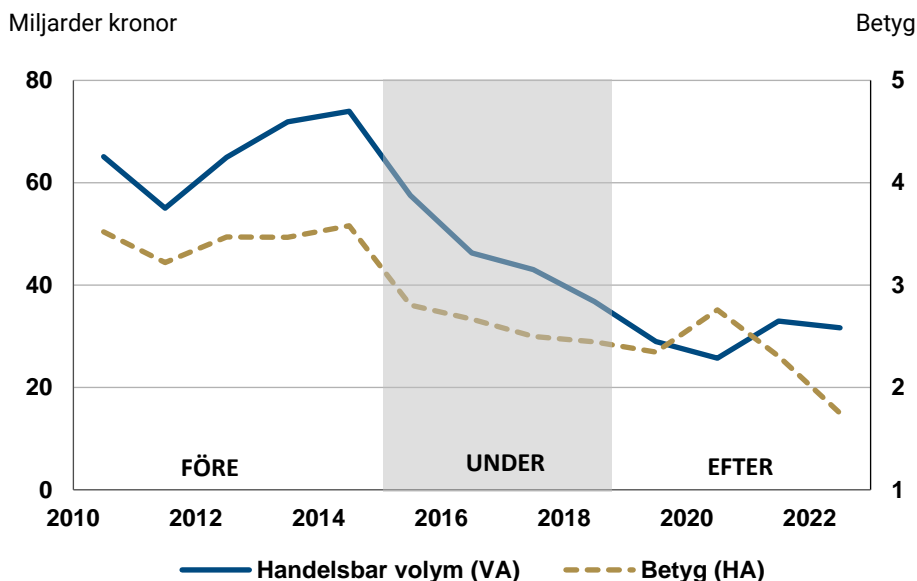
I framför allt 'Lägre'-scenariot kommer den utestående volymen nominella obligationer att vara så liten att en starkt negativ effekt på marknads funktionssätt kan förväntas. Även om försök har gjorts, till exempel i den så kallade Hessius-utredningen, är det vanskligt att ange en nedre gräns för den handelsbara volym av obligationer som är förenlig med en likvid marknad.⁸ Men även om det är osäkert exakt hur det ser ut är det rimligt att anta att det finns ett samband mellan handelsbar volym och hur likviditetssituationen uppfattas, något de senaste tio årens utveckling indikerar med en nedgång i både handelsbar volym och marknadslikviditet, se diagram 6.⁹

Det är möjligt att situationen förbättras framöver i takt med att Riksbanken fortsätter att successivt sälja sitt innehav och med att obligationer med kort löptid förfaller. På samma sätt kan även andra faktorer komma att påverka marknads funktionssätt framöver. 'Lägre'-scenariot är en illustration av att ju lägre skulden blir, desto svårare blir det för Riksgälden att emittera en tillräckligt stor volym statspapper för att upprätthålla en god marknadslikviditet.

⁸ Hessius m.fl. (2014), *Översyn av statsskuldspolitiken*, SOU 2014:8.

⁹ Illustrationen ska inte tolkas som att den handelsbara volymen obligationer är den enda eller viktigaste orsaken. Marknadslikviditeten har sannolikt även påverkats av en rad andra faktorer, till exempel låga och fallande räntor samt ändrade finansiella regleringar. Se rapporten Finansiella stabilitetsrådet (2023) *Obligationmarknaderna – en kartläggning*, för en genomgång av möjliga påverkande faktorer.

Diagram 6 Genomsnittlig utestående handelsbar volym för de fem- och tioåriga referenslånen samt betyg på marknadslikviditeten från Riksbankens Finansmarknadsenkät



Anm. Före, Under och Efter refererar till den period då Riksbanken huvudsakligen genomförde sina köp av statsobligationer. Med handelsbar volym avses den utestående volymen nominella statsobligationer minus den del av volymen som Riksbanken äger.

Källa: Riksbanken och Riksgälden.

Förutsättningarna är viktiga för riktlinjeanalysen

De förutsättningar som beskrivs ovan är en viktig utgångspunkt för det fortsatta arbetet med att analysera framför allt statsskuldens sammansättning. I en situation med en liten statsskuld har risken i form av kostnadsvariation per skuldenhet mindre betydelse än om skulden skulle motsvara en stor andel av BNP, eftersom påverkan på statens budget blir mindre. Det är då rimligt att lägga mindre vikt vid diversifiering av statsskulden för att minska denna risk, och i stället fokusera på att upprätthålla viktiga lånekanaler för att säkra framtida upplåning till låga kostnader.

Med en mindre skuld blir det också mindre viktigt att hålla nere refinansieringsrisken genom att ge ut obligationer med längre löptid. Då är det mer relevant att i högre grad prioritera låneberedskap, alltså förmågan att finansiera tillfälliga eller konjunkturella underskott. Även om staten har överskottsmål och en minskande statsskuld över tid, kommer det perioder med underskott som Riksgälden ska finansiera på ett kostnadseffektivt sätt. Vi behöver både en väl fungerande hemmamarknad och möjlighet att låna internationellt. Detta påverkar också avvägningen mellan diversifiering och fokusering.

I riktlinjerna styrs denna avvägning främst genom punkterna om statsskuldens sammansättning (11–14), men även i punkterna om refinansieringsrisk (22), låneberedskap (23) och marknads- och skuldvard (26).

De framtida förutsättningarna påverkar även hur Riksgälden planerar upplåningen utifrån de ramar som ges i riktlinjerna. Det handlar bland annat om vilka skuldinstrument och löptider vi väljer att emittera. Sammanfattningsvis spelar förutsättningarna stor roll för analysen både på riktlinjenivå och inom låneplaneringen.

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