

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 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 förvaltningen 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 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 har gått lämnar Riksgälden i februari en rapport med 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 2027	5
Statsskuldsförvaltningens mål.....	5
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål	5
Riktlinjeprocessen	6
Kostnad och risk.....	6
Statsskuldens sammansättning	7
Statsskuldens löptid.....	7
Rubriken utgår: Positionstagande.....	8
Lån för att tillgodose behovet av statslån	9
Medelsförvaltning m.m.....	9
Samråd och samverkan	9
Utvärdering.....	9
Förutsättningar för förvaltningen	11
Scenario pekar på växande statsskuld framöver.....	11
Väl fungerande marknad och bredare investerarbas	12
Löptidspremien är fortsatt svagt positiv	14
Skuldens sammansättning och löptid	16
Oförändrade riktvärden för sammansättning.....	17
Riktvärdet för löptiden föreslås vara 4,75 år	19
Räntekänsligheten ökar när skulden varierar	21
Något smalare avvikelseintervall för löptiden.....	22
Ändrade positionstagningsmandat	28
Minskat mandat för positioner i utländska valutor	29
Inga positioner i svenska kronor mot andra valutor	31
Samlad motivering till de föreslagna ändringarna	31
Bilaga: Ramverk för simulering av skuldens genomsnittliga löptid	33
Simuleringar av totalt lånebehov.....	33
Låneplanering	34

Sammanfattning

Riksgälden föreslår oförändrade riktvärden för statsskuldens sammansättning men en tydligare löptidsstyrning. Förslaget innebär att det tidigare löptidsintervallet ersätts med ett riktvärde och ett avvikelseintervall. Vi föreslår även att riktlinjepunkterna om att ta positioner i utländsk valuta och räntor samt i kronans valutakurs stryks, men att vi behåller ett mindre mandat att ta positioner i utländska valutor och räntor för låneberedskap.

En uppdaterad analys av statsskuldens förväntade kostnad och risk motiverar oförändrade riktvärden för statsskuldens sammansättning. Däremot föreslår Riksgälden redaktionella ändringar i riktlinjepunkterna för att anpassa dem till nuvarande förutsättningar, där statsskulden huvudsakligen ska bestå av nominell skuld i kronor och den strategiska valutaexponeringen ska vara noll.

När det gäller statsskuldens löptid föreslår Riksgälden ändrad styrning från enbart ett löptidsintervall till ett riktvärde med avvikelseintervall. Förslaget innebär en tydligare koppling mellan regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid och hur Riksgälden låneplanerar men innebär inte någon ändring i vår strategi.

Riksgälden motiverar riktvärde och avvikelseintervall var för sig. Riktvärdet motiverar vi genom att analysera löptidens betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk på längre sikt. Vi föreslår att riktvärdet för löptiden ska vara 4,75 år, vilket är detsamma som mitten av det tidigare intervallet. Avvikelseintervallet ska främst hantera varierande lånebehov och prognososäkerheter, vilket skapar förutsättning för förutsägbarhet i obligationsutbudet. Vår analys motiverar ett avvikelseintervall på $\pm 1,0$ år, vilket är något snävare än det tidigare löptidsintervallet.

Riksgälden föreslår till sist att avsnittet om att ta positioner i utländska valutor och räntor samt i kronans valutakurs stryks. Eftersom statsskuldens strategiska valutaexponering ska vara noll framöver är det inte längre motiverat att ta valutapositioner i syfte att minska kostnaden för statsskulden. Däremot föreslår vi att Riksgälden behåller ett mindre mandat att ta positioner i utländska valutor och räntor för att bidra till en god låneberedskap.

Förslag till riktlinjer 2027

Riksgälden föreslår här riktlinjer för statsskuldens förvaltning för 2027. Riktlinjerna beslutas årligen men är utformade för att gälla tills vidare. I de fall förslaget innebär ändringar i styrningen jämfört med gällande riktlinjer anger vi dessa i fet stil som inledande text till punkten. Även relevanta delar ur budgetlagen (2011:203), förordningen (2023:909) med instruktion för Riksgäldskontoret¹ samt lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank finns med för att ge en överblick över ramverket. Vi redovisar motiven till de föreslagna ändringarna senare i rapporten.

Statsskuldsförvaltningens 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 (3 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
3. Riksgäldskontoret får 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,
 - i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider.

(5 kap. 1 § budgetlagen)

Riksgäldskontoret ska ta upp lån till staten i syfte att tillgodose Riksbankens behov av upplåning för att

- fullgöra sina skyldigheter i fråga om Internationella valutafonden, och

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

- finansiera valutareserven.

(6 kap. 4 § och 10 kap. 4 § lagen [2022:1568] om Sveriges riksbank)

Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till Regeringskansliet lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statsskulden (30 § 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 Regeringskansliet lämna ett underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld (30 § 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 statsskulden ska genomföras (41 § 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 skuldvård.

Kostnad och risk

11. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
12. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
13. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
14. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bl.a. genom att ge ut instrument med minst tio år till förfall.

15. **Föreslagen ny skrivning:** Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

För att bidra till att upprätthålla en god låneberedskap får Riksgäldskontoret ta positioner i utländsk valuta. Positionerna får bara tas med standardiserade derivatinstrument i potentiella finansieringsvalutor och inte avse den svenska räntemarknaden eller kronans växelkurs. Positionerna ska värderas till marknadspris. Risken ska mätas som daglig Value-at-Risk (VaR) med 95 procents sannolikhet och en lämplig risknivå ska fastställas av Riksgäldskontoret.

Nuvarande skrivning: Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

16. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
17. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av sammansättning och löptid.
18. **Punkten utgår:** Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Statsskuldens sammansättning

18. **Ny punkt:** Statsskulden ska huvudsakligen bestå av nominell skuld i kronor.
19. Den utestående stocken real kronskuld ska minska successivt. Skuldslaget ska beräknas i nominellt belopp exklusive upplupen inflationskompensation. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på cirka 80 miljarder kronor.
20. **Föreslagen ny skrivning:** Riktvärdet för statsskuldens exponering i utländsk valuta ska vara noll. Valutaexponeringen kan dock variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar.
- Nuvarande skrivning:** 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 33.
21. **Punkten utgår:** Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

Statsskuldens löptid

21. **Omnumrerad från 22, föreslagen ny skrivning:** Riktvärdet för statsskuldens löptid ska vara 4,75 år med ett avvikelseintervall på ± 1 år.

Nuvarande skrivning i punkt 22: Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.

- 22. Omnumrerad från 23, föreslagen ny skrivning:** Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden och den reala kronskulden.

Nuvarande skrivning i punkt 23: Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.

- 23. Omnumrerad från 24, föreslagen ny skrivning:** Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det avvikelseintervall som anges i punkt 21.

Nuvarande skrivning i punkt 24: Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 22.

- 24. Omnumrerad från 25:** Löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid.

Rubriken utgår: Positionstagande

- 25. Punkten utgår:** 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.

- 26. Punkten utgår:** 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.

- 27. Punkten utgår:** 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

25. **Omnumrerad fråga 29:** 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.
26. **Omnumrerad fråga 30:** 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.

27. **Omnumrerad fråga 31:** Riksgäldskontoret 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 (22 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
28. **Omnumrerad fråga 32:** Myndigheten ska täcka de underskott som kan uppstå på statens centralkonto (24 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
29. **Omnumrerad fråga 33:** Myndighetens hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet (23 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

Samråd och samverkan

30. **Omnumrerad fråga 34:** Riksgäldskontoret ska ge Riksbanken tillfälle att yttra sig innan myndigheten fattar beslut i frågor om upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse (29 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
31. **Omnumrerad fråga 35:** Riksgäldskontoret ska samverka med Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (28 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
32. **Omnumrerad fråga 36:** Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån.

Utvärdering

33. **Omnumrerad fråga 37:** Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Utvärderingen ska även i huvudsak innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårs-perioder.

Utvärderingen ska baseras på Riksgäldskontorets analys i riktlinjeförslagen och Riksgäldskontorets underlag för respektive Statskontorets utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning.

I Riksgäldskontorets riktlinjeförslag ska även framgå hur föreslagna ändringar i riktlinjerna ska utvärderas. Riksgäldskontoret ska också analysera hur sammansättningen och löptiden har utvecklats. Analysmetoderna bör väljas, behållas eller bytas ut med hänsyn till kontinuitet över tid.

34. **Omnumrerad från 38:** Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning, inte minst riktlinjerna för skuldens sammansättning och löptid, ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldens förvaltning.
35. **Omnumrerad från 39:** Riksgäldskontorets beslut om den operativa förvaltningen av statens upplåning ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldförvaltningen och regeringens riktlinjer för skuldens sammansättning (punkterna 18–20), skuldens löptid (punkt 21), refinansieringsrisker (punkt 14), låneberedskap (punkt 15) och marknads- och skuldvård (punkt 16).
36. **Omnumrerad från 40, föreslagen ny skrivning:** Positioner som tas för att bidra till låneberedskap ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

Nuvarande skrivning i punkt 40: Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

37. **Omnumrerad från 41, föreslagen ny skrivning:** Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Att utvärderingen görs mot en jämn minskningstakt är inte styrande för den faktiska avvecklingstakt som Riksgäldskontoret beslutar. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner (punkt 36). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

Nuvarande skrivning i punkt 41: Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Att utvärderingen görs mot en jämn minskningstakt är inte styrande för den faktiska avvecklingstakt som Riksgäldskontoret beslutar. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner inom positionsmandatet (punkt 36). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

Förutsättningar för förvaltningen

Statsskuldens storlek är en viktig förutsättning för hur skulden bör förvaltas. Scenariot här pekar mot en fortsatt ökning av statsskulden, vilket blir ett ingångsvärde i de analyser som presenteras i kommande kapitel. Andra förutsättningar som spelar roll för styrningen av skuldförvaltningen är sådana som påverkar hur mycket extra avkastning investerare kräver i form av likviditets- och löptidspremier för att köpa olika typer av statspapper.

Målet för förvaltningen av statsskulden är att minimera den långsiktiga kostnaden samtidigt som risken beaktas. I riktlinjerna bestäms avvägningen mellan kostnad och risk utifrån långsiktiga, strukturella faktorer. En sådan faktor är statsskuldens storlek, vars utveckling spelar roll för utformningen av både regeringens riktlinjer och Riksgäldens upplåningsstrategier. Beslutet om skuldens löptid och sammansättning grundar sig på en avvägning mellan kostnad och risk och den avvägningen kan påverkas både av hur stor skulden är och hur snabbt den förväntas öka eller minska.

Ett annat viktigt ingångsvärde i valet av löptid är utvecklingen av löptidspremien, som vi beskriver nedan som fortsatt svagt positiv. Även likviditeten på statspappersmarknaden är en viktig faktor att beakta i skuldförvaltningen, eftersom dålig likviditet innebär högre likviditetspremier och därmed högre kostnad. Som framgår nedan har marknadslikviditeten förbättrats i takt med att skulden växt samtidigt som Riksbanken gått från att köpa till att sälja statspapper.

Scenario pekar på växande statsskuld framöver

Riksgälden beräknar scenariot för statsskuldens utveckling till 2030 baserat på ett tvådelat underlag. De första två åren baseras på prognosen i Riksgäldens senaste Statsupplåningsrapport (2026:1). För åren 2028–2030 baseras beräkningarna framför allt på Konjunkturinstitutets (KI:s) senaste Hållbarhetsrapport 2026 och deras framskrivning av hur de offentliga finanserna påverkas av försvarsfinansieringen, givet att aktiva budgetförstärkande åtgärder vidtas.

Försvarsuppbyggnad och stöd till Ukraina gör stort avtryck

De första åren i scenariot präglas av budgetpropositionen för 2026 och då framför allt den lånefinansierade utbyggnaden av försvaret och stöd till Ukraina. Bortom 2027 bestäms utvecklingen i scenariot till den största delen av försvarsuppbyggnadens låneram om 300 miljarder kronor samt i vilken takt som försvarsutgifterna successivt övergår till att finansieras genom budgetförstärkande åtgärder i stället för via lån. I KI:s framskrivning sker övergången successivt så att den offentliga sektorns finansiella sparande är i balans 2035, i linje med den publicerade parlamentariska överenskommelsen om det finanspolitiska ramverket.

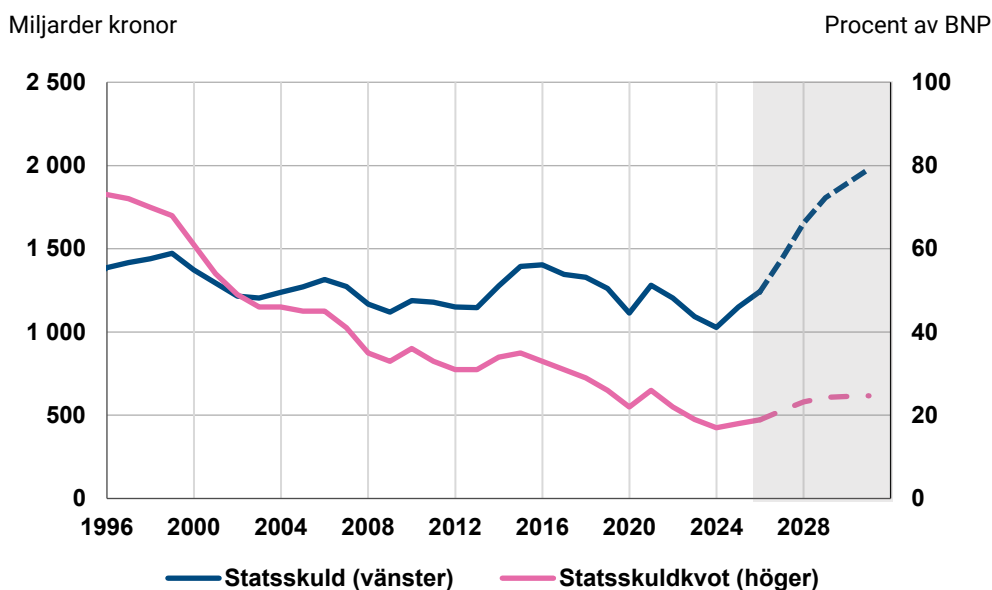
Men förstärkningen sker framför allt i början av tidsperioden och redan 2030 är sparandet cirka -0,5 procent av BNP, att jämföra med cirka -2 procent för 2026.

Sammantaget ger detta en stigande bana för statsskulden fram till 2030 oavsett val av mått, se diagram 1. Mätt i kronor stiger skulden till cirka 2 000 miljarder kronor till år 2030, medan den ökar till ungefär 25 procent som andel av BNP över samma horisont.

Det bör understrykas att långsiktiga scenarier är osäkra. Mycket kan hända även på kort tid, vilket inte minst har visat sig de senaste åren med både ett krig i vårt närområde och en pandemi. Det som ändå bidrar till att göra scenariot relevant är den breda politiska uppslutningen bakom både försvarsuppbyggnad och stöd till Ukraina, vilka är de två poster som huvudsakligen bidrar till skulduppbyggnaden kommande år. Den större delen av skuldökningen sker dessutom de närmsta åren.

Det framstår därför som sannolikt att skulden mätt i kronor kommer att öka tydligt kommande år, även om den ekonomiska utvecklingen kan bli både sämre och bättre än förväntat likväl som att finansieringen av försvaret kan gå både snabbare och långsammare än i scenariot.

Diagram 1 Statsskulden, utfall och scenario



Källor: SCB och Riksgälden.

Väl fungerande marknad och bredare investerarbas

En viktig del i analysen av marknadens funktionssätt och av investerarbasen är den pågående ökningen av volymen handelsbara nominella obligationer, se diagram 2. Tillsammans med flera andra faktorer som till exempel regleringar och räntenivåer utgör den en viktig förutsättning för hur marknaden fungerar.²

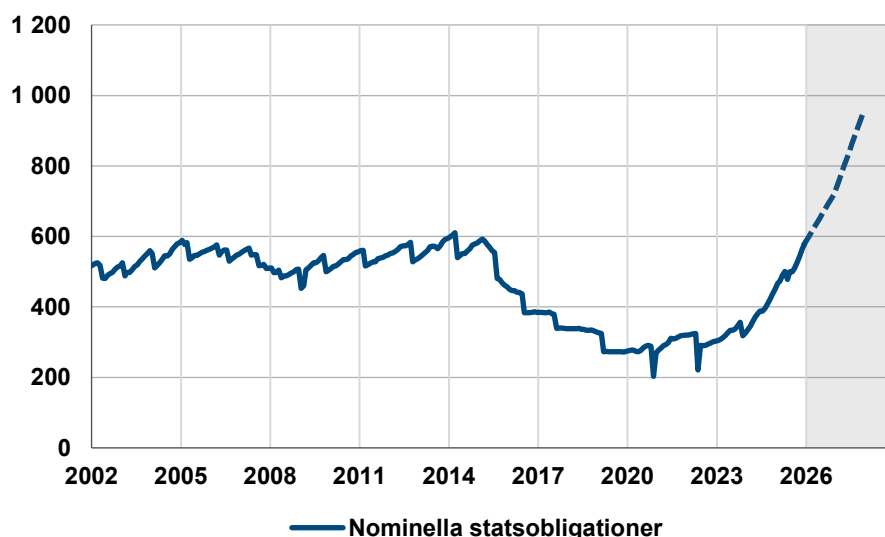
² För en utförligare genomgång, se till exempel Kommittén för finansiell stabilitet (2023), "Obligationsmarknaden – en kartläggning".

Under många år fram till 2015 var den handelsbara volymen relativt konstant, främst på grund av att den totala skulden varierade förhållandevis lite. I samband med att Riksbanken från och med 2015 under flera år successivt köpte ungefär hälften av volymen utestående nominella obligationer sjönk den handelsbara volymen från cirka 600 till ungefär 300 miljarder kronor. Det motsvarar en minskad andel från 15 till 5 procent av BNP. När Riksbanken sedan började sälja obligationerna ökade den handelsbara volymen igen. Det har de senaste åren skett samtidigt som Riksgälden emitterat allt större volymer obligationer på grund av underskott i statsbudgeten.

Ett större budgetunderskott på grund av försvarsutbyggnad och stöd till Ukraina samt ökad emissionsvolym av obligationer har däremot inte inneburit att svenska statspapper har blivit dyrare relativt andra jämförbara länder. Från början av 2025 till sommaren 2026 har den svenska tioårsräntan stigit mindre än den tyska, vilket har gjort ränteskillnaden mellan länderna mer negativ.

Diagram 2 Utestående volym nominella obligationer (ej gröna) exklusive Riksbankens innehav

Miljarder kronor



Anm. Den streckade linjen som visar prognos är interpolerad mellan observationer för respektive årsslut.

Källor: SCB och Riksgälden.

Även om den handelsbara volymen obligationer inte är den enda faktorn som avgör hur väl marknaden fungerar, går det att se likheter i utvecklingen med hur marknadens aktörer över tid har bedömt likviditeten, se diagram 3.

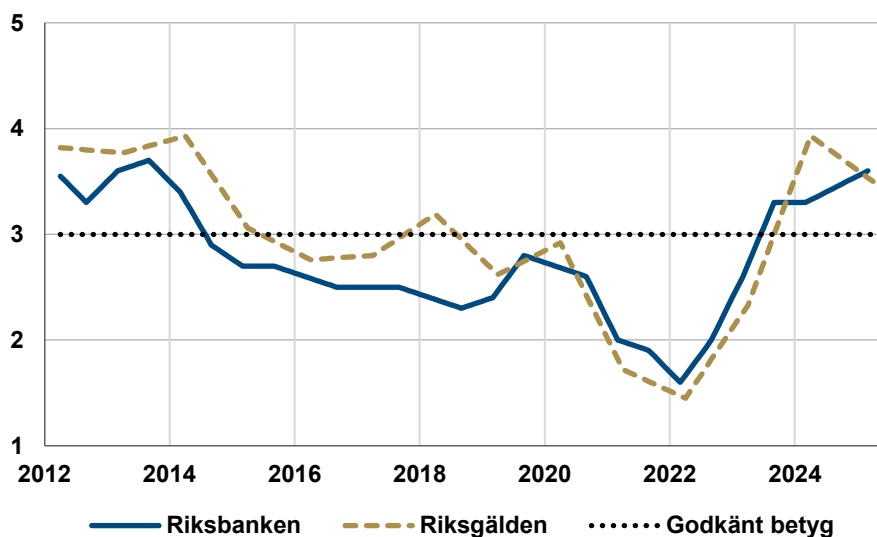
Åren då Riksbankens innehav var som störst sammanföll med ett underkänt betyg för likviditeten, men de senaste åren pekar enkätsvaren på en tydlig förbättring. Aktörerna lyfter i sina svar fram den ökade volymen obligationer som en viktig bidragande faktor till detta. Även om det är svårt att både bedöma och mäta effekten har denna utveckling sannolikt minskat likviditetspremien, alltså den merkostnad som investerare vill ha betalt för i form av en högre ränta om de

bedömer att det är svårare att köpa och sälja ett finansiellt instrument. Givet scenariot för statsskulden skulle ett ökat utbud kunna ge fortsatt stöd för marknadslikviditeten.

Även investerarbasen har påverkats av Riksbankens agerande och då framför allt gruppen utländska investerare, något vi har lyft även i tidigare års riktlinjeförslag. Den trenden har fortsatt det senaste året och i Finansmarknadsstatistiken framgår det att gruppen utländska investerare nu äger cirka 30 procent av den totala skulden. Även svenska banker samt försäkrings- och pensionsbolag har fortsatt att öka sina andelar.

Diagram 3 Upplevd likviditet på andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer, enkätundersökningar

Betyg



Källor: Riksgälden och Riksbanken.

Löptidspremien är fortsatt svagt positiv

En risk som investerare i statspapper kräver extra avkastning för är löptidsrisk. För statens del innebär lån på längre löptider minskad risk i termer av kostnadsvariation för statsskulden. Samtidigt har löptidspremierna historiskt varit positiva, vilket medfört att Riksgälden har betalat en förväntad merkostnad för att låna på längre löptider.

Riksgälden använder den så kallade ACM-modellen utvecklad av Federal Reserve för att skatta den svenska löptidspremien, se diagram 4.³ Modellen skattas på data över swappräntor med löptider mellan ett och tio år från augusti 1995 till juni 2026. När löptidspremien är positiv förväntas Riksgälden betala en högre kostnad för att låna på längre löptider.

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

En uppdatering av dessa beräkningar visar att löptidspremien under det senaste året kan beskrivas som ungefär oförändrad, där genomsnittet har varit drygt en halv procent. Det är därmed tydligt högre än de negativa värden som gällde under lågränteåren, men samtidigt klart lägre än före finanskrisen 2008.

Diagram 4 Svensk tioårig löptidspremie

Procent



Anm. Löptidspremien, som presenteras på månatlig basis, gäller för svenska tioåriga swappräntor. Tidsperioden sträcker sig mellan augusti 1995 och juni 2026.

Källa: Riksgälden.

Skuldens sammansättning och löptid

Riksgälden föreslår att styrningen av statsskuldens löptid förtydligas i riktlinjerna. Förslaget innebär att det tidigare styrintervallet ersätts med ett riktvärde och ett avvikelseintervall som är något snävare än tidigare. Det ger en tydligare styrning av löptiden, även om Riksgälden redan nu siktar mot det föreslagna riktvärdet i den operativa förvaltningen. Vi föreslår inga ändringar av riktvärdena för skuldens sammansättning.

Regeringen gör den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden genom att besluta om riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid, efter förslag från Riksgälden. Som ett stående inslag i riktlinjeförslagen presenterar vi en analys av statsskuldens förväntade kostnad och risk med olika löptider och sammansättningar. Ett utförligt analysunderlag ger förutsättningar för att kunna bedöma om valet av sammansättning och löptid är i enlighet med målet om att minimera kostnader med beaktande av risk.

Gällande statsskuldens sammansättning föreslog Riksgälden i riktlinjeförslaget för 2025 att den utestående realskulden ska minska. I årets riktlinjeförslag uppdaterar vi den tidigare analysen av om realobligationer kan minska kostnaden eller risken i statsskulden. Den uppdaterade analysen föranleder inte någon omprövning av det tidigare beslutet. Vi föreslår därför ett oförändrat riktvärde för realskulden.

Enligt ett annat tidigare beslut ska den strategiska valutaexponeringen i skulden vara avvecklad och anta riktvärdet noll från och med 2027. Det innebär att statsskulden från och med nästa år främst kommer att bestå av nominell och real skuld i svenska kronor.

När det gäller statsskuldens löptid föreslår Riksgälden en ändrad styrning från enbart ett intervall till ett riktvärde med ett avvikelseintervall. I förra årets riktlinjeförslag tydliggjorde Riksgälden för regeringen att vi i låneplaneringen siktar mot mitten av intervallet, vilket motsvarar 4,75 år. Styrningen mot det specifika riktvärdet formaliseras nu och lyfts upp i riktlinjepunkt 21.

Riksgälden motiverar riktvärde och avvikelseintervall var för sig. Riktvärdet motiverar vi genom att analysera löptidens betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk på längre sikt. Avvikelseintervallet däremot ska främst hantera variationer i lånebehov samt prognososäkerheter på kortare sikt. Vår analys motiverar ett avvikelseintervall på $\pm 1,0$ år, vilket är något snävare än det tidigare intervallet.

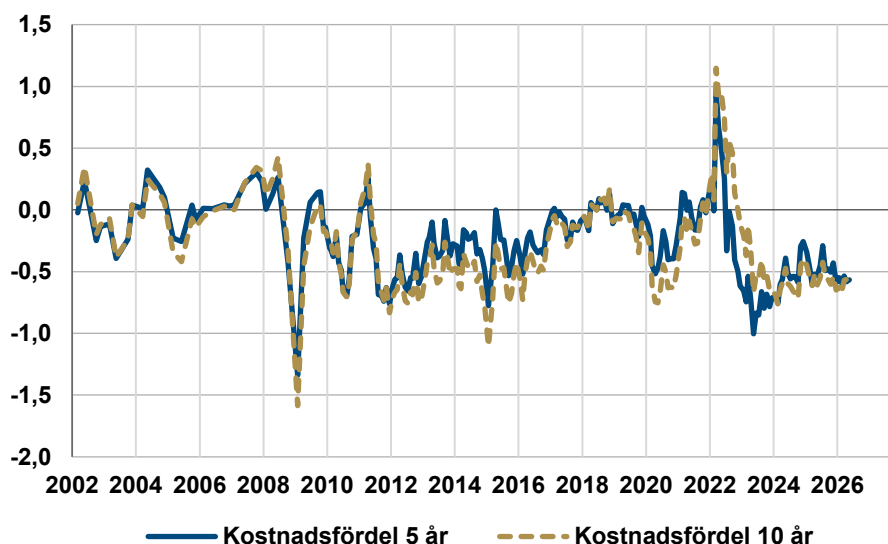
Oförändrade riktvärden för sammansättning

Riksgälden har i tidigare riktlinjeförslag funnit att det inte finns någon persistent kostnadsfördel för real jämfört med nominell upplåning. När vi nu uppdaterar analysen i årets riktlinjeförslag kommer vi till samma slutsats.

Analysen utgår från den så kallade break-even inflationen (BEI), som beräknas genom att jämföra räntan på en nominell statsobligation med räntan på en realobligation med motsvarande löptid. Vi mäter sedan kostnadsfördelen för realobligationer som skillnaden mellan BEI och mått på inflationsförväntningarna över samma tidsperiod. Den uppmätta kostnadsfördelen visar därmed om det går att förvänta sig någon skillnad i upplåningskostnad i ett framåtblickande perspektiv (så kallat ex ante-perspektiv).

Diagram 5 Förväntad besparing av upplåning i reala jämfört med nominella obligationer

Procent



Anm. "Kostnadsfördel 5 år" och "Kostnadsfördel 10 år" visar den förväntade besparingen för real upplåning över fem- respektive tioårsperioder. Ett positivt värde betyder att det kan förväntas vara billigare att låna reallt än nominellt. Kostnadsfördelen över fem år baseras på inflationsförväntningar från enkätundersökningar genomförda av Origo Group på uppdrag av Riksbanken. För att beräkna kostnadsfördelen över tio år extrapolerar vi inflationsförväntningarna från fem till tio år baserat på årlig autokorrelation. Mer information om extrapoleringen finns i Andrey Ermolov (2021).⁴ Serierna i diagrammet visar värden vid publicering av inflationsförväntningar (kvartalsvis t.o.m. oktober 2006 och månadsvis därefter). Tidsperioden sträcker sig mellan mars 2002 och maj 2026.

Källor: Riksgälden och Origo Group.

Diagram 5 visar att den förväntade besparingen blev negativ under 2022 och har sedan dess legat runt -0,5 procent, både på fem och tio års horisont. Denna

⁴ Andrey Ermolov (2021), When and Where Is It Cheaper to Issue Inflation-Linked Debt?. The Review of Asset Pricing Studies 11, p. 610–65.

utveckling har drivits av framför allt snabbt sjunkande BEI medan inflationsförväntningarna har varit mer stabila.

För att belysa hur realskulden påverkar både kostnad och risk jämför vi två hypotetiska statsskuldportföljer med varandra, där den ena portföljen består av en större andel realskuld.

Vi konstruerar först en hypotetisk portfölj "Riktvärde" som i stora drag representerar Riksgäldens nuvarande strategi i termer av fördelning mellan lång och kort löptid. Portföljens löptid är 4,75 år, vilket är mittpunkten för det nuvarande löptidsintervallet som också är det föreslagna riktvärdet. Portföljens sammansättning uppnår vi genom att emittera en stor andel tioåriga obligationer och en mindre andel obligationer med löptid på fem och två år. Den innefattar också instrument med löptid på ett år (motsvarande statsskuldväxlar och annan kortfristig upplåning) samt realobligationer. Analysen exkluderar ultralånga obligationer. Däremot beaktas deras påverkan på den totala skuldens löptid genom att den hypotetiska portföljen utformas med en genomsnittlig löptid på 3,75 år, vilket skulle motsvara 4,75 år om de ultralånga hade räknats med.⁵ Vi konstruerar sedan en ny hypotetisk portfölj "Real". Portfölj "Real" och "Riktvärde" har samma löptid och är därmed identiska med undantag för att andelen realobligationer är högre i den förstnämnda. Sammansättningen för de två portföljerna visas i **Error! Reference source not found.** nedan.

Tabell 1 Sammansättning av hypotetiska portföljer

Procent respektive år

Portfölj	Nom 1 år	Nom 2 år	Nom 5 år	Nom 10 år	Real 10 år	Löptid (modell)	Löptid (total)
Riktvärde	21,2%	3%	7%	58,8%	10%	3,75	4,75
Real	21,2%	3%	7%	44,8%	24%	3,75	4,75

Anm. Raderna visar hypotetiska portföljer som uppnås genom att emittera ettåriga, tvååriga, femåriga och tioåriga nominella obligationer samt tioåriga realobligationer. Löptid är räntebindningstid och uttrycks i år. Löptid (modell) är löptid för de hypotetiska portföljerna som är olika kombinationer av obligationer med löptid upptill tio år. Riksgälden har för närvarande även tre så kallade ultralånga obligationer utestående, vars löptider vid introduktion var 25, 30 och 50 år. Om vi lägger till de ultralånga obligationerna blir löptiden längre och visas i kolumn Löptid (total). Portfölj riktvärde har till exempel en löptid på 3,75 år enligt modellen och motsvarande 4,75 år med hänsyn tagen till de långa obligationerna

Källa: Riksgälden.

Vi simulerar sedan 10 000 olika ränte- och inflationsutvecklingar tio år framåt med slutet av 2025 som utgångspunkt. Analysen är en uppdatering från föregående år

⁵ Riksgälden har tre så kallade ultralånga obligationer utestående vilka är exkluderade i simuleringsanalysen, dels för att de utgör en relativt liten del av skulden i termer av nominellt belopp, dels för att de inte är en del av strategin för den löpande upplåningen. Eftersom de redan finns i portföljen bidrar de inte till någon kostnadsvariation på den tidshorisont som vi analyserar här. Om vi i stället skulle emittera nytt i de ultra-långa obligationerna och samtidigt ökade på den korta upplåningen för att hålla löptiden konstant, skulle ränteomsättningsrisken öka. En förutsättning i analysen är att obligationerna finns i portföljen men att vi inte emitterar ny volym i dem.

och för ytterligare detaljer för hur vi modellerar räntorna och inflationen refererar vi till riktlinjeförslaget 2026 eller fokusrapporten ”Ramverk för att analysera statsskuldens kostnad och Risk – En simuleringsstudie”.

Med hjälp av de simulerade räntorna och inflationen beräknar vi kostnad och risk för respektive portfölj. Vi utgår från att statsskulden är i ett jämnviktsläge där statsskuldens storlek är konstant. I verkligheten lånar Riksgälden inte upp jämnt över tid, men detta förenklade antagande visar hur portföljval påverkar kostnad och risk utan att vi behöver göra några antaganden om framtida statsskuld. Den förenklade modellen fångar exempelvis inte upp effekten av att statsskulden ökar på det sätt som beskrivs i det långsiktiga scenariot. Vi återkommer till effekten av ett ökat lånebehov och större skuld senare i analysen.

Tabell 2 Kostnad och risk för hypotetiska portföljer med olika sammansättning

Procent av statsskulden

Kostnad	Riktvärde	Real
Genomsnittlig räntekostnad	1,89	1,89
Extra räntekostnad vid ofördelaktiga scenarier (mått på risk)	1,15	1,26
Total räntekostnad vid ofördelaktiga scenarier	3,04	3,15

Anm. Den genomsnittliga kostnaden per år är baserad på 10 000 simuleringar mellan 2026 och 2035. Obligationer vars löptid är längre än tio år exkluderas i tabellen. Ofördelaktiga scenarier avser de 500 simuleringar med högst kostnad. Under dessa scenarier överstiger kostnaden den 95:e percentilen av 10 000 simuleringar. Den andra raden fångar risk som kostnadsvariation och visar en extra kostnad i de simulerade scenarierna med hög kostnad jämfört med kostnad i genomsnitt. Den tredje raden, summan av den första och andra raden, visar kostnaden vid ofördelaktiga scenarier.

Källa: Riksgälden.

Tabell 2 visar att portfölj ”Real” ger en högre kostnad vid ofördelaktiga scenarier än vad portfölj ”Riktvärde” ger, medan den genomsnittliga kostnaden är densamma för båda portföljerna. Realobligationer framstår som mera riskfyllda i portföljsimuleringarna, men inte dyrare i genomsnitt, vilket de gjorde när vi mätte förväntad kostnadsfördel (se diagram 5). Detta beror på att tidseriemodellen som vi använder i simuleringarna förutsäger att inflationen kommer vara låg de närmsta åren, medan inflationsförväntningar enligt enkätundersökningarna visar en snabbare tillbakagång mot två procent. Den uppdaterade analysen av skuldens sammansättning föranleder inga förändringar av riktlinjerna.

Riktvärdet för löptiden föreslås vara 4,75 år

Riksgälden tydliggjorde i förra årets riktlinjeförslag att vi siktar mot mitten av det nuvarande löptidsintervallet, vilket motsvarar 4,75 år. Vi föreslår i år en ändrad styrning från enbart ett intervall till ett riktvärde med ett avvikelseintervall. Införandet av ett riktvärde innebär en tydligare koppling mellan regeringens riktlinjer för löptiden och hur vi låneplanerar. Vår samlade bedömning, som i likhet med tidigare år baseras på en avvägning mellan kostnad och risk, är att riktvärdet för löptiden bör uppgå till 4,75 år.

För att analysera löptidsvalet konstruerar vi tre hypotetiska portföljer med olika löptider. Den exakta fördelningen visas i **Error! Reference source not found.** och kostnadsestimaten i tabell 4. Kort löptid har historiskt inneburit en lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Det beror på att korta räntor vanligtvis är lägre än långa räntor över samma period. Samtidigt är kort löptid förknippad med högre risk mätt som variation i räntekostnaden eftersom räntan på skulden omsätts oftare och korta räntor vanligtvis är mer volatila än de långa.

Tabell 3 Sammansättning av hypotetiska portföljer med olika löptid

Procent respektive år

Portfölj	Nom 1 år	Nom 2 år	Nom 5 år	Nom 10 år	Real 10 år	Löptid (modell)	Löptid (total)
Kort	39,2%	3,0%	7,0%	40,8%	10,0%	2,94	3,99
Riktvärde	21,2%	3,0%	7,0%	58,8%	10,0%	3,75	4,75
Lång	3,7%	3,0%	7,0%	76,3%	10,0%	4,54	5,49

Anm. Raderna visar hypotetiska portföljer som uppnås genom att emitterar ettåriga, tvååriga, femåriga och tioåriga nominella obligationer samt tioåriga realobligationer. Löptid är räntebindningstid och uttrycks i år. Löptid (modell) är löptid för de hypotetiska portföljerna som är olika kombinationer av obligationer med löptid upptill tio år. Riksgälden har för närvarande även tre så kallade ultralånga obligationer utestående, vars löptider vid introduktion var 25, 30 och 50 år. Om vi lägger till de ultralånga obligationerna blir löptiden längre och visas i kolumn Löptid (total). Portfölj riktvärde har till exempel en löptid på 3,75 år enligt modellen och motsvarande 4,75 år med hänsyn tagen till de långa obligationerna.

Källa: Riksgälden.

Tabell 4 Kostnad och risk för hypotetiska portföljer med olika löptid

Procent av statsskulden

Kostnad	Kort	Riktvärde	Lång
Genomsnittlig kostnad	1,81	1,89	1,97
Extra kostnad vid ofördelaktiga scenarier (mått på risk)	1,32	1,15	0,99
Total kostnad vid ofördelaktiga scenarier	3,13	3,04	2,96

Anm. Genomsnittlig kostnad är den genomsnittliga kostnad per år baserat på 10 000 simuleringar mellan 2026 och 2035. Långa obligationer vars löptid är längre än tio år exkluderas i tabellen. Ofördelaktiga scenarier avser de 500 simuleringar med högst kostnad. Under dessa scenarier överstiger kostnaden den 95:e percentilen av 10 000 simuleringar.

Källa: Riksgälden.

Resultatet i tabell 4 bekräftar bilden att kortare löptider är förknippade med lägre kostnad men högre risk. Skillnaden mellan löptider är dock liten både när det gäller genomsnittlig kostnad och risk (mätt som extra kostnad vid ofördelaktiga scenarier). Skillnaden mellan portfölj "Kort" och "Lång" för kostnad och risk är cirka 0,2 respektive 0,3 procentenheter.

Resultaten från portföljsimuleringarna är konsistenta med skattningen av den tioåriga löptidspremien som vi presenterade i avsnittet om löptidspremier. Både ACM-modellen som skattar löptidspremien och portföljsimuleringarna fångar den

förväntade kostnadsskillnaden mellan olika löptider och visar på en högre förväntad kostnad med längre löptid. Det portföljsimuleringarna tillför är att visa att en portfölj med längre löptid även innebär minskad risk.

Mot bakgrund av modellens osäkerhet är Riksgäldens bedömning att skillnaderna mellan alternativen är så små att de inte ger skäl att ändra riktvärdet. Det gör inte heller analysen av löptidspremier. Även statsskuldens storlek är en faktor att beakta vid valet av löptid. En större skuld för med sig högre räntekostnader och högre risk i form av större variation i räntekostnaderna (uttryckt i kronor). En av förutsättningarna i årets riktlinjeförslag är ett scenario där vi bedömer att lånebehovet ökar. Scenariot innebär emellertid att statsskulden kommer vara fortsatt låg framför allt mätt som andel av BNP. Utvecklingen mot en större statsskuld enligt scenariot motiverar därmed inte ett ändrat riktvärde för löptiden.

Räntekänsligheten ökar när skulden varierar

Simuleringsanalysen ovan antar att statsskuldens storlek är konstant. Här undersöker vi hur räntekänsligheten påverkas om skulden i stället växer enligt det presenterade scenariot. En sådan utveckling skulle innebära att räntekänsligheten ökar, men vår bedömning baserat på resultatet av undersökningen är att effekten inte är så stor att den motiverar ett förändrat riktvärde för löptiden.

Räntekänsligheten i statsskuldsförvaltningen påverkas dels av räntornas volatilitet, dels av storleken på de lån som kan få nya räntor. Den lånevolym som kan få nya räntor består i sin tur både av befintliga lån som förfaller och av nettolånebehovet som uppstår till följd av budgetunderskott. Medan förfallostrukturen för befintliga lån är känd för Riksgälden, baseras bedömningen av statens framtida budgetsaldo på prognoser.

Risken som uppstår när befintliga lån förfaller och måste sättas om till ny ränta benämns refinansieringsrisk. Denna risk är av mindre vikt när skulden är liten. Finansieringsrisk är i stället kopplad till risken med nyupplåning för att finansiera budgetunderskott. Denna risk är av mindre vikt om budgeten är i balans. När skulden nu förväntas växa blir det viktigare att beakta både finansierings- och refinansieringsrisker, vilket även Statskontoret lyfter i sin senaste utvärdering.⁶

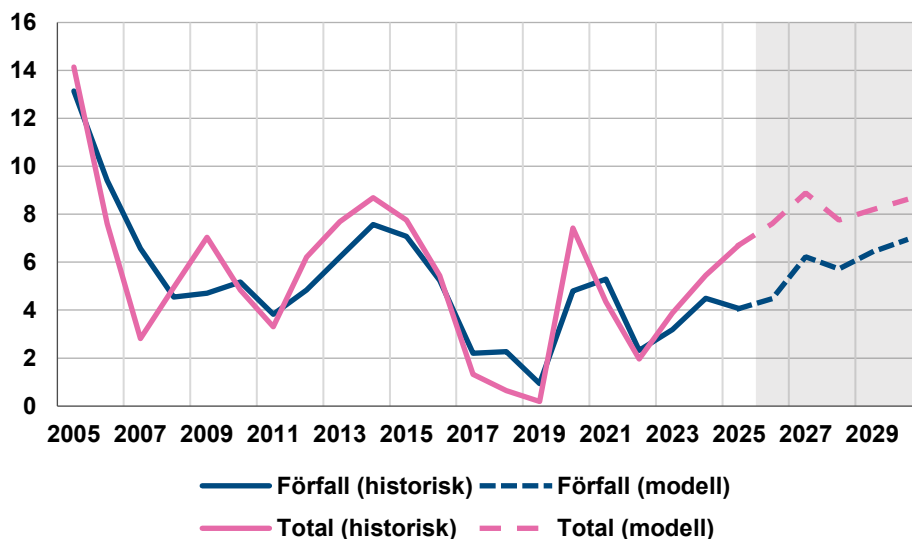
Diagram 6 nedan visar beloppet av förfallande lån inom ett år, som andel av BNP. Diagrammet visar också det totala upplåningsbeloppet inklusive nettolånebehovet. Till och med 2025 visar diagrammet Riksgäldens tidigare prognoser och efter 2025 är utvecklingen modellbaserad. Ett viktigt antagande i modellen är att nettolånebehovet antas vara positivt och öka framöver vilket leder till att det totala upplåningsbehovet är högre än det belopp som härrör enbart från förfallande lån.

Vi bedömer att det totala upplåningsbehovet är mellan 7 och 9 procent som andel av BNP framöver. Denna nivå är högre än de senaste åren, men i linje med nivån från tidigt 2000-tal.

⁶ STK 2026:6, Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025.

Diagram 6 Utveckling av planerat upplåningsbehov det kommande året

Procent av BNP



Anm. Diagrammet visar förfallande lån inom de kommande 12 månaderna och det totala upplåningsbehovet för de kommande 12 månaderna, som består av både förfall och nettolånebehov. Båda tidsserierna uttrycks som andel av BNP. Frekvensen i dataunderlaget är årlig. Det historiska totala upplåningsbehovet baseras på Riksgäldens prognos av nettolånebehovet och är inte det faktiska utfallet. Från och med 2026 baseras värden på en simuleringsmodell med statistisk fördelning som beskrivs på sida 22.

Källa: Riksgälden.

Genom en förenklad beräkning kan vi illustrera vilken räntekänslighet detta upplåningsbehov ger. Ett totalt upplåningsbehov på 8 procent av BNP betyder en ökning i räntekostnaden inom kommandet året på 5,2 miljarder kronor under förutsättning att räntan ökar med 1 procentenhet och nominell BNP är 6 500 miljarder kronor. Även om det förväntade ökade upplåningsbehovet innebär ökad räntekänslighet, bedömer Riksgälden att detta i sig själv inte motiverar ett förändrat riktvärde för löptiden i år.

Något smalare avvikelseintervall för löptiden

Utöver riktvärdet för löptid föreslår Riksgälden ett avvikelseintervall. Förslaget är att avvikelseintervallet för löptiden fastställs till ± 1 år, vilket ger gränsvärden på 3,75 och 5,75 år. Det innebär ett något snävare intervall än det nuvarande. Intervallet motiveras främst av ett varierande lånebehov och prognososäkerheter.

Ett varierande lånebehov gör att både den totala statsskulden och dess fördelning över olika löptider förändras dagligen. Det sistnämnda uppstår, eftersom Riksgälden inte ändrar den långfristiga upplåningen på kort sikt och påverkar därmed statsskuldens löptid. Denna variation skulle bestå även om prognoserna var träffsäkra. Om utfallet dessutom avviker från prognoserna kan variationen i löptiden bli än större. Vi parerar även sådana avvikelser genom att anpassa den kortfristiga upplåningen.

Avvikelseintervallet ska hantera dessa variationer – både sådana variationer som Riksgälden rår över och variationer som vi inte rår över. Ett intervall ger därmed flexibilitet i låneplaneringen och är förutsättning att Riksgälden ska kunna agera förutsägbart och transparent, vilket förväntas leda till en kostnadseffektiv förvaltning av statsskulden.

Metod för simuleringar av löptiden

För att kvantifiera avvikelseintervallet genomför vi simuleringar. Vi beräknar det framtida primära lånebehovet både utifrån det långsiktiga scenariot, som presenteras i förutsättningsavsnittet, och en tidseriemodell. Tidseriemodellen gör att månatliga variationer i scenariot följer historiska mönster medan det långsiktiga scenariot styr nivån. Vi gör prognoser av upplåningsbehovet två år framåt. Precis som i verkligheten avviker prognoserna också från utfallet i simuleringarna. Avvikelser mellan prognos och utfall baseras på historiska prognosavvikelser.⁷

Nästa steg är låneplaneringen, där lånebehovet fördelas på olika instrument. Metoden är förenklad jämfört med Riksgäldens faktiska arbete och fokuserar på de viktigaste riskfaktorerna samt centrala delar i löptidstyrningen. I simuleringarna planeras upplåning så att kort upplåning utgör 20 procent av skulden vid slutet av prognoshorisonten, medan resterande 80 procent är långfristig. Ny långfristig upplåning fördelas på löptiderna tio, fem och två år. Planen revideras var sjätte månad.

Vi använder två olika metoder för att illustrera hur löptiden påverkas av olika avvägningar i låneplaneringen. Den första metoden prioriterar förutsägbarhet och håller fördelningen mellan obligationer på tio, fem och två års löptid konstanta.⁸ Den andra metoden justerar vikterna med syfte att föra löptiden till riktvärdet vid slutet av prognosperioden. För en mera detaljerad beskrivning av simuleringsmodellen hänvisar vi till bilagan på sida 33.

Det är viktigt att understryka att dessa två metoder representerar idealtyper. I praktiken kombinerar Riksgälden båda angreppssätten och gör avvägningar mellan att upprätthålla önskad löptid och att agera förutsägbart. Vilken metod som väger tyngst beror på vilka förutsättningar som ges vid varje låneplaneringstillfälle. Simuleringarna syftar främst till att analysera konsekvenser av förändringar i strategins viktigaste delar snarare än att fånga alla avväganden som görs i verkligheten.⁹

⁷ Historiska prognosfel räknas i relation till BNP och framtida prognosfel skalas upp i relation till BNP prognoserna. Prognosfelen har en standardavvikelse på 190 miljarder uttryckt i 2026 års BNP.

⁸ Den konstanta fördelningen innebär att den korta upplåningen ska över tid utgöra 20 procent av skulden. Den resterande lånebehovet fördelas till tvååriga, femåriga och tioåriga nominella obligationer med 10, 20 respektive 70 procent.

⁹ En mer detaljerad beskrivning av Riksgäldens upplåningsstrategi finns i dokument upplåningsstrategi. <https://www.riksdagen.se/var-verksamhet/statens-upplaning/strategi-och-policy/upplåningsstrategi/>

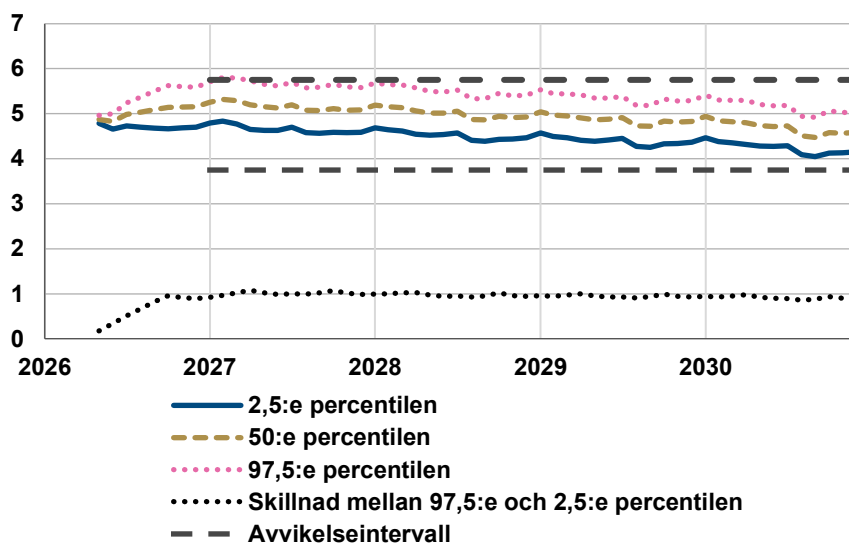
Resultat av simuleringar ger stöd för smalare avvikelseintervall

Som beskrivits ovan utvärderar vi två olika metoder – den ena metoden ger förutsägbarhet i fördelningen av emissionsvolymen för olika löptider (statisk fördelning) medan den andra innebär en mer stabil löptid över tid (varierande fördelning). Vi motiverar sedan avvikelseintervallet med att analysera hur sannolikt det är att löptiden avviker från de satta gränsvärdena för respektive metod. Dessa sannolikheter ska sedan vägas mot andra avvägningar i låneplaneringen.

Först presenterar vi simuleringsresultatet för statisk fördelning. Diagram 7 visar löptiden för den 97,5:e och 2,5:e percentilen av alla simuleringar givet ett varierande lånebehov samt prognososäkerheter. Detta innebär att löptiden inte förväntas hamna utanför dessa percentiler med 95 procents sannolikhet. Löptiden ökar initialt för att sedan minska. Att löptiden först ökar beror på ett ökande lånebehov och att upplåningsmetoden med en statisk fördelning där vi inte justerar om vikterna. I den 97,5:e percentilen hamnar löptiden över gränsen för det nuvarande intervallet i början av perioden.

Diagram 7 Utveckling av löptid för en statisk fördelning med avvikelseintervall

År



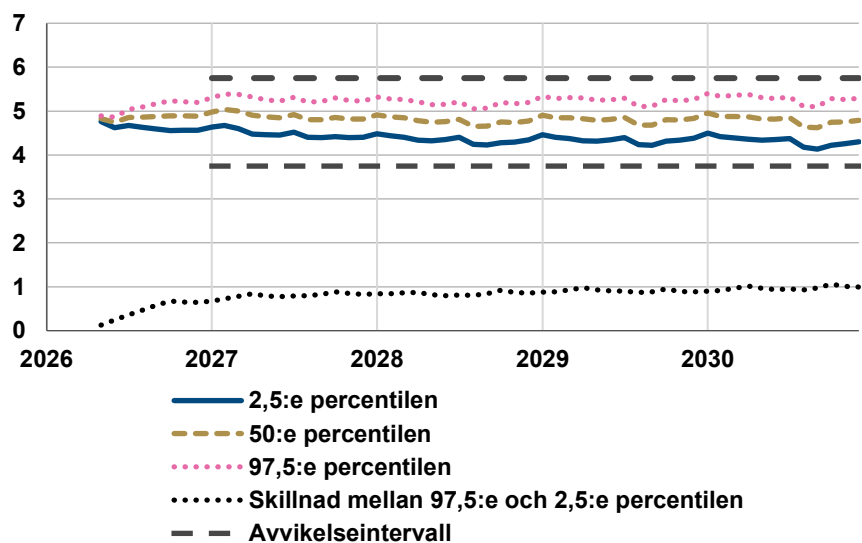
Anm. ATR vid månadsslut för tidperiod från och med maj 2026 till och med december 2030.

Källa: Riksgälden.

Diagram 8 visar löptiden för den varierande fördelningen. Till skillnad från upplåningsmetoden med konstant fördelning, ligger både den 97,5:e och 2,5:e percentilen inom det nuvarande intervallet över hela perioden. Men den här upplåningsmetoden innebär att fördelningen av emissionsvolymerna varierar och Riksgälden kommer att agera på ett mindre förutsägbart sätt. Metoden motiverar, som väntat, ett smalare avvikelseintervall.

Diagram 8 Utveckling av löptid för en varierande fördelning med avvikelseintervall

År



Anm. ATR vid månadsslut för tidperiod från och med maj 2026 till och med december 2030.

Källa: Riksgälden.

Tabell 5 Sannolikheten för att löptiden hamnar utanför avvikelseintervallet

Procent

Avvikelseintervall	Upplåningsmetod	2027	2028	2029	2030
±0,75 år	statisk	26	12	4	3
	varierande	1	0	1	2
±1 år	statisk	5	2	0	0
	varierande	0	0	0	0
±1,25 år	statisk	0	0	0	0
	varierande	0	0	0	0

Anm. Alla avvikelseintervall är centrerade kring riktvärdet på 4,75 år. Sannolikheter är angivna i procent och avrundade till närmaste heltal.

Källa: Riksgälden.

Tabell 5 visar att sannolikheten att löptiden hamnar utanför gränsvärden är låg oavsett intervallbredd för upplåningsmetoden med varierande fördelning. För upplåningsmetoden med statisk fördelning är sannolikheten för avvikelser hög i det smalaste intervallet. Sannolikheten är nära noll för det bredaste intervallet. I det mellersta intervallet uppgår sannolikheten för avvikelser på, som högst, fem procent vilket vi bedömer vara en acceptabel risk. Det mellersta intervallet ger utrymme för Riksgälden att agera förutsägbart samtidigt som sannolikheten för avvikelser är låg. Baserat på dessa siffror föreslår vi ett avvikelseintervall på ±1 år vilket motsvarar gränsvärden på mellan 3,75 och 5,75 år.

Avvikelseintervall ger utrymme att agera förutsägbart

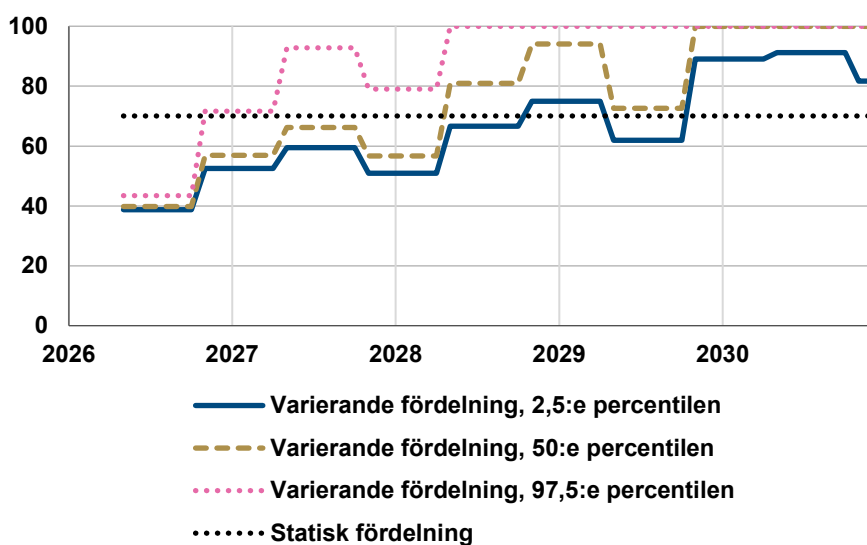
Upplåningsmetoden med varierande fördelning håller löptiden närmre riktvärdet men det innebär en större anpassning i fördelningen mellan de olika löptiderna.

Diagram 9 visar att andelen tioåriga obligationer varierar från cirka 40 procent initialt till 100 procent i slutskedet.

Det är som regel inte önskvärt att all upplåning emitteras i tioåriga obligationer eftersom det då inte finns utrymme för någon upplåning alls i två- och femåriga obligationer. Genom att löpande emittera två- och femåriga obligationer bidrar Riksgälden till att upprätthålla en väl prissatt avkastningskurva och en likvid andrahandsmarknad. Det bidrar till lägre likviditetspremier. Om Riksgälden över tid inte skulle emittera dessa obligationer skulle det kunna leda till högre likviditetspremier och därmed högre upplåningskostnad för staten. Trots att löptiden kan hållas närmare riktvärdet med den varierande fördelningen är det däremot inte önskvärt att justera fördelningen i upplåningen allt för mycket.

Diagram 9 Vikter för tioåriga obligationer vid varierande och statisk fördelning

Procent



Anm. Diagrammet visar vikter för tioåriga obligationer i simuleringarna. För statisk fördelning hålls allokeringen konstant på 70 procent. För varierande fördelning visar diagrammet den 2,5:e, 50:e och 97,5:e percentilerna av simuleringarna vid varje låneplaneringstillfälle, det vill säga var sjätte månad.

Källa: Riksgälden.

Metoden med den statiska fördelningen allokerar alltid 70 procent till tioåriga obligationer, 20 procent i femåriga, och tio procent i tvååriga obligationer. Denna metod prioriterar förutsägbarhet och ger Riksgälden begränsade möjlighet att styra löptiden.

Sammantaget föreslår Riksgälden ändrad löptidsstyrning till ett riktvärde på 4,75 år med ett avvikelseintervall på ± 1 år, vilket ger gränsvärden på 3,75 och 5,75 år. Det föreslagna avvikelseintervallet är därmed smalare än det tidigare intervallet. Vår bedömning är att intervallet är tillräckligt brett för att Riksgälden ska kunna fortsätta att agera transparent och förutsägbart i låneplaneringen, i enlighet med de uttalade upplåningsstrategierna. Förhoppningen är att investerare ska köpa

statspapper utan att kräva extra avkastning på grund av osäkerhet i obligationsutbudet. I förlängningen ger det lägre upplåningskostnad för staten.

Ändrade positionstagningsmandat

Riksgälden föreslår att alla riktlinjepunkter under avsnittet om positionstagnation stryks. I och med att statsskuldens strategiska valutaexponering ska vara noll framöver är det inte längre motiverat att ta positioner i syfte att minska kostnaden för skulden. Däremot bör Riksgälden ha ett mer begränsat mandat för att löpande ta positioner i utländska valutor och räntor för låneberedskap.

I den strategiska, långsiktiga förvaltningen av statsskulden siktar Riksgälden mot riktvärdena för skuldens sammansättning och löptid. Skuldportföljen är sammansatt för att ge den bästa avvägningen mellan kostnad och risk över tid. Därutöver kan Riksgälden, inom givna riskmandat, besluta om att tillfälligt göra taktiska avsteg från den långsiktiga strategin, det vill säga ta positioner.

Positionstagnation innebär att Riksgälden försöker dra nytta av att valutakurser eller utländska marknadsräntor utvecklas åt ett visst håll. Om utvecklingen går åt önskat håll innebär det en vinst (kostnadsbesparing) men om den går åt andra hållet blir resultatet i stället en förlust (merkostnad). Det är emellertid generellt svårt att prognosticera valutakurser eller marknadsräntor, både på kort och på lång sikt, då de påverkas av många olika faktorer. Det innebär att under olika tidsperioder kan positioner resultera i antingen stor kostnadsbesparing eller stor merkostnad.

Riksgälden har tidigare argumenterat för att positionstagnationen kan sänka statsskuldens kostnad på två olika sätt. Det ena är det somt beskrivs ovan – att försöka dra nytta av marknadsrörelser. Det andra är ett ökat marknadsfokus som kan bidra i den operativa skuldförvaltningen. Här handlar det om att upprätthålla systemstöd och kompetens kring instrument, riskhantering och marknader som behövs när Riksgälden tar upp lån i utländsk valuta. Positioner innebär samtidigt att ta på sig risk och riktlinjerna har därför syftat till att begränsa de förluster som kan uppstå från positionstagnation.

Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning anger alltså att Riksgälden får ta positioner i utländska valutor och räntor samt i kronans valutakurs. Definitionen av positioner i riktlinjerna är transaktioner som inte motiveras av det underliggande låne- eller placeringsbehovet, men som syftar till att sänka kostnaden eller risken för statsskulden. Riksgälden får endast ta positioner med derivatinstrument och bara på väl fungerande marknader där det potentiellt är möjligt att låna inom ramen för skuldförvaltningen. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden. Riktlinjerna anger vidare en riskbegränsning på 300 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk (VaR) vid 95 procent sannolikhet för positioner i utländsk valuta och maximal exponering motsvarande 7,5 miljarder kronor för positioner i kronans valutakurs.

I årets riktlinjeförslag föreslår Riksgälden att riktlinjepunkterna om att ta positioner stryks. Vi föreslår i stället ett tillägg i punkten om låneberedskap om att Riksgälden får ta positioner i utländska valutor och räntor för att upprätthålla en god låneberedskap.

Minskat mandat för positioner i utländska valutor

Riksgälden föreslår att riktlinjerna om att ta positioner i utländska valutor och räntor stryks (punkt 26–27). Vi föreslår i stället ett tillägg om en mer begränsad positionstagning i riktlinjen som anger att en god låneberedskap i flera valutor ska upprätthållas (punkt 15). Syftet med det mindre mandatet för positionstagningen framöver blir då beredskap i stället för kostnadsminimering.

Riksgälden har bedrivit aktiv positionstagning i förvaltningen av valutaskulden sedan 1992. För detta ändamål fanns en riktmärkesportfölj fastlagd av styrelsen. Riksgälden tog positioner genom att, inom angivna limiter, avvika från den skuldsammansättning, i termer av valuta och löptid, som gavs av riktmärkesportföljen. Genom att mäta resultatet (i marknadsvärdestermerna) av dessa avvikelser kunde vi också använda riktmärkesportföljen som bas för utvärdering av positionstagningen.

I Riksgäldens förslag till riktlinjer inför 2007 föreslog vi ett nytt system för andelsstyrning där regeringen skulle ange riktvärden för vart och ett av skuldens olika skuldslag. Övergången till andelsstyrning aktualiserade även en översyn av hur styrningen av positionstagningen och mandatet skulle vara utformade. Riktlinjerna introducerade därefter Value-at-Risk (VaR) för styrning av risken kopplad till positionstagningen i utländsk valuta.

Den ursprungliga utformningen av positionstagningen utgick alltså från en sammansättning av statsskulden där strategisk valutaexponering utgjorde en betydande del. Förutsättningarna har därefter ändrats och valutaupplåningen utgör numera endast en mindre del av upplåningen och valutasäkras alltid. Riksgälden har i takt med de ändrade förutsättningarna även minskat omfattningen av positionsverksamheten. Vi bedömer därmed att det numera inte längre är relevant med omfattande positionstagning i utländsk valuta.

Positionstagning i utländsk valuta bidrar däremot fortfarande till upprätthållande av dels kompetens och kunskap rörande instrument, riskhantering och marknader, dels systemstöd för instrument och riskhantering. Detta kommer till nytta för den löpande förvaltningen där hantering av ränte- och valutarisk är en viktig del exempelvis vid emission av valutaobligationer, kortfristig upplåning via certifikat (ECP) och hantering av valutaexponeringar.

Nuvarande risklimiter utnyttjas inte

Tabell 6 visar de VaR-limiter för positionstagning i utländsk valuta som finns i regeringens riktlinjer. Limiterna begränsas sedan ytterligare i Riksgäldens Finanspolicy där de uppgår till ett dagligt VaR på 220 miljoner. Av det fastställda riskmandatet har Riksgäldsdirektören delegerat 16,5 miljoner i dagligt VaR till den operativa verksamheten. Riskstyrningen utgår från limiter som anges enligt en

daglig VaR vid 95 procents sannolikhet. För att få en bättre förståelse för vad dessa limiter implicerar visar tabellen även värden på månads- och årsnivå.

Tabellen visar att ett fullt utnyttjande av limiten, på 300 miljoner, som tilldelas i regeringens riktlinjer implicerar att det ett år av tjugo kan uppstå en förlust på 4,8 miljarder kronor eller mer. Detta kan givet dagens läge framstå som betydande, men bör sättas i proportion till de ursprungliga förutsättningarna. Den strategiska valutaexponeringen var 435 miljarder kronor 1998. Det motsvarar, om endast ränterisken beaktas, en VaR på cirka 1 200 miljoner kronor.¹⁰ Den tilldelade VaR-limiten utgjorde således en begränsad del av riskexponeringen jämfört med den historiska storleken på den totala valutaexponeringen.

Tabell 6 VaR-limiter för positionstagning i utländsk valuta

Miljoner kronor

Frekvens	Regeringens riktlinjer	Riksgäldens styrelse: Finanspolicy	Riksgäldsdirektör
VaR (dag)	300	220	16,5
VaR (månad)	1 375	1 008	76
VaR (år)	4 762	3 492	262

Anm. Beräkningarna baseras på att den förväntade avkastningen är noll. Kolumnerna visar de nuvarande VaR-limiterna som finns reglerade på olika nivåer.

Källa: Riksgälden.

Limiterna som styrelsen har beslutat i Riksgäldens Finanspolicy och som vidare delegeras av riksgäldsdirektören implicerar att det ett år av tjugo kan uppstå förluster som är större än 3 492 respektive 262 miljoner kronor. Av den VaR-limit som Riksgälden tilldelas i riktlinjerna uppgick riskutnyttjandet till 0,8 procent i genomsnitt över de senaste fem åren. Riskutnyttjandet av den VaR-limit som delegeras av riksgäldsdirektören var i genomsnitt 15 procent över samma period. Riksgälden bedriver alltså nuvarande positionstagningsverksamhet i begränsad omfattning med lågt riskutnyttjande. De nuvarande limiterna var därmed mer ändamålsenliga när en större andel av skulden utgjordes av strategisk valutaexponering.

Lågt riskutnyttjande räcker för beredskap

För att bidra till en god låneberedskap räcker det att verksamheten kan bedrivas i ungefär samma omfattning som i dag, vilket innebär ett relativt lågt riskutnyttjande. Vi bedömer därför att en specifik VaR-limit i regeringens riktlinjer inte är nödvändig, utan att det räcker att Riksgäldens styrelse sätter en VaR-limit på samma sätt som tidigare. Den limiten bör vara i nivå med den nuvarande VaR-limiten som delegeras av riksgäldsdirektören på 16,5 miljoner kronor eller lägre.

¹⁰ Beräkningen baseras på att upplåningen görs i euro med en genomsnittlig löptid på 5 år.

Inga positioner i svenska kronor mot andra valutor

Enligt nuvarande riktlinjer har Riksgälden ett separat mandat att ta positioner i svenska kronor mot andra valutor på som mest 7,5 miljarder kronor (punkt 28). Riksgäldens förslag är att mandatet stryks.

Historiskt har mandatet för kronpositioner som högst varit 50 miljarder kronor. Det var under våren 2009 då regeringen beslutade om att utöka det efter att Riksgälden föreslog att ta en större position. Skälet var att kronan bedömdes vara omotiverat svag. Det är alltså möjligt för regeringen att besluta om särskilda mandat vid specifika tillfällen. Efter att positionen på 50 miljarder kronor stängdes med en vinst sänktes mandatet igen, först till 15 miljarder inför 2012 och sedan till dagens nivå inför 2013.

En exponering mot valutakursförändringar kan, som tidigare nämnts, skapas både genom att ta tillfälliga, taktiska positioner eller genom att hålla en viss strategisk valutaexponering i statsskulden över tid. För den strategiska valutaexponeringen har Riksgälden presenterat ett omfattande analysarbete i riktlinjeförslagen inför 2015, 2021 och 2023. Slutsatserna är att valutakurser är volatila och att en långsiktig exponering därför medför ökad variation i kostnaden för statsskulden, samtidigt som den inte bidrar till att minska kostnaden systematiskt över tid. Detta innebär ett beslut om att den strategiska valutaexponeringen ska avvecklas fram till 2027.

Slutsatsen av analysen är även till viss del relevant för positionstagningen i kronans valutakurs. Analysen implicerar att den underliggande valutapremien varken är stabil eller tillräckligt förutsägbar för att kunna utnyttjas på ett tillförlitligt sätt i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Förutsättningarna för positionstagningen ändras också i och med att den strategiska valutaexponeringen ska vara noll från och med nästa år. Positionstagningen skulle då bli en udda verksamhet utan någon egentlig koppling till den strategiska skuldförvaltningen.

Samlad motivering till de föreslagna ändringarna

I och med att statsskuldens strategiska valutaexponering ska vara noll framöver är det inte längre motiverat att ta positioner varken i utländska valutor och räntor eller i kronans valutakurs i syfte att minska kostnaden för statsskulden. Förutsättningarna för positionstagningen har ändrats över tid och verksamheten är inte längre en ändamålsenlig del av skuldförvaltningen. Det är däremot motiverat att behålla en begränsad del av positionstagningen i utländska valutor och räntor för operativ beredskap.

Positionstagningen ska även i fortsättningen resultatföras och utvärderas i termer av marknadsvärden, även om det främsta syftet med verksamheten ska vara beredskap. Riksgälden föreslår även fortsatt styrning med daglig VaR vid 95 procent sannolikhet, men att beslutet om hur mycket som får användas i den löpande förvaltningen överläts till Riksgäldens styrelse. Antalet valutor som ingår i dagens mandat kvarstår då de historiskt har utgjort finansieringsvalutor. Med

denna utformning kan Riksgälden bibehålla en god låneberedskap med ett fortsatt lågt riskutnyttjande.

Bilaga: Ramverk för simulering av skuldens genomsnittliga löptid

Denna bilaga beskriver det simuleringsramverk Riksgälden använder för att analysera avvikelseintervallets bredd. Syftet med simuleringarna är att beräkna en sannolikhet att löptiden hamnar utanför ett avvikelseintervall givet hur metoden för låneplanering är specificerad.

Simuleringar av totalt lånebehov

Varje månad, t , simulerar vi fram det totala upplåningsbehovet (tlb_t) vilket består av primärt lånebehov (plb_t), ränteutgifter ($ränta_t$), förfallande skuld ($förfall_t$) enligt Ekvation 1:

$$tlb_t = plb_t + ränta_t + förfall_t.$$

Ekvation 1

Det primära lånebehovet (plb_t) beräknas fram med hjälp av det årliga lånebehovet som presenteras i förutsättningsavsnittet ($plb_{\text{år}}^{\text{Scenario}}$), kombinerat med en tidseriemodell på månatlig frekvens.

Tidsseriemodellen är en Vector Autogressive Model (VAR) bestående av två månatliga tidsserier: BNP tillväxt i löpande priser (g_t^N) och primärt lånebehov i relation till BNP (plb_t^{bnp}) samt månadsindikatorer.¹¹ Efter att ha skattat VAR-modellen gör vi prognoser för g_t^N och plb_t^{bnp} . Med hjälp av prognosen på BNP tillväxt ($\widehat{g_t^N}$) återskapar vi BNP i nivå ($\widehat{BNP_t^N}$). Vi kan sedan räkna fram totala lånebehovet i kronor (plb_t^{SEK}) som produkten av prognoserna ($\widehat{plb_t^{bnp}} * \widehat{BNP_t^N}$). Det sammanvägda plb_t ges sedan av att lånebehovet i kronor (plb_t^{SEK}) multipliceras med en skalningsfaktor:

$$plb_t = plb_t^{SEK} * \frac{plb_{\text{år}}^{\text{Scenario}}}{plb_{\text{år}}^{SEK}}.$$

Ekvation 2

Där $plb_{\text{år}}^{\text{Scenario}}$ är det årlig totala lånebehovet som ges av scenariot och $plb_{\text{år}}^{SEK}$ är summan av plb_t^{SEK} för varje år ($plb_{\text{år}}^{SEK} = \sum_{t \in \text{år}} plb_t^{SEK}$). Tidseriemodellen används alltså för att månatliga variationer i scenariot ska följa de historiska

¹¹ Vi konstruerar g_t^N genom att fördela kvartalsvärden på månader med hjälp av en indikatorserie och Dentons metod. Metoden säkerställer att de månatliga värdena summerar exakt till de ursprungliga kvartalsvärdena. Samtidigt anpassas serien så att den i möjligaste mån följer indikatorns rörelsemönster. Detta uppnås genom att minimera skillnader i tillväxttakt mellan den skattade serien och indikatorserien. Indikatorserien baseras på SCB:s BNP-indikator och omvandlas därefter från real till nominell tillväxt med hjälp av KPI. Den slutliga indikatorserien erhålls genom att den månatliga tillväxttakten approximeras utifrån den ursprungliga år-till-år-tillväxten.

mönstren, och att dessa variationer växer med BNP. Det långsiktiga scenariot styr sedan nivån på total lånebehovet.

Ränteutgifter ($ränta_t$) är summan av kupongbetalningarna för alla utestående obligationer samt en månatlig ränta på den kortfristiga upplåningen. Vi startar simuleringarna med en skuldstock som efterliknar hur statsskulden ser ut idag. Kupongbetalningarna för befintliga obligationer är därför samma som i den faktiska statsskulden (ex 2,5% i 1067).¹² Kupongräntan för nyintroducerade obligationer och den kortfristiga upplåningen sätts till fyra procent. Hur stora ränteutgifterna blir framöver är beror främst på lånebehovet.

Förfallande volym ($förfall_t$) består av den volym som förfaller och som måste refinansieras varje månad. Denna summa beror initialt på den ursprungliga skuldstocken men påverkas fortlöpande av låneplaneringen. Låneplaneringen beskrivs i nästa avsnitt.

Låneplanering

Metoden för låneplanering i simuleringarna är förenklad jämfört med hur Riksgälden låneplanerar i verkligheten. Syftet med analysen är att modellera de viktigaste riskfaktorerna och att återge de mest centrala delarna i löptidstyrningen.

Det första steget i låneplaneringen är att bestämma hur mycket vi ska låna och det andra steget är hur lånebehovet fördelas ut på olika instrument.

För att bestämma hur mycket vi ska låna behöver vi göra prognoser av lånebehovet. Prognoser görs, precis som i verkligheten, var sjätte månad (maj och november) och sträcker sig två år. Vi måste också ta hänsyn till att prognoser är osäkra och att de kommer avvika från utfallen. Prognosen på framtida lånebehov ($\widehat{tlb}_{t+24}$) utgår därför från det totala lånebehov vi ser 2 år framåt i tiden (tlb_{t+24}) samt prognososäkerheter på två års sikt ($prognos_{t+24}$):

$$\widehat{tlb}_{t+24} = tlb_{t+24} + prognos_{t+24}$$

Ekvation 3

Prognososäkerheter ($prognos_{t+24}$) skapas genom en oberoende och slumpmässig dragning med återläggning från en normalfördelning där standardavvikelsen baseras på historiska prognosavvikelser. Historiska prognosfel räknas i relation till BNP och framtida prognosfel skalas upp i relation till BNP prognoserna. Prognosfelen över två år har en standardavvikelse på 190 miljarder uttryckt i 2026 års BNP.

Vi gör därefter en plan för den långfristiga upplåningen som siktar på att nå $x * \widehat{tlb}_{t+24}$ om två år, där x är andelen som finansieras med långfristig upplåning. Vi emitterar därför $\frac{1}{24}$ av $x * \widehat{tlb}_{t+24}$ varje månad över de kommande sex månaderna tills vi gör en ny prognos.

¹² För realobligationer betalas faktisk kupong plus 2 procent i inflationskompensation.

Andelen som finansieras med långfristig upplåning (x) väljs så att 20 procent av den utestående skulden vid slutet av prognosperioden ska utgöras av kort upplåning.¹³ Den kortfristiga upplåningen består av en statsskuldväxel med en månads löptid. Varje månad emitterar vi därför en ny sådan statsskuldväxel.

Den långfristiga upplåningen fördelas på löptiderna tio, fem och två år. I maj varje år introducerar vi en ny tioårig obligation.¹⁴ På så vis har vi hela tiden obligationer med löptider på två, fem och tio år att emittera i.

De månadsvisa emissionsvolymerna i de olika löptiderna för den långfristiga upplåningen är konstant tills vi gör en ny prognos. Sambandet för hur lånebehovet fördelas ut på olika löptider beskrivs i Ekvation 4:

$$tlb_t = \underbrace{(vol10\text{\AA}r_t + vol5\text{\AA}r_t + vol2\text{\AA}r_t)}_{\text{Långfristig}} + \underbrace{\varepsilon_t}_{\text{Kortfristig}}.$$

Ekvation 4

Det totala lånebehovet (tlb_t) ska varje månad, t , mötas av upplåning i obligationer med löptider på tio, fem och två år ($vol10\text{\AA}r_t$, $vol5\text{\AA}r_t$, $vol2\text{\AA}r_t$) samt kortfristig upplåning (ε_t). Eftersom $vol10\text{\AA}r_t$, $vol5\text{\AA}r_t$, och $vol2\text{\AA}r_t$ bara ändras var sjätte månad är den kortfristiga upplåningen att beakta som en residual. Denna residual ska hantera säsongvariationer och prognosavvikelser. Den kortfristiga upplåningen kommer därför att variera varje månad.

Två olika metoder för den långfristiga upplåningen

I simuleringarna använder vi två olika metoder för den långfristiga upplåningen vilka ska illustrera hur olika mål ställs mot varandra. Den första metoden fokuserar på förutsägbarhet och håller fördelningen mellan obligationer på tio, fem och två års löptid konstanta. Diagram 10 illustrerar fördelningen för obligationerna.

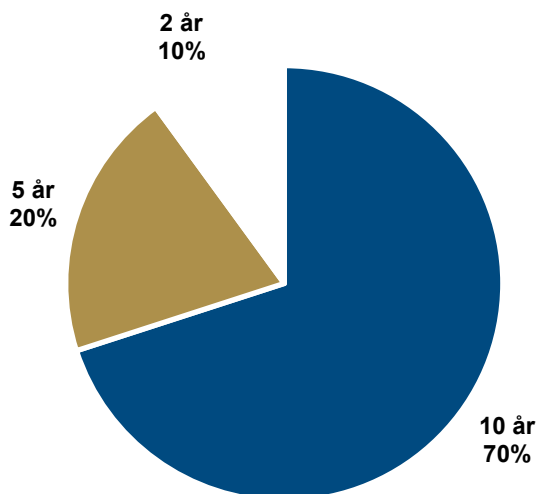
I den andra metoden ändras vikterna med syfte att föra löptiden till riktvärdet vid slutet av prognosperioden. Fördelningen mellan löptider på tio, fem och två år ändras var sjätte månad så att den planerade löptiden hamnar på riktvärdet i slutet av prognosperioden om prognosen slår in.

¹³ Vid ett prognostillfälle får vi baserat på totalt lånebehov fram en framtida statsskuld, exempelvis 1 300 miljarder. Vi lägger då en plan där 260 miljarder ska vara kortfristig stock (1 300 miljarder multiplicerat med 20%). Om lånebehovet ökar så ökar även den kortfristiga stocken.

¹⁴ Vi emitterar inte nya realobligationer explicit. Den volym som skulle allokeras till realobligationer fördelas ut till nominella obligationer. Denna förenkling är rimlig eftersom realobligationer endast står för en liten del av Riksgäldens nyupplåning.

Diagram 10 Fördelning av obligationer för den statiska upplåningsmetoden

Procent



Anm. Diagrammet illustrerar hur det upplåningsbehovet fördelas i obligationer med olika löptider för den upplåningsmetoden med statisk fördelning. Denna fördelning innebär att den korta upplåningen ska över tid utgöra 20% av skulden. Den resterande lånebehovet fördelas till tvååriga, femåriga och tioåriga nominella obligationer med 10%, 20% respektive 70%.

Källa: Riksgälden

Det är viktigt att understryka att dessa två metoder representerar idealtyper. I verkliga beslutsprocesser återfinns sällan dessa ytterligheter i sin renodlade form. I praktiken tillämpar Riksgälden en kombination av båda metoderna och gör avvägningar mellan olika mål. Å ena sidan analyserar vi hur upplåningen i olika instrument med olika löptid bidrar till den totala löptiden och gör korrigeringar för att hålla löptiden inom satta gränsvärden. Å andra sidan strävar vi efter att agera förutsägbart och endast göra gradvisa förändringar i vikterna mellan tio, fem och två år. Vilken metod som dominerar beror på vilka förutsättningar som ges vid varje låneplaneringstillfälle. Syftet med simuleringarna är inte att fånga alla avväganden som görs i verkligheten, snarare vill vi analysera konsekvenserna när vi ändrar i strategins viktigaste delar.¹⁵

Processen ovan innebär att för att simulera löptiden för en upplåningsmetod (med antingen statisk eller varierande fördelning) gör vi först en prognos för det framtida lånebehovet med prognososäkerhet och sedan följer den upplåningsmetoden för att mäta den realiserade löptiden över tid. Vi upprepar processen 10 000 gånger och får på så vis fram 10 000 tidserier för den realiserade löptiden mellan 2026 och 2030.

¹⁵ En mer detaljerad beskrivning av Riksgäldens upplåningsstrategi finns i dokument upplåningsstrategi. <https://www.riksghalden.se/var-verksamhet/statens-upplaning/strategi-och-policy/upplaningsstrategi/>

Baserat på simuleringarna av löptiden räknar vi sannolikheten att löptiden hamnar utanför ett givet avvikelseintervall för varje enskilt år. Sannolikheten definieras som antalet simuleringar där löptiden avviker från intervallet dividerat med 10 000. En hög sannolikhet innebär att det är relativt mer sannolikt att löptiden hamnar utanför det valda avvikelseintervallet, givet det långsiktiga scenariot och prognososäkerheterna.

**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