

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2026





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 2026	5
Statsskuldsförvaltningens mål.....	5
Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål	5
Riktlinjeprocessen	6
Flyttat avsnitt: Kostnad och risk.....	6
Rubriken utgår: Marknads- och skuldvård.....	7
Flyttat avsnitt: Statsskuldens sammansättning.....	7
Flyttat avsnitt: Statsskuldens löptid.....	7
Positionstagande	8
Lån för att tillgodose behovet av statslån	8
Medelsförvaltning m.m.....	9
Samråd och samverkan	9
Utvärdering.....	9
Förutsättningar för förvaltningen	11
Både skuldens storlek och variation spelar roll	11
En jämnare investerarbass och förbättrad likviditet.....	13
Små förändringar i löptidspremien	15
Motiveringar till föreslagna riktlinjer	17
Löptidsanalys ger inte skäl till ändrad styrning.....	18
Samlad avvägning mellan kostnad och risk.....	25
Mer rättvisande punkt om refinansieringsrisk	27
Omformulerade riktlinjepunkter om utvärdering.....	28
Redaktionella ändringar i riktlinjerna	29
Uppdrag om utvecklad utvärdering	30
Vilka aspekter bör utvärderas och hur?	31
Sammansättning och löptid – utvecklad analys.....	32
Upplåning – tydligare struktur och fler indikatorer	34
Positionstagande – oförändrad utvärderingsmetod	36
Samlade slutsatser kring utvärderingen framåt.....	36

Fördjupning

Utvecklat analysunderlag med portföljsimuleringar	20
--	-----------

Sammanfattning

Riksgälden föreslår inga ändringar i riktlinjerna som rör statsskuldens sammansättning och löptid. Vi föreslår däremot en justering av punkten om refinansieringsrisk och omformulerade punkter om utvärdering i riktlinjerna. Förslaget innefattar även redaktionella ändringar för en mer logisk ordning av riktlinjepunkterna.

Riksgälden föreslår att styrningen av statsskuldens sammansättning ligger fast. De senaste åren har regeringen beslutat att statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt samt att den utestående realskulden ska minska. Genomförandet av dessa ändringar pågår.

Riksgälden föreslår inte heller några ändringar i styrintervallet för statsskuldens löptid. Varken utvecklingen av löptidspremier eller en ny analys av hur löptiden påverkar förväntad kostnad och risk ger skäl till att ändra styrningen av löptiden. Slutsatserna av analyserna behöver också vägas mot andra aspekter som till exempel statsskuldens storlek samt hur mycket kort finansiering som behövs. Dessa överväganden stödjer också ett oförändrat styrintervall.

Riksgälden föreslår en ändring av riktlinjepunkten om refinansieringsrisk eftersom den nuvarande formuleringen kan misstolkas. Ändringen handlar om att stryka en bisats om att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.

Riksgälden har på uppdrag av regeringen undersökt hur utvärderingen av skuldförvaltningen kan utvecklas. Sverige har en tydlig process för utvärderingen och transparent redovisning av kostnader och risker, men avvägningen mellan kostnad och risk skulle kunna utvärderas mer utförligt med nya analysmetoder. Det gäller framför allt löptidsstyrningen. Baserat på arbetet med uppdraget föreslår Riksgälden några ändringar i riktlinjepunkterna om utvärdering, för att förtydliga de aspekter som ska utvärderas och principerna för hur utvärderingen ska göras.

Förslag till riktlinjer 2026

Riksgälden föreslår här riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2026. Riktlinjerna beslutas årligen men är utformade för att gälla tillsvidare. 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. Motiv till de ändringar vi föreslår beskrivs i ett separat kapitel.

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.

Flyttat avsnitt: Kostnad och risk

11. **Omnumrerad från 19:** Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
12. **Omnumrerad från 20:** Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
13. **Omnumrerad från 21:** Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
14. **Omnumrerad från 22, föreslagen ny skrivning:** Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.

Nuvarande skrivning: Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.

15. **Omnumrerad fråga 23:** Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
16. **Omnumrerad fråga 26:** Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
17. **Omnumrerad fråga 24:** Positioner ska inte ingå i beräkningarna av sammansättning och löptid.
18. **Omnumrerad fråga 25:** Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Rubriken utgår: Marknads- och skuldvård

19. **Punkten utgår:** Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.

Flyttat avsnitt: Statsskuldens sammansättning

19. **Omnumrerad fråga 11:** 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. **Omnumrerad fråga 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 33.
21. **Punkten utgår:** Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
21. **Omnumrerad fråga 14:** Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

Flyttat avsnitt: Statsskuldens löptid

22. **Omnumrerad fråga 15:** Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.
23. **Omnumrerad fråga 16:** Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.
24. **Omnumrerad fråga 17:** Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 22.

25. **Omnumrerad från 18:** Löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid.

Positionstagande

26. **Omnumrerad från 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.

27. **Omnumrerad från 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.

28. **Omnumrerad från 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

29. **Omnumrerad från 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.

30. **Omnumrerad från 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.

31. **Omnumrerad från 33:** 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).
32. **Omnumrerad från 34:** Myndigheten ska täcka de underskott som kan uppstå på statens centralkonto (24 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
33. **Omnumrerad från 35:** 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

34. **Omnumrerad från 36:** 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).
35. **Omnumrerad från 37:** Riksgäldskontoret ska samverka med Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (28 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).
36. **Omnumrerad från 38:** Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån.

Utvärdering

37. **Omnumrerad från 39, föreslagen ny skrivning:** Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Utvärderingen ska även innefatta redovisning av kvantitativa mått och resultat där så är möjligt och relevant. Redovisningen ska göras över femårsperioder.

Nuvarande skrivning i punkt 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.

38. **Ny punkt:** Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldens förvaltning och den analys som Riksgäldskontoret presenterar i sina förslag till riktlinjer. Där ska även framgå hur föreslagna ändringar i riktlinjerna ska utvärderas. Riksgäldskontoret ska också analysera hur sammansättningen och löptiden har utvecklats.

39. **Ny punkt som ersätter nuvarande punkt 40:** Riksgäldskontorets beslut om statens upplåning ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldsförvaltningen och regeringens riktlinjer för skuldens sammansättning (19–21), skuldens löptid (22), refinansieringsrisker (14), låneberedskap (15) och marknads- och skuldvård (16).

Nuvarande skrivning i punkt 40: Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

40. **Omnumrerad från 42:** Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.
41. **Omnumrerad från 43:** 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 40). Enbart transaktioner som genomförs i syfte att avveckla valutaexponeringen ska ingå i utvärderingen.

Nuvarande punkt 41 utgår: För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

Förutsättningar för förvaltningen

Hur statsskulden bör förvaltas påverkas bland annat av skuldens variation och storlek samt hur olika riskpremier utvecklas över tid. Efter att ha minskat under lång tid har statsskulden de senaste åren börjat öka samtidigt som Riksbankens försäljning ytterligare har ökat utbudet av handelsbara obligationer, en utveckling som sammantaget har påverkat såväl investerarbasen som marknadslikviditeten.

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 hela skulden över tid, snarare än i enskilda emissioner eller instrument. I riktlinjerna bestäms därför avvägningen mellan kostnad och risk utifrån långsiktiga, strukturella faktorer.

Såväl den kortsiktiga variationen som den långsiktiga utvecklingen av statsskuldens storlek är sådana faktorer. En annan är hur olika riskpremier utvecklas. En riskpremie som Riksgälden följer kontinuerligt är löptidspremien. En annan är likviditetspremien som är kopplad till investerarnas agerande och hur statspappersmarknaden fungerar. Statsskuldens storlek kan också spela roll för likviditetspremien.

Både skuldens storlek och variation spelar roll

En central förutsättning för hur styrningen av förvaltningen bör utformas är statsskuldens storlek. Det handlar dels om hur skulden förväntas utvecklas över tid och hur osäker den utvecklingen är, dels om hur skulden varierar på olika sikt. En viktig del av skuldförvaltningen är beredskapen för och medvetenheten om osäkerhet. Såväl osäkerheten som de naturliga variationerna i skuldens storlek på grund av säsongsmönster och konjunktursvängningar gör också att det behöver finnas en viss inbyggd flexibilitet i styrningen av statsskuldens löptid och sammansättning.

Statsskuldens storlek påverkas inte bara av balansmålet

En viktig bestämningsfaktor i statsskuldens utveckling på längre sikt är det finanspolitiska ramverket. I slutet av förra året presenterade en parlamentarisk kommitté en rapport innehållande en översyn av målet för den offentliga sektorns finansiella sparande. Rapporten innehöll flera förslag, men den största nyheten var att målet för den offentliga förvaltningens finansiella sparande ändras från överskott på en tredjedels procent av BNP till balans från och med 2027. Inkomster och utgifter ska därmed vara lika stora i genomsnitt över en konjunkturcykel. Det innebär – allt annat lika – en större offentlig skuld än med överskottsmålet, men det är inte självklart vad påverkan blir på statsskulden. Om staten skulle stå för hela anpassningen när saldomålet sänks skulle det innebära ett ökat lånebehov för staten på i storleksordningen ett par tiotal miljarder kronor per år.

Utöver ovissheten kring ramverkets påverkan finns även osäkerhet kring andra faktorer som har betydelse för statsskuldens storlek framöver, såsom den ekonomiska utvecklingen och större tillfälliga in- och utbetalningar.

Stor variation för statsskulden är möjlig inom ramverket

Även om ramverket och saldomålet – oavsett om det är ett överskotts- eller balansmål – är viktigt för statsskuldens utveckling är ramarna faktiskt vida sett ur Riksgäldens skuldförvaltningsperspektiv, i bemärkelsen att statsskulden kan variera påtagligt utan att det sker avsteg från ramverket. Anledningen är att utvecklingen i de övriga två sektorerna i den offentliga sektorn, det vill säga ålderspensionssystemet och kommuner och regioner (kommunsektorn), har en stor påverkan på statens finansiella sparande och budgetsaldo. Det beror på att staten över tid, för att nå saldomålet, måste anpassa sitt sparande efter sparandet i de övriga två sektorerna.

Baserat på antaganden från Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet om kommunsektorns och ålderspensionssystemets utveckling på längre sikt är det möjligt att skissa på olika scenarier för statsskuldens utveckling. Även under antagandet att det inte sker några avsteg från det finanspolitiska ramverket kan skillnaderna mellan scenarierna på fem års sikt räknas i hundratals miljarder kronor. Utvecklingen i övriga sektorer i den offentliga sektorn kan alltså över tid ha en långt större påverkan på statsskuldens utveckling än ändringen av saldomålet.

Även andra stora in- och utflöden kan påverka skulden

Större enskilda initiativ och åtgärder kan också påverka statsskuldens storlek. Historiskt finns exempel som större försäljningar av statliga bolag och Riksbankens utökning av valutaserven, medan mer dagsaktuella frågor rör exempelvis försvarssatsningar och kommande kärnkraftsfinansiering. Även om båda dessa frågor rör satsningar med annonserade offentligfinansiella ramar som omfattar hundratals miljarder kronor är det i nuläget inte klart när eller i vilken utsträckning de kommer att påverka statsskuldens storlek.

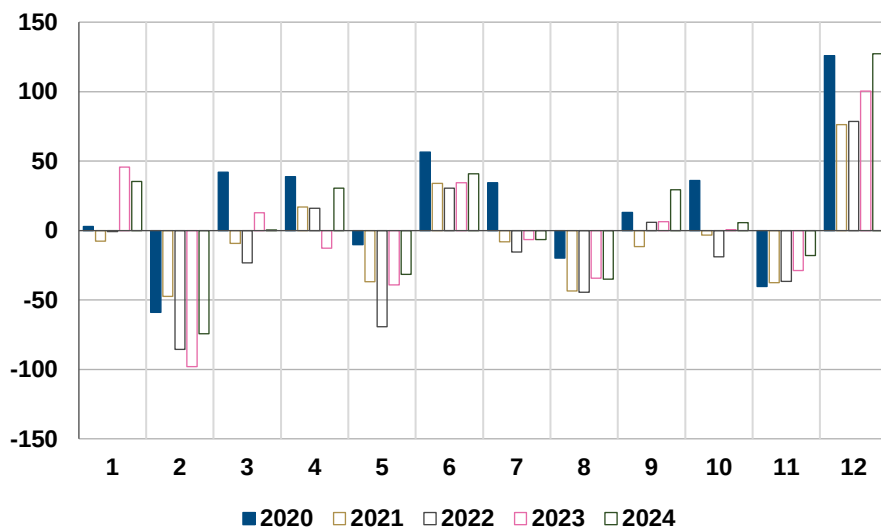
Skulden varierar mycket på både kort och lång sikt

Riktlinjerna för statsskuldens förvaltning behöver ta hänsyn till att skulden varierar över såväl månader (säsongsmönster) som år (konjunktursvängningar). Det måste också finnas utrymme att hantera att utfallet av statens betalningar skiljer sig från de prognoser som upplåningsplanen bygger på.

Förvaltningen består något förenklat av en kort- respektive en långsiktig del där respektive del utgör viktiga förutsättningar för varandra såväl som för helheten. Likviditetshanteringen och den korta upplåningen behöver vara av sådan storlek att den kan hantera kortsiktiga svängningar i budgetsaldot. Det i sin tur utgör en begränsning för hur stor den långsiktiga upplåningen kan vara. Svängningarna i den korta upplåningen påverkar olika nyckeltal och mått som används i styrningen, till exempel skuldens löptid och refinansieringsrisk. En större andel kortfristig finansiering ger allt annat lika en kortare löptid och högre refinansieringsrisk.

Diagram 1 Nettolånebehovet månad för månad

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar statens nettolånebehov (budgetsaldo med omvänt tecken) per månad för åren 2020 – 2024.

Källa: Riksgälden.

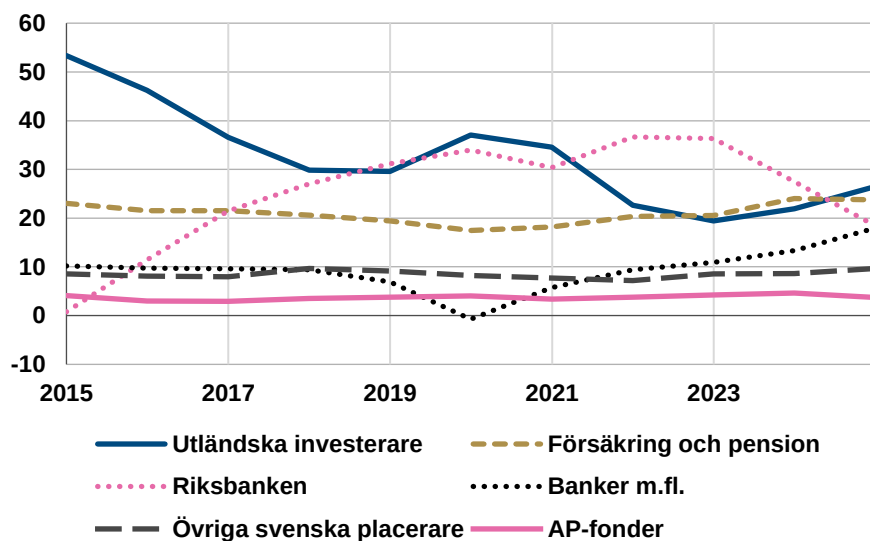
Diagram 1 illustrerar hur nettolånebehovet och i förlängningen statsskulden har varierat på månadsbasis de senaste fem åren. Svängningarna beror till stor del på säsongseffekter i statens betalningar, alltså att vissa större betalningar återkommer samma månad varje år på grund av att regelverken i skatte- och transfereringssystemen är utformade på ett visst sätt. Det handlar exempelvis om inbetalningar av kvarskatt i februari, utbetalningar av överskjutande skatt i april och juni samt utbetalningar av premiepensionsmedel i december. De senaste åren har även större tillfälliga flöden bidragit till svängningarna, som flaskhalsinkomster till Svenska kraftnät, utbetalningar av elstöd och ett kapitaltillskott till Riksbanken.

En jämnare investerarbas och förbättrad likviditet

Det senaste decenniet har inneburit större förändringar i såväl investerarbasen som i marknadslikviditeten. Riksbankens storskaliga köp av statsobligationer startade 2015 och ökade snabbt deras andel av det totala ägandet under ett antal år, se diagram 2. En omläggning av penningpolitiken för ett par år sedan ledde till att innehavet i stället började säljas av, varefter Riksbankens andel har minskat från knappa 40 procent till cirka 20 procent. Utländska investerare är den grupp som framför allt har ändrat sitt ägande i takt med Riksbankens förändrade andelar. Från att ha stått för ungefär 50 procent av ägandet för drygt tio år sedan minskade det till cirka 20 procent, därefter har det ökat något de senaste åren. Det finns en liknande men svagare trend även för försäkrings- och pensionsinstitut samt för banker, kreditmarknadsföretag och värdepappersfonder, två investerargrupper som båda successivt har ökat sina andelar de senaste cirka fem åren.

Diagram 2 Ägare av statsskuden

Procent

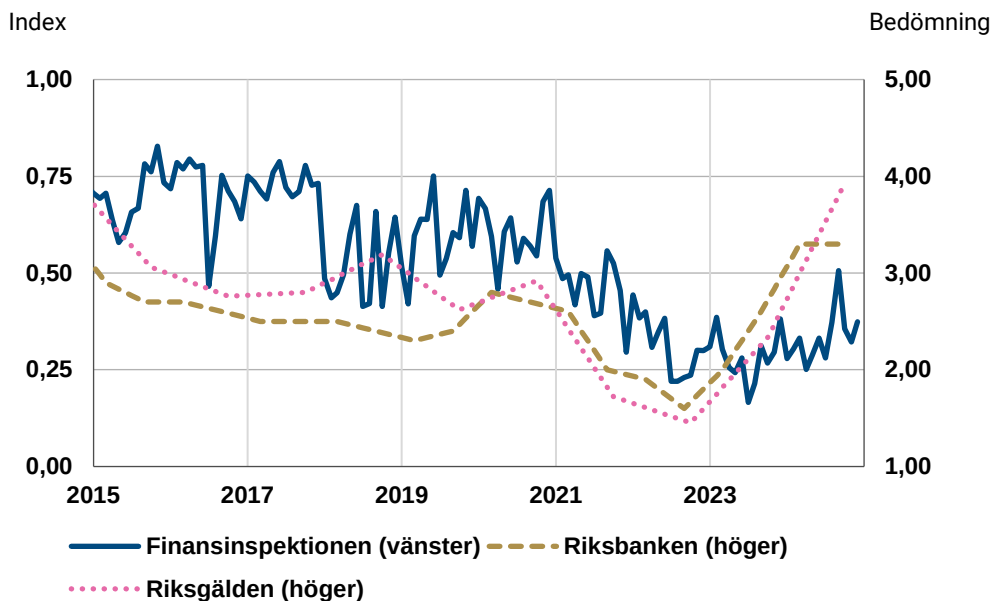


Anm. Banker m.fl. inkluderar kreditmarknadsföretag och värdepappersfonder.

Källa: SCB.

Bilden av hur marknadslikviditeten har utvecklats under samma period har tydliga beröringspunkter med förändringarna i investerarbasen. En effekt av Riksbankens ägande var att mindre volym av statsobligationer var möjlig att handla med, vilket många marknadsaktörer uppgav påverkade likviditeten negativt. Andra faktorer som ansågs hämma likviditeten var låg avkastning, ökad reglering och en stats-skuld som krympte som andel av BNP. Detta präglade utvecklingen i form av en allt sämre likviditet fram till för ett par år sedan när ett par av faktorerna – till exempel räntenivån och Riksbankens ägande – skiftade från att tynga till att i stället stödja marknadslikviditeten, varefter likviditeten har förbättrats, se diagram 3.

Både diagram 2 och 3 visar alltså att det ökade handelsbara utbudet på olika sätt har bidragit positivt. Investerarbasen har breddats, tre grupper (exklusive Riksbanken) är nu ungefär jämnstora, samtidigt som marknadslikviditeten har förbättrats och nu återigen är godkänd enligt Riksgäldens enkätundersökning. Även om det är svårt att bedöma – och än svårare att mäta – bör dessa båda utvecklingar ha 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.

Diagram 3 Mått på marknadslikviditet

Anm. Finansinspektionens likviditetsmått är en aggregering av indikatorer för nominella statsobligationer med benchmarkstatus. Högre värden motsvarar högre likviditet. Diagrammet visar två månaders glidande medelvärde av index. Riksgäldens mått visar ett genomsnitt av återförsäljare och investerares bedömning av likviditeten i termer av volym och spread mätt för nominella statsobligationer i en årlig undersökning av Kantar. Betygsskala är 1–5, där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt. Diagrammet visar genomsnittet av betygen för spread och volym. Riksbankens mått visar marknadsaktörers bedömning av marknadslikviditeten på sekundärmarknaden för nominella statsobligationer.

Källa: Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden.

Små förändringar i löptidspremien

En annan 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. Samtidigt har löptidspremierna historiskt varit positiva, vilket medfört att det varit dyrare för Riksgälden att låna på lång löptid än kort.

Eftersom det inte går att observera löptidspremier måste de beräknas, vilket innebär osäkerhet. Riksgälden använder den så kallade ACM-modellen utvecklad av Federal Reserve för att beräkna den svenska löptidspremien.² Modellen skattas på data över swappräntor med löptider mellan ett och tio år från augusti 1995 till juli 2025. När löptidspremien är positiv förväntas Riksgälden betala en högre kostnad för att låna på längre löptider.

En uppdatering av dessa beräkningar visar att löptidspremien under det senaste året kan beskrivas som ungefär oförändrad, där genomsnittet det senaste året har varit ungefär en halv procentenhet, se diagram 4. Det är därmed tydligt högre än de

² 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

negativa värden som gällde lågränteåren men samtidigt klart lägre än de nivåer som gällde åren 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 juli 2025.

Källa: Riksgälden.

Motiveringar till föreslagna riktlinjer

Riksgälden föreslår oförändrad styrning av statsskuldens sammansättning och löptid. Det innebär att den pågående avvecklingen av valutaexponeringen och minskningen av realskulden fortsätter medan styrintervallet för löptiden ligger kvar. En utvecklad analys med portföljsimuleringar ger inte skäl att ändra löptidsintervallet. Riksgälden föreslår däremot en justering av punkten om refinansieringsrisk och omformulerade punkter om utvärdering i riktlinjerna. Vi föreslår även redaktionella ändringar för en mer logisk ordning av punkterna.

Den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden gör regeringen, efter förslag från Riksgälden, genom att besluta om riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid. Riktvärdena styr statsskuldens exponering mot olika marknadsrisker (ränteomsättningsrisk samt inflations- och valutarisk), inte hur den finansieras genom Riksgäldens upplåning. Regeringens riktlinjer innefattar även delar om att beakta refinansieringsrisker, upprätthålla en god låneberedskap och vårda statspappersmarknaden. Dessa delar är direkt kopplade till hur Riksgälden lånar.

På riktlinjenivå har Riksgälden de senaste åren föreslagit ändringar i sammansättningen av statsskulden. Det har resulterat i beslut om att statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt samt att den utestående realskulden ska minska. Den främsta anledningen är att varken valutaexponeringen eller realskulden bidrar till att minska de samlade kostnaderna eller riskerna i statsskulden.³ Det innebär att Riksgälden för närvarande inte ser något behov av att föreslå ytterligare ändringar i statsskuldens sammansättning. I årets riktlinjeförslag är därmed de punkterna oförändrade. När ändringarna i sammansättningen är genomförda kommer statsskulden främst att bestå av nominell skuld och riskexponeringen framför allt styras genom löptiden.

Statsskulden består av lån med olika lång tid till förfall, det vill säga med olika lång löptid. I statsskulden ingår även derivat som Riksgälden använder för att justera till exempel valutaexponering eller räntebindningstid utan att emittera nya lån. Kort löptid har historiskt inneburit en lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Det beror på att korta räntor vanligen är lägre än långa räntor över samma period. Samtidigt är en kort löptid förknippad med högre risk eftersom variationer i räntekostnaderna kan bli större eftersom räntan på skulden omsätts oftare och korta räntor vanligtvis är mer volatila än långa. Denna risk brukar kallas

³ Se "Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2023–2026" samt "Statsskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2025–2027".

ränteomsättningsrisk. Styrningen av löptiden i riktlinjerna avser främst exponeringen mot ränteomsättningsrisk.

En annan aspekt av löptid är skuldens förfalloprofil. Den visar när de utestående lånen ska återbetalas och refinansieras. Refinansieringsrisk handlar om huruvida staten kan låna till rimliga villkor vid en viss specifik tidpunkt. Även refinansieringsrisken vägs in i den samlade avvägningen av kostnad och risk som ligger till grund för riktlinjebeslutet.

Löptidsanalys ger inte skäl till ändrad styrning

Valet av löptid har betydelse för kostnaderna och ränteomsättningsrisken i statsskuldsförvaltningen. Riksgälden föreslår att styrintervallet för statsskuldens löptid ligger kvar. Varken utvecklingen av löptidspremier eller en ny analys av hur ränteomsättningsrisken påverkar förväntad kostnad och risk ger starka skäl till att ändra styrintervallet. För att öka tydligheten kring styrningen av löptiden beskriver vi i detta avsnitt också hur Riksgälden använder den flexibilitet som intervallet ger.

Analysen visar liten skillnad mellan olika portföljer

Historiskt har beslutet om löptidsstyrningen främst baserats på Riksgäldens analyser av löptidspremien. I årets riktlinjeförslag presenterar vi även ett utvecklat analysunderlag med portföljsimuleringar för att utvidga analysen av löptidsvalet.

Den tidigare analysen visade under många år att det fanns positiva löptidspremier och Riksgälden föreslog då därför att löptiden skulle förkortas. Eftersom vi bedömde att den etablerade upplåningsstrategin för obligationer också bidrog till målet för skuldförvaltningen skedde förkortningen av löptiden genom räntederivat. I flera riktlinjeförslag från 2016 och framåt visade Riksgälden sedan att fördelen med att ha kort räntebindningstid hade minskat och konstaterade 2018 att löptidpremierna föreföll vara nära noll. Vi bedömde då att avvägningen mellan den besparing och den högre risk som kort räntebindningstid innebär borde justeras och förordade vid flera tillfällen att skuldens löptid skulle förlängas. I praktiken skedde förlängningen främst genom avveckling av derivatexponeringen.

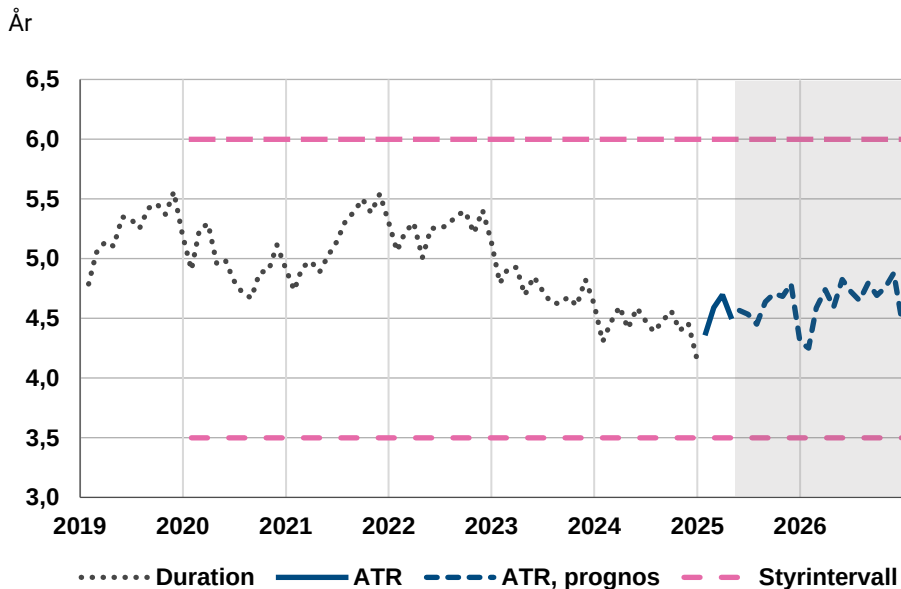
Under 2022 ökade löptidspremien i samband med hög inflation och efterföljande penningpolitisk åtstramning. Trots uppgången är löptidspremien fortsatt låg i ett historiskt perspektiv (se kapitlet om förutsättningar). En förkortning av statsskuldens löptid skulle därför endast generera en liten förväntad kostnadsfördel. Att skillnaden i förväntad kostnad är så liten motiverar därmed en mera utförlig analys av hur löptidsvalet påverkar kostnadsvariationen.

I den kompletterande simuleringsanalysen är portföljerna konstruerade för att illustrera att de förväntade räntekostnaderna varierar beroende på löptid, se fördjupningsrutan på sidan 20. Simuleringsanalysen visar att kostnadsskillnaden för de hypotetiska portföljerna med olika löptider är relativt små. Därmed ger inte heller dessa resultat några starka skäl till att ändra löptiden.

Sedan januari 2025 mäter Riksgälden löptiden som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR). Det innebär att löptiden beräknas som viktad

genomsnittlig återstående tid till att räntan på statsskuldens lån ska omsättas. ATR är ett löptidsmått för ränteomsättningsrisk som inte påverkas av förändringar i marknadsräntan.

Diagram 5 Statsskuldens löptid



Anm. Fram till januari 2025 mätte Riksgälden löptiden som Macaulayduration. Därefter mäter vi och gör prognos på löptiden som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR). Prognos visar den sista dagen för respektive månad medan utfall visas som månadsmedel. De rosa streckade linjerna anger styrintervallet för löptid i regeringens riktlinjer. Detta intervall är detsamma även efter bytet av löptidsmått från duration till ATR.

Källa: Riksgälden.

Styrning mot mitten av löptidsintervallet

Riksgäldens låneplanering utgår från att styra löptiden, mätt som ATR, mot mitten av löptidsintervallet. Vi styr främst genom hur stor volym vi emitterar av statspapper med olika löptider. Avsikten med intervallet är inte att Riksgälden ska anpassa löptiden efter bedömningar av framtida räntor. Däremot kan löptiden avvika från mitten på kort sikt om utvecklingen av lånebehovet skiljer sig från vår prognos. Med den upplåningsplan vi lägger säkerställer vi att den planerade löptiden hamnar inom styrintervallet och på längre sikt går mot mitten.

När Riksgälden planerar upplåningen och fördelningen av utestående lån analyserar vi hur de olika upplåningsformerna bidrar till den totala löptiden. Vi emitterar såväl obligationer på kapitalmarknaden (över ett års löptid) som statsskuldväxlar och andra instrument med korta löptider på penningmarknaden (upp till ett år). Den långfristiga upplåningen ska tillgodose statens långsiktiga upplåningsbehov som bland annat följer av det finanspolitiska ramverket och svängningar i konjunkturen. Den bidrar också till att förlänga statsskuldens löptid. Riksgälden strävar efter att göra gradvisa förändringar i emissionsvolymerna i obligationer – både ökningar och minskningar – och kommunicera tydligt om ändringarna. Genom att agera transparent och långsiktigt är förhoppningen att minska osäkerhet och över tid minska kostnaderna.

Den kortfristiga upplåningen ska i stället parera kortsiktiga variationer i upplåningsbehovet. Statsskulden och därmed löptiden påverkas alltså från dag till dag av variationer i budgetsaldot, genom emissioner och förfall, marknadsvärdande repor och säkerhetsbetalningar. Inverkan av dessa faktorer kan periodvis vara stor (se avsnittet *Skulden varierar mycket på både kort och lång sikt* på sidan 13).

Enligt regeringens riktlinjer ska Riksgälden fastställa enskilda löptidsintervall för den nominella kronskulden, reala kronskulden och valutaskulden. Intervallen för de enskilda skuldslagen utgår i från att löptidsintervallet för hela statsskulden ska ligga inom regeringens riktlinjer, det vill säga mellan 3,5 och 6 år.

När Riksgälden planerar upplåningen säkerställer vi att löptiden för de separata skuldslagen hamnar inom respektive intervall som är givet av de interna riktlinjerna. Enligt regeringens riktlinjer ska realandelen minska fram till 2029 och anta ett långsiktigt nominellt belopp om 80 miljarder kronor. Det innebär att löptiden i realandelen framöver endast i begränsad utsträckning påverkar löptiden i den totala skulden. I samband med det minskar behovet av ett separat styrintervall för real skuld. Det gäller även för den valutaexponerade delen av statsskulden som ska vara noll från och med 2027.

Fördjupning

Utvecklat analysunderlag med portföljsimuleringar

I arbetet med årets riktlinjeförslag har Riksgälden utvecklat en metod för att analysera statsskuldens sammansättning och löptid. Den utvecklade analysen ger ett mer utförligt underlag för både riktlinjebesluten i sig och utvärderingen av dem.

Analysmetoden bygger på samma ramverk som Riksgälden presenterade i förra årets riktlinjeförslag.⁴ Den innebär att vi konstruerar hypotetiska portföljer med olika löptider och sammansättningar – och jämför dem med varandra. På så vis ger vi en tydligare och mer utförlig grund för att kunna utvärdera om riktlinjebesluten innebär en rimlig avvägning mellan kostnad och risk.

I samband med årets riktlinjeförslag publicerar Riksgälden en Fokusrapport som ger en mer detaljerad analys av kostnader och kostnadsvariation.⁵ I framtida riktlinjeförslag kommer Riksgälden att använda och utveckla den nya analysmetoden. Resultatet av portföljsimuleringarna blir då en del i den samlade avvägning mellan kostnad och risk som ska ligga till grund för riktlinjebeslutet.

Simuleringar och antaganden till grund för beräkningarna

I analysen nedan simulerar vi olika ränte- och inflationsutvecklingar tio år framåt med slutet av 2024 som utgångspunkt. Simuleringarna ligger sedan till grund för

⁴ En mer detaljerad beskrivning av analysramverket finns i bilaga 1 i "Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2025–2027".

⁵ Se Fokusrapport, "Ramverk för att analysera statsskuldens kostnad och risk - En simuleringsstudie".

beräkningar av kostnad och risk för hypotetiska portföljer med olika löptider och sammansättningar. Medelvärde för ränte- och inflationsbanorna konvergerar mot historiska medelvärden. Risk beräknas som skillnaden mellan medelvärdet av kostnaderna för simuleringsbanor vars kostnad ligger över den 95:e percentilen och medelvärdet av alla simuleringar. Måttet ska fånga kostnadsvariationer mellan högkostnadsscenarierna och genomsnittet.

Ett antagande i analysen är att Riksgäldens agerande inte påverkar prissättningen av obligationerna på respektive löptid. Det innebär exempelvis att räntan för en ettårig obligation inte förändras oavsett utbudet. I verkligheten kan vi dock inte förändra volymen hur mycket som helst utan att prisbilden påverkas.⁶ I de löpande auktionerna prioriterar vi att öka den utestående volymen i det tioåriga referenslånet, men vi emitterar också i de fem- och tvååriga referenslånen. På så vis bidrar vi till att upprätthålla en väl prissatt avkastningskurva med likvida punkter. Det innebär lägre likviditetsriskpremier och därmed lägre upplåningskostnad för staten. I analysen nedan gör vi ingen ansats att försöka räkna på hur prisbilden sett ut om Riksgälden historiskt emitterat på ett annat sätt. Analysen inriktas därmed på hypotetiska portföljer som ligger nära historiska emissionsmönster.

Både Riksgäldens upplåning och utvecklingen av ekonomin i Sverige och i omvärlden kan påverka räntor på den svenska marknaden. Vår analys utgår från historiska räntor och inflationsutfall. Vi gör ingen ansats att inkludera andra framtida scenarier som kan vara rimliga men som avviker från historiska mönster.

Portföljer med olika löptid för avvägning av kostnad och risk

För att analysera löptidsvalet konstruerar vi fem hypotetiska portföljer med olika löptider. Den exakta fördelningen visas i tabell 1. Portfölj 3 (riktvärde) representerar i stora drag Riksgäldens nuvarande strategi i termer av fördelning mellan lång och kort löptid. Portföljens sammansättning uppnås 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) samt realobligationer.

Riksgälden har för närvarande även tre så kallade ultralånga obligationer utestående, vars löptider vid introduktion var 25, 30 och 50 år.⁷ Dessa 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 med fokus på att emittera tioåriga obligationer. De befintliga ultralånga obligationerna bidrar inte heller till kostnadsvariationer innan de förfaller.

I tabell 1 presenterar vi två olika mått på den genomsnittliga löptiden för respektive portfölj. I kolumnen löptid (modell) visar vi löptiden för de hypotetiska portföljerna

⁶ Utförliga diskussioner om påverkan av Riksgäldens agerande finns i avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas. Dnr 2016/1345.

⁷ De långa obligationerna är SGB 1053 (med löptid 14 år och nominellt belopp 43 miljarder kronor), SGB 1063 (med löptid 21 år och nominellt belopp 18 miljarder kronor) och SGB 1064 (med löptid 46 år och nominellt belopp 10 miljarder kronor). Siffror per januari 2025.

där längsta löptiden är 10 år. I kolumnen löptid (total) inkluderas de ultralånga obligationerna. Där ges modellportföljen en vikt på 94 procent och de tre ultralånga obligationerna en vikt på 6 procent under simuleringsperioden som är 10 år från 2025. Portfölj 3 (riktvärde) får då en total löptid på 4,75 år, vilket är mittpunkten för det nuvarande löptidsintervallet.

Tabell 1 Sammansättning av hypotetiska portföljer med olika löptider

Portfölj	Nom 1 år	Nom 2 år	Nom 5 år	Nom 10 år	Real 10 år	Löptid (modell)	Löptid (total)	Andel refinansiering inom ett år
1 (kort)	39%	3%	7%	41%	10%	2,94	4,0	47%
2	27%	3%	7%	53%	10%	3,47	4,5	37%
3 (riktvärde)	21%	3%	7%	59%	10%	3,74	4,75	31%
4	15%	3%	7%	65%	10%	4,01	5,0	26%
5 (lång)	4%	3%	7%	76%	10%	4,54	5,5	15%

Anm. De raderna visar fem 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. Om vi lägger till de ultralånga obligationerna blir löptiden längre och visas i kolumn Löptid (total). Portfölj 3 (riktvärde) har till exempel en löptid på 3,74 år enligt modellen och motsvarande 4,75 år med hänsyn tagen till de långa obligationerna. Sista kolumnen visar hur stor andel som förfaller och därmed behöver refinansieras varje år. Exempelvis så förfaller 47 procent av skulden i portfölj 1 (kort) inom ett år medan 15 procent förfaller i portfölj 5 (lång).

Källa: Riksgälden.

Tabell 2 visar kostnad och risk för portföljerna utifrån 10 000 simulerade räntebanor. Kostnaden är ett årligt genomsnitt över tio år framåt. Resultatet visar att kostnaden är lägre för portföljer med kortare löptider. Portfölj 1 (kort) har en årlig kostnad på 1,57 procent av skulden, jämfört med 1,62 procent för portfölj 3 (riktvärde).

Tabell 2 Kostnad och risk för hypotetiska portföljer med olika löptider 2025

Procent av statsskulden

Kostnad	1(kort)	2	3 (riktvärde)	4	5 (lång)
Genomsnittlig kostnad	1,57%	1,61%	1,62%	1,64%	1,68%
Extra kostnad vid ofördelaktiga scenarier	1,29%	1,18%	1,12%	1,07%	0,96%
Total kostnad vid ofördelaktiga scenarier	2,86%	2,78%	2,75%	2,71%	2,64%

Anm. Den genomsnittliga kostnaden per år är baserad på 10 000 simuleringar mellan 2025 och 2034. 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.

I scenariot med en ofördelaktig kostnadsutveckling har portfölj 1 (kort) en kostnad på 2,86 procent, vilket ger en extra kostnad på 1,29 procentenheter relativt genomsnittet. Motsvarande kostnad för portfölj 3 (riktvärde) är 2,75 procent, alltså lägre än för den korta portföljen. Portfölj 3 (riktvärde) är med andra ord marginellt dyrare i genomsnitt men mindre riskfylld med en lägre kostnad i extremfallen.

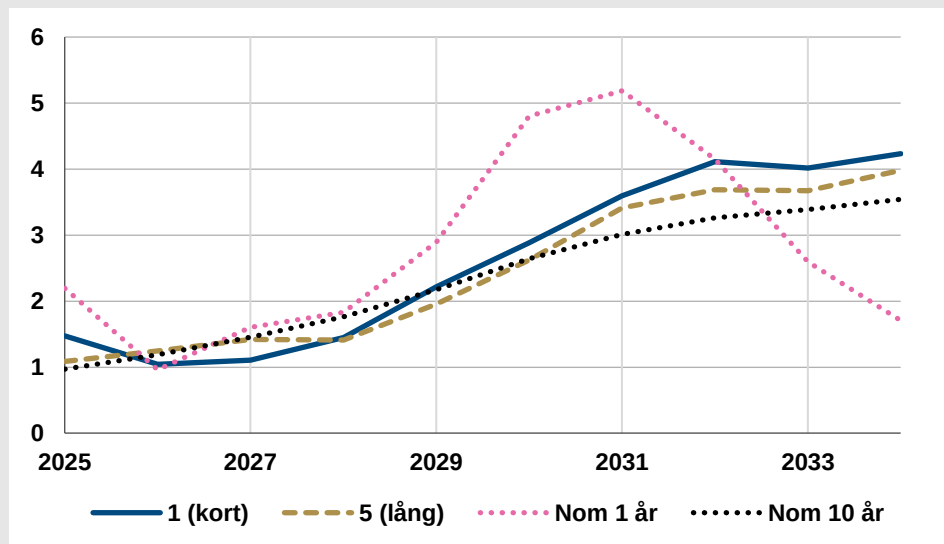
På samma sätt ger portfölj 5 (lång) en total kostnad 2,64 procent vid ofördelaktiga scenarier. Att förlänga löptiden till portfölj 5 ger därmed en försäkring mot höga kostnader vid ofördelaktiga scenarier men detta sker på bekostnad av en ökad genomsnittlig kostnad.

Resultatet ovan 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 i risk i termer av extra kostnad vid ofördelaktiga scenarier. Mellan portfölj 1 (kort) och 5 (lång) skiljer sig kostnaden och risken med cirka 0,1 respektive 0,3 procentenheter.

Ett skäl till att kostnadsskillnaden är relativt liten i Tabell 2 är att de historiska data som ligger till grund för beräkningarna och löptidspremierna har varit låga under slutet av 2010-talet. Detta påverkar även simuleringsmodellens kostnader framåt. Som en robusthetsanalys beräknar vi därför även kostnad och risk för samma hypotetiska portföljer från 2010 och tio år framåt. Kostnadsskillnaden mellan portfölj 1 (kort) och 5 (lång) uppgår då till cirka 0,6 procentenheter i stället för 0,1 procentenheter i resultatet för perioden 2025–2034.

Diagram 6 Kostnader för olika portföljer över tid för den 95:e percentilen

Procent



Anm. Diagrammet visar kostnader för olika hypotetiska portföljer mellan 2025 och 2034. Kostnaderna motsvarar det 95:e percentilen av alla simulerade banorna. Nom 1 år och Nom 10 år visar kostnader för portföljer som bara består av ettårig nominell obligation respektive tioårig nominell obligation.

Källa: Riksgälden.

Diagram 6 visar hur kostnaden som motsvarar den 95:e percentilen utvecklas över tid för olika portföljer. Syftet är att visualisera risken som presenteras i Tabell 2. Kostnaden för den 95:e percentilen för en portfölj som består av ettåriga nominella obligationer ökar nästan trefaldigt mellan 2028 och 2031, för att sedan sjunka igen. Kostnaden ökar visserligen även för den portfölj som består av tioåriga nominella obligationer, men förändringen från år till år är mindre.

Kostnaden för portfölj 1 (kort) ökar från 1,5 procent till 4,2 procent mellan 2025 och 2034. Precis som tioåriga nominella obligationer uppvisar portfölj 5 (lång) mindre variation än den ettåriga nominella. Skillnaden mellan portfölj 1 (kort) och 5 (lång) är dock liten.

Sammansättningen kan analyseras på liknande sätt

Simuleringsmetoden kan även användas för att belysa hur statsskuldens sammansättning påverkar kostnad och risk. I tabell 3 har vi konstruerat en ny hypotetisk portfölj 6 (real) där realandelen är högre än i portfölj 3 (riktvärde).

Tabell 3 Sammansättning av hypotetiska portföljer med olika sammansättningar

Portfölj	Nom 1 år	Nom 2 år	Nom 5 år	Nom 10 år	Real 10 år	Löptid (modell)	Löptid (total)	Andel refinansiering inom ett år
3 (riktvärde)	21,4%	3%	7%	58,6%	10%	3,74	4,75	31,2%
6 (real)	21,4%	3%	7%	44,6%	24%	3,74	4,75	31,2%

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. Sista kolumnen visar andelen som förfaller och därmed behöver refinansieras varje år. Andelen är 31,2 procent av skulden för båda portföljerna.

Källa: Riksgälden.

Med hjälp av de simulerade räntorna och inflationen beräknar vi kostnad och risk för respektive portfölj. Tabell 4 visar att en högre realandel är förknippad med en högre genomsnittlig räntekostnad och en större ökning i kostnaden vid ofördelaktiga scenarier. Resultatet stödjer förra årets beslut att minska realskulden.

Tabell 4 Kostnad och risk för hypotetiska portföljer med olika sammansättningar 2025

Procent av statsskulden

Kostnad	3 (riktvärde)	6 (real)
Genomsnittlig räntekostnad	1,62%	1,64%
Extra räntekostnad vid ofördelaktiga scenarier	1,12%	1,22%
Total räntekostnad vid ofördelaktiga scenarier	2,75%	2,86%

Anm. Genomsnittlig kostnad är den genomsnittliga kostnad per år baserat på 10 000 simuleringar mellan 2025 och 2034. 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.

Portföljsimuleringarna kompletterar tidigare analysmetoder

Den nya analysmetoden med simuleringar blir ett komplement till de metoder som Riksgälden har använt tidigare för att analysera vilken löptid och sammansättning statsskulden bör ha. Resultatet av de olika metoderna bekräftar varandra.

Riksgälden har sedan tidigare beräknat den tioåriga löptidspremien enligt ACM-modellen som beslutsunderlag för förslag om löptid. En uppdaterad bild av löptidspremien presenteras i förutsättningskapitlet även i denna rapport. Både ACM-modellen och portföljsimuleringarna fångar den förväntade kostnads-skillnaden för olika löptider och indikerar en något högre förväntad kostnad med längre löptid, trots att de två metoderna använder olika tekniska lösningar för att modellera räntor.⁸ Det portföljsimuleringarna tillför är att visa att en portfölj med längre löptid även innebär minskad risk.

I tidigare riktlinjeförslag har Riksgälden även presenterat skillnaden mellan så kallad break-even inflation och förväntad inflation, som ett sätt att mäta den förväntade kostnadsbesparingen att emittera realobligationer i stället för nominella obligationer med samma löptid. Portföljsimuleringarna mäter också en förväntad kostnadsskillnad mellan olika realandelar. Skillnaden mellan metoderna består främst av hur framtida inflation tas fram. Den ena använder Prosperas enkätundersökning medan den andra modellerar inflation i en tidsseriemodell. Resultatet av portföljsimuleringen visar liksom den tidigare analysen på en högre kostnad för en portfölj som har en större andel realobligationer. Slutsatserna för statsskuldens sammansättning är därmed desamma oavsett vilken metod vi använder.

Resultaten från portföljsimuleringarna är beroende av val av undersökningsperiod och de olika metoderna leder inte nödvändigtvis till samma slutsatser. Det talar för fortsatt analys där det handlar om att väga samman resultat från olika modeller och undersökningsperioder till en samlad bedömning.

Samlad avvägning mellan kostnad och risk

I regeringens riktlinjer görs avvägningen mellan kostnad och risk främst genom riktvärdena för statsskuldens sammansättning och löptid. På så vis regleras ränte-omsättningsrisken, inflationsrisken och valutarisken i förvaltningen. För att göra en samlad avvägning behöver vi även ta hänsyn till riktlinjerna om refinansieringsrisk, finansieringsrisk och marknadslikviditetsrisk. I 0 framgår de finansiella risker som förvaltningen innefattar och hur de är kopplade till regeringens riktlinjer.

⁸ En mer detaljerad beskrivning av simuleringsmodellen finns i bilaga 1 i Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2025–2027.

Olika finansiella risker och kopplingen till regeringens riktlinjer

Typ av finansiell risk	Riktlinjepunkter
Ränteomsättningsrisk	Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år. Löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid.
Inflationsrisk	Den utestående stocken real kronskuld ska minska successivt. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på cirka 80 miljarder kronor.
Valutarisk	- Statsskuldens strategiska exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. - Valutaexponeringen kan dock även framöver variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar. Valutaväxlingar ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. - Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs (enligt mandat som ges i riktlinjerna).
Refinansieringsrisk	Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.
Finansieringsrisk	- Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. - Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.
Marknadslikviditetsrisk	Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.
Kreditrisk	Riksgäldskontoret ska placera sina medel på konto eller i skuldförbindelser med låg kreditrisk (enligt förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

Som framgår i föregående avsnitt visar resultatet av portföljanalysen att staten kan minska den förväntade genomsnittliga kostnaden för statsskulden något med en portfölj som har en kortare löptid, om risken för en högre kostnad i ett ofördelaktigt scenario anses acceptabel. Alternativt välja en portfölj som har längre löptid, och därmed lägre risk, till priset av en något högre kostnad. Riksgäldens bedömning är dock att skillnaderna mellan alternativen är så små, relativt modellens osäkerhet, att de inte ger skäl att ändra löptidsintervallet. Det gör inte heller analysen av löptidspremier. Och även om dessa kvantitativa analyser hade pekat tydligare mot en förändring, behöver också andra aspekter vägas in.

En sådan aspekt är hur stor andelen kortfristig finansiering bör vara. Den behöver å ena sidan vara stor nog för att möta variationer i lånebehovet och för att undvika överupplåning. Sverige har därför en förhållandevis kort löptid i en internationell jämförelse.⁹ Å andra sidan kan en alltför stor kortfristig finansiering vara förknippad med för mycket refinansieringsrisk, det vill säga att det är svårt att ersätta förfallande lån utan att kostnaden blir för hög.

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

⁹ Sverige har fjärde lägst löptid (mätt som average-time-to-maturity) av alla OECD länder. Källa: OECD (2025), Global Debt Report 2025: Financing Growth in a Challenging Debt Market Environment, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/8ee42b13-en>.

räntekostnaderna (uttryckt i kronor). En utveckling mot en större statsskuld skulle därmed kunna minska statens vilja att ta risk och motivera en förlängning av löptiden.

Riksgälden förespråkar en försiktighetsprincip när det gäller förändringar av löptidsstyrningen. Vi agerar transparent och långsiktigt. Beslut om ändringar i skuldens löptid bör baseras på slutsatser som håller över tid, och exempelvis inte på kortsiktiga förändringar av löptidspremierna eller av andra faktorer som fluktuerar.

Riksgälden ska också genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl (punkt 16 i vårt förslag till riktlinjer). Det gör vi främst genom upplåningsstrategin att emittera nominella obligationer med löptider på tio, fem och två år för att upprätthålla en väl prissatt avkastningskurva med likvida punkter. På så vis kan investerare köpa statspapper utan att kräva extra avkastning på grund av osäkerhet eller bristande marknadslikviditet. I förlängningen ger det lägre upplåningskostnad för staten. Att på ett konsekvent sätt emittera enligt ovanstående strategi sker emellertid på bekostnad av flexibilitet, och att styra om upplåningsstrategin skulle därmed innebära ett flertal operativa överväganden. Av dessa anledningar har Riksgälden historiskt ändrat löptiden med hjälp av derivat, men även den metoden har sina begränsningar.

Sammantaget innebär ovanstående avvägningar att urvalet av möjliga portföljer begränsas till sådana som ligger relativt nära den nuvarande. Varken portföljanalysen eller andra avvägningar talar entydigt för en förlängning eller en förkortning av löptiden. Riksgäldens samlade bedömning är därmed att hålla löptidsintervallet oförändrat. Både den analys och de avvägningar som Riksgälden gör med avseende på löptiden är ett löpande arbete och kommer även att behandlas i framtida riktlinjeförslag. Vi föreslår i nuläget inte heller någon förändring i styrningen av statsskuldens sammansättning.

Mer rättvisande punkt om refinansieringsrisk

Refinansieringsrisk är liksom ränteomsättningsrisk kopplad till vilken löptid statsskulden har, men det är viktigt att skilja dessa risker åt. Refinansieringsrisk handlar om huruvida staten kan låna på rimliga villkor vid en viss tidpunkt. Stora förfall på kort tid innebär stor refinansieringsrisk, dels genom att de aktuella räntevillkoren kan vara oförmånliga, dels genom att det i extrema fall kan vara svårt att över huvud taget omsätta de lån som förfaller.

Riksgälden använder löptidsmåttet ATR för att fånga ränteomsättningsrisk. Vi kan emellertid styra löptiden genom att exempelvis förkorta den nominella skuldens räntebindningstid med derivat. Löptidsmåttet är därför inte en bra indikator på hur lång tid som återstår tills lånen förfaller och ska refinansieras. Om skulden behöver refinansieras ofta ökar exponeringen mot förändringar i marknadsförhållanden vilket kan leda till svårigheter att få ny finansiering till rimliga villkor. Riksgälden beaktar denna risk genom hur vi planerar upplåningen.

Nuvarande riktlinjepunkt och förslag till ändring

Riksgälden föreslår en ändring av riktlinjepunkten om refinansieringsrisk eftersom den nuvarande formuleringen kan misstolkas. Ändringen handlar om att stryka bisatsen i punkten:

”Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.”

Refinansieringsrisker handlar om följderna av koncentrerade förfall de närmast kommande åren och det är inte någon nämnvärd skillnad mellan en tioårig och en 30-årig obligation i det avseendet. Båda förfallen ligger bortom den tidshorisont som det är rimligt att beakta vid analys av refinansieringsrisker. Bisatsen riskerar därmed att bidra till otydlighet kring hur Riksgälden hanterar refinansieringsrisker.

Riksgäldens hantering av refinansieringsrisk

Som vi tidigare beskrivit (se kapitlet om förutsättningar) har Sverige stabila statsfinanser och högt kreditbetyg. Historiskt har den bästa försäkringen mot refinansieringsrisk varit just att upprätthålla starka statsfinanser. Att säkerställa en välfungerande marknad för svenska statsobligationer bidrar också till att hålla nere refinansieringsriskerna, eftersom en stabil efterfrågan minskar risken att staten över tid inte kan låna till rimliga villkor. Riksgälden planerar upplåningen långsiktigt och genom att fördela emissionsvolymerna över olika utestående obligationer i regelbundna auktioner vid många tillfällen sprider vi ut refinansieringen över tid.

Riksgälden beaktar även refinansieringsrisker på flera andra sätt. Ett sätt är att fördela statsskulden över många lån med olika förfallotidpunkter. Det innebär att endast en mindre del av den utestående obligationsstocken förfaller och måste refinansieras varje år. Vi strävar också efter att hålla obligationsförfallen relativt jämna i storlek och lägga förfallen så att de sammanfaller med perioder då staten har stora inbetalningar (maj eller oktober).

En stor koncentration av förfallande lån inom den närmsta tidsperioden, till exempel de närmaste tolv månaderna, innebär ökad refinansieringsrisk. I regel planerar dock Riksgälden för att en förhållandevis stor del, omkring 20–30 procent, av statsskulden förfaller under det närmsta året. Det beror på att Riksgälden behöver ha en relativt omfattande kortfristig upplåning i planen för att hantera säsongsmönster i statens betalningar och avvikelser för prognoser på budgetsaldo (se kapitlet om förutsättningar).

Riksgälden har sedan 2013 rapporterat olika mått på refinansieringsrisker och redogjort för hur vi hanterat dessa i det årliga underlaget för utvärderingen av statsskuldens förvaltning. Vi kommer att fortsätta redogöra för hur vi tar hänsyn till refinansieringsriskerna i förvaltningen.

Omformulerade riktlinjepunkter om utvärdering

Riksgälden har på uppdrag av regeringen analyserat hur utvärderingen av statsskuldens förvaltning bör utformas och utvecklas (se nästa kapitel). Utifrån den

analysen föreslår Riksgälden att punkterna om utvärdering i riktlinjerna formuleras enligt följande.

Punkt 37 (omnumrerad och justerad): Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Utvärderingen ska även innefatta redovisning av kvantitativa mått och resultat där så är möjligt och relevant. Redovisningen ska göras över femårsperioder.

Punkt 38 (ny): Regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldens förvaltning och den analys som Riksgäldskontoret presenterar i sina förslag till riktlinjer. Där ska även framgå hur föreslagna ändringar i riktlinjerna ska utvärderas. Riksgäldskontoret ska också analysera hur sammansättningen och löptiden har utvecklats.

Punkt 39 (ny som ersätter tidigare punkt 40): Riksgäldskontorets beslut om statens upplåning ska utvärderas med utgångspunkt i målet för statsskuldsförvaltningen och regeringens riktlinjer för skuldens sammansättning (19–21), skuldens löptid (22), refinansieringsrisker (14), låneberedskap (15) och marknads- och skuldvård (16).

Vi föreslår att den nuvarande punkt 41 om redovisning av den reala upplåningen stryks eftersom utvärderingen av sammansättningen täcks av den nya punkt 38. De nuvarande punkterna 42 och 43 om utvärdering av positioner respektive den minskade valutaexponeringen numreras om men är i övrigt oförändrade.

Redaktionella ändringar i riktlinjerna

Riksgälden föreslår några redaktionella ändringar i riktlinjerna för att förtydliga och förenkla läsningen av dem. En första ändring är att flytta avsnittet ”Kostnad och risk” före avsnitten ”Statsskuldens sammansättning” och ”Statsskuldens löptid”. Anledningen är att det blir en mer logisk följd att först introducera att avvägningen mellan förväntad kostnad och risk främst ska göras genom valet av sammansättning och löptid samt vad det innebär. Därefter komma in på hur sammansättningen och löptiden ska se ut för att göra den avvägningen.

Riksgälden föreslår även att stryka punkt 13 ”Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor” samt punkt 27 ”Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.” Dessa punkter är upprepningar av det som redan står i punkt 10: ”Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i enskilda skuldsdrag, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvård.”

Med anledning av förslaget att stryka punkt 27 föreslår Riksgälden även att stryka rubriken ”Marknads- och skuldvård”. Den enda punkten som är kvar under den rubriken – ”Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk” – passar även i avsnittet ”Kostnad och risk” och flyttar därför dit.

Uppdrag om utvecklad utvärdering

Riksgälden har på uppdrag av regeringen undersökt om och i så fall hur utvärderingen av statsskuldförvaltningen kan utvecklas. Sverige har en tydlig process för utvärderingen och transparent redovisning av kostnader och risker i skuldförvaltningen, men avvägningen mellan kostnad och risk skulle kunna utvärderas mer utförligt. Det gäller främst styrningen av statsskuldens löptid. Riksgälden avser därför att utveckla analysen kring löptiden i riktlinjeförslagen och på så vis ge en bättre grund både för riktlinjebesluten i sig och för utvärderingen av dem.

Målet för statsskuldförvaltningen är i första hand inriktat på att minimera kostnaden för skulden, men samtidigt ska inte riskerna vara för höga. Besluten i förvaltningen handlar därför ofta om att väga förväntad kostnad mot olika grader och typer av risk. Det gäller såväl regeringens beslut om riktvärden för skuldens sammansättning och löptid som Riksgäldens val av upplåningsstrategier och operativa beslut. Utvärderingen av förvaltningen ska därför omfatta både regeringens riktlinjer och Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna.

Riksgälden lämnar varje år i februari en rapport med underlag för utvärderingen till regeringen, som i sin tur vartannat år i april lämnar en utvärderingsskrivelse till riksdagen. Regeringen tar då även in en extern utvärdering från Ekonomistyrningsverket (ESV). Riksgäldens roll i utvärderingen är att bidra med relevanta och tydliga underlag så att utvärderarna kan bedöma om statsskulden har förvaltats i enlighet med det övergripande målet.

I den senaste utvärderingen, som gällde 2019–2023, bedömde ESV, regeringen och riksdagens finansutskott att förvaltningen hade bedrivits i enlighet med målet. ESV pekade samtidigt på att det var svårt att dra tydliga slutsatser om hur kostnad och risk påverkats av skuldens sammansättning och löptid baserat på de underlag som fanns tillgängliga. ESV uppmanade därför regeringen att tydliggöra vilka aspekter som regeringen avser att utvärdera och därmed vilka underlag som Riksgälden ska tillhandahålla.¹⁰ Regeringen gav därefter Riksgälden i uppdrag att:

- motivera vilka aspekter av statsskuldens förvaltning som bör utvärderas och hur
- analysera om och föreslå metoder för hur utvärderingen av förvaltningen av statsskulden kan utvecklas och förtydligas
- särskilt redogöra för hur avvägningar mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden kan utvärderas.¹¹

¹⁰ Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023, ESV 2024:27

¹¹ Regleringsbrev för Riksgäldskontoret 2025

Riksgälden har utvecklat underlaget för utvärderingen de senaste åren men ser fortsatt förbättringspotential. Vi återrapporterar här på regeringens uppdrag genom att föreslå metoder för att förtydliga och utveckla utvärderingen ytterligare, framför allt kring den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk. Men vi börjar med frågan om vilka aspekter av förvaltningen som är relevanta att utvärdera och hur utvärderingen principiellt bör göras.

Vilka aspekter bör utvärderas och hur?

Syftet med utvärderingen är dels att bidra till den demokratiska uppföljningen av statsskuldsförvaltningen utifrån målet, dels att dra lärdomar inför nya beslut om hur skulden bör förvaltas. Utvärderingen handlar därmed i stort om att bedöma om de beslut som fattas inom förvaltningen minimerar den långsiktiga kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Besluten kan delas in utifrån tre aspekter av förvaltningen:

- statsskuldens sammansättning och löptid (portföljegenskaper)
- upplåning (inklusive likviditetsförvaltning)
- positionstagande.

Vilken sammansättning och löptid skulden ska ha beslutas genom riktvärden i regeringens riktlinjer och bör därför utvärderas främst på det vi hädanefter kallar riktlinjenivån. Besluten om upplåning och positioner fattar Riksgälden på operativ nivå utifrån de ramar som ges i regeringens riktlinjer. Inom upplåningen handlar det till exempel om att besluta om strategier och låneplaner med hänsyn till såväl riktvärdena för sammansättning och löptid som riktlinjepunkterna om att beakta refinansieringsrisker, ha god låneberedskap och vårda statspappersmarknaden. De operativa besluten rör också hur Riksgälden emitterar och hanterar statens kassa.

Riksgälden har i de senaste två årliga rapporterna med utvärderingsunderlag gjort en tydligare uppdelning mellan besluten på riktlinjenivå respektive operativ nivå, vilket ESV välkomnade i sin senaste utvärdering. Ett skäl till att skilja nivåerna åt är att beslutet om riktlinjer innefattar politiska ställningstaganden såsom vilken risk (i form av kostnadsvariation) staten är villig att acceptera. Ett annat skäl är att det ska vara tydligt vilka beslut Riksgälden bär ansvar för.

Den grundläggande principen för utvärderingen är enligt regeringens riktlinjer att den ska "ske i kvalitativa termer sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället". Det handlar med andra ord om att bedöma om de beslut som regeringen och Riksgälden har fattat i förvaltningen är väl avvägda och underbyggda med bra analys. Därutöver ska utvärderingen innefatta kvantitativa mått "där så är möjligt".

Principen ovan innebär att det behöver finnas tydliga underlag som visar de analyser som ligger till grund för beslut på olika nivåer. Här spelar inte minst Riksgäldens riktlinjeförslag en viktig roll. Utöver att ta fram tydliga underlag inför beslut som sedan kan utvärderas, ska Riksgälden också redovisa kvantitativa mått och resultat i efterhand. Enligt den nuvarande skrivningen ska det göras där så är möjligt. Här förespråkar vi ett tillägg om att de mått och resultat som redovisas också ska vara relevanta utifrån syftet med utvärderingen, vilket vi återkommer till.

Härnäst föreslår vi metoder för att förbättra utvärderingen av de tre aspekterna. Sedan sammanfattar vi aspekter, metoder och mått i slutet av kapitlet.

Sammansättning och löptid – utvecklad analys

När det gäller besluten på riktlinjenivå ser Riksgälden att det främst är utvärderingen av avvägningar mellan kostnad och risk som kan utvecklas. Det Riksgälden kan bidra med är framför allt ett mer omfattande analysunderlag inför regeringens beslut om skuldens sammansättning och löptid. Vi kan även resonera mer kring de kvantitativa mått och resultat vi redovisar kopplade till besluten.

Mer utförlig analys i riktlinjeförslaget ger grund för utvärdering

Med ett tydligare och mer omfattande analysunderlag inför regeringens beslut om riktlinjerna får utvärderarna bättre förutsättningar för att kunna bedöma om valet av löptid och sammansättning är i enlighet med målet.

Redan goda förutsättningar för att utvärdera sammansättningen

Ett exempel på att analyserna i riktlinjeförslaget spelar en viktig roll är utvärderingen av beslutet att minska statsskuldens valutaexponering. ESV kunde utifrån den analys som Riksgälden presenterade i riktlinjeförslaget göra en tydlig bedömning av beslutet:

”Då analysen tydligt visar att valutaexponeringen inte innebär någon systematisk kostnadsbesparing, samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar, är det rimligt att avveckla exponeringen. Avvecklingen ska ske under en fyraårsperiod. Statens låneberedskap påverkas inte av avvecklingen, då Riksgälden fortsatt har möjlighet att ta upp lån i utländsk valuta på marknaden. Detta eftersom valutaexponeringen skapats via derivatinstrument. ESV har heller inget att invända mot den valda längden på avvecklingsperioden.”¹²

På liknande vis redogjorde Riksgälden utförligt i förra årets riktlinjeförslag för den analys och de skäl som låg bakom förslaget att från och med 2025 minska realobligationernas del i statsskuldens sammansättning. Därmed finns det en god grund även för utvärderingen av det beslutet.

Underlaget för beslutet om löptiden kan byggas ut med ny analys

Gällande statsskuldens löptid har beslutsunderlagen de senaste åren bestått av analyser av löptidspremier, för att se om det finns skäl att förlänga eller förkorta den genomsnittliga löptiden. I utvärderingsunderlaget har Riksgälden sedan redovisat hur löptiden har utvecklats i förhållande till riktvärdesintervallet och förklarat utvecklingen. Dessa underlag räcker dock inte fullt ut för att kunna utvärdera besluten om löptiden. ESV pekar på detta i sin utvärdering:

”Vad gäller statsskuldens löptid utvärderas varken riktlinjebesluten eller den faktiska löptid som skulden haft i termer av hur det påverkat kostnaderna. Det beror på att Riksgälden inte analyserat detta i sitt underlag till utvärderingen. Riksgälden hänvisar till att riktmärket för löptiden inte har förändrats under

¹² Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023, ESV 2024:27

utvärderingsperioden samt att det saknas en utvärderingspunkt i riktlinjerna specifikt för löptiden. I sitt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2024 inkluderade dock Riksgälden en analys av löptidspremien, vilket är ett vanligt förekommande sätt att analysera hur kostnaderna påverkas av valet av löptid.”

Sammantaget anser Riksgälden att det som främst skulle underlätta utvärderingen av löptiden är en mer utförlig analys i riktlinjeförslagen framöver, oavsett om förslaget är att förändra riktvärdet för löptiden eller lämna det oförändrat. Vi avser därför att som ett stående inslag i riktlinjeförslagen följa upp ränteomsättningsrisken och analysera dess påverkan på avvägningen mellan kostnad och risk i beslutet om löptidsstyrningen. Analysen för detta ändamål kommer att ta utgångspunkt i den metod för att simulera olika portföljer som beskrivs i rutan på sidan 20. En samlad bedömning, som även väger in andra risker och aspekter, kommer att utföras på ett liknande sätt som i årets förslag.

Redovisning av kostnad och risk – och resultat om relevant

Förutom att presentera tydliga underlag inför riktlinjebesluten, ska Riksgälden som sagt redovisa kvantitativa mått och resultat. Dessa innefattar bland annat utfall för kostnaden och kostnadsvariationen för skulden som helhet och för olika skuldslag, utvecklingen av löptiden och sammansättningen samt kontrafaktiska resultat av olika riktlinjebeslut där så är möjligt och relevant.

Redovisning av kostnader och risker finns till stor del redan med i Riksgäldens underlag för utvärdering, men det vi ser att vi kan utveckla är att förklara måtten och förändringar i dem på ett tydligare sätt. Det kan exempelvis handla om att förklara varför den faktiska löptiden har legat över eller under mitten av intervallet om så är fallet.

I utvärderingen av riktlinjebesluten om sammansättning och löptid handlar det som vi poängterat tidigare främst om att bedöma beslutsunderlaget (ex ante-analysen som ligger till grund för avvägningen mellan kostnad och risk). I vissa fall kan det också vara motiverat att ta fram någon form av kontrafaktiskt resultat för att följa upp beslutet (ex post). Här bör man först ställa sig frågan om ett sådant resultat är relevant att redovisa. Det finns flera brister i denna typ av jämförelser med alternativscenarion, som beskrivs nedan. Om de ändå används behöver det vara tydligt vilka slutsatser som är möjliga – och inte möjliga – att dra av resultaten.

Svagheter med kontrafaktiska resultat gör att de inte alltid är relevanta

Den första anledningen till försiktighet vad gäller kontrafaktisk utvärdering är att riktlinjebeslutet i sig kan påverka statens upplåningskostnad och därmed även de kontrafaktiska handlingsalternativen. Svårigheterna kan sammanfattas med följande citat: *”om själva jämförelsenormen påverkas av det som skall utvärderas blir själva utvärderingen svårtolkad.”* (Statsskuldspolitiken SOU 1997: 66, sid 15).

När det kommer till realskuldens andel föreslog Riksgälden i riktlinjeförslaget 2025–2027 att den utestående realskulden ska minska till en nivå som bättre matchar efterfrågan på realobligationer som bottnar i behovet av att försäkra sig mot inflationsrisk. Riksgäldens agerande förväntas därmed påverka den relativa

prissättningen mellan realobligationer och nominella obligationer. Problemet ur ett utvärderingsperspektiv är därför att vi inte vet hur den relativa prissättningen hade sett ut i ett kontrafaktiskt scenario där realandelen hålls oförändrad.

Den andra anledningen till försiktighet är att ett för snävt fokus på realiserade kostnader kan försvåra för en utvärdering där syftet är att ta hänsyn till avvägningen mellan kostnad och risk. Kostnadsutfallet för ett visst handlingsalternativ är ett resultat av slumpen och fångar därmed inte att olika handlingsalternativ har olika förväntad risk. I riktlinjeförslaget för 2025 argumenterar Riksgälden exempelvis för att real upplåning ska minska eftersom den är förknippad med högre risk och samtidigt ingen förväntad kostnadsbesparing. Denna avvägning fångas inte upp i den nuvarande utvärderingspunkten för real upplåning (punkt 41) där bara den realiserade kostnadsskillnaden redovisas.

Den tredje anledningen följer av att Riksgälden inte agerar opportunistiskt baserat på hur räntor och inflation förväntas utvecklas på kort sikt. I stället är det bedömningar av strukturella faktorer som olika typer av riskpremier som ligger till grund för besluten om statsskuldens sammansättning och löptid. För att fånga och avgöra om en viss strategi har varit lyckosam i en kontrafaktisk utvärdering skulle olika handlingsalternativ behöva följas över lång tid. Det är problematiskt eftersom andra förutsättningar kan ändras längs vägen och grumla bilden. Därmed blir det också svårt att avgöra om faktorer som historiskt talat för en viss portföljsammansättning kvarstår och har relevans för framtida portföljbeslut.

Eftersom den kontrafaktiska utvärderingen har de ovan nämnda bristerna, anser Riksgälden att utvärderingen av skuldens sammansättning och löptid främst ska vila på en bedömning av om den framåtblickande analysen i riktlinjeförslagen är rimlig och byggd på vetenskap och beprövad erfarenhet. I andra hand ska vi där så är möjligt och relevant redovisa kontrafaktiska resultat.

Upplåning – tydligare struktur och fler indikatorer

Riksgälden fattar beslut om statens upplåning utifrån regeringens riktlinjer, målet för skuldförvaltningen och prognoser för upplåningsbehovet. Besluten rör såväl principer, strategier och planer för upplåningen som löpande ställningstaganden kring emissioner och kassahantering. Beslutsfattandet innefattar ofta att väga lägre kostnad mot högre risk och vice versa – eller väga olika risker mot varandra.

Även i den operativa förvaltningen spelar därför beslutsunderlagen en viktig roll i utvärderingen. Här bidrar också en årlig undersökning där marknadsaktörerna bedömer dels marknadslikviditeten, dels Riksgäldens strategier och agerande. Vi strävar också efter att följa upp operativa beslut med kvantitativa resultat där så är möjligt och relevant.

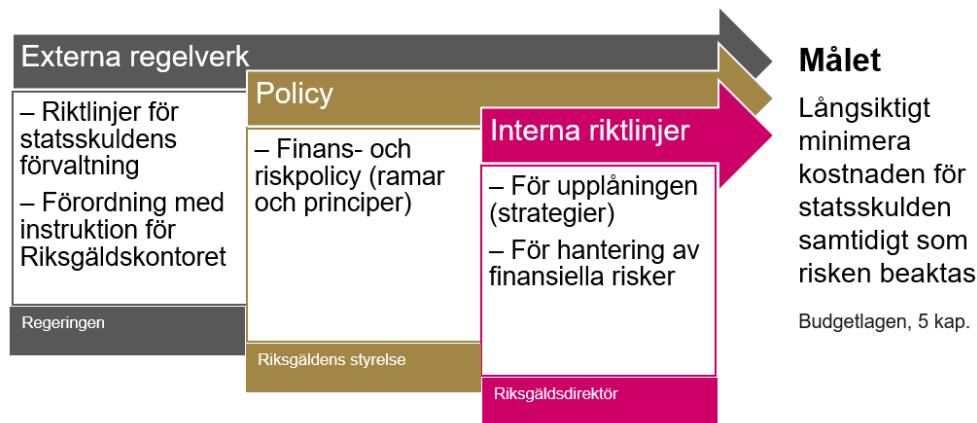
Tydliga principer och strategier underlättar utvärderingen

Hur Riksgälden gör avvägningar i den operativa verksamheten framgår dels av principer som styrelsen fastställer i en finans- och riskpolicy, dels av interna riktlinjer som beskriver våra upplåningsstrategier. Under 2024 arbetade Riksgälden

med att förtydliga principerna i policyn och dokumentera strategierna i interna riktlinjer. Figur 1 visar hur de styrande dokumenten förhåller sig till varandra.

Det huvudsakliga syftet med de interna riktlinjerna för upplåningen är att vägleda i Riksgäldens operativa arbete. Men genom att strategierna och tillvägagångssätten finns tydligt beskrivna blir de även lättare för utomstående att utvärdera. Det går också att följa hur vi lägger våra låneplaner utifrån strategierna och prognoser för upplåningsbehovet i rapporten Statsupplåning – prognos och analys.

Figur 1 Styrande dokument för statens upplåning



Strategierna och hur vi genomför dem utvärderas främst genom den årliga undersökningen bland Riksgäldens återförsäljare och investerare i svenska statspapper. Därutöver följer vi upp enskilda beslut kvantitativt när så är möjligt. Det kommer vi exempelvis att göra för beslutet att byta auktionsform för realobligationerna från och med 2025. Vi avser även att på ett tydligare sätt i rapporten med underlag för utvärdering följa upp hur vi styr löptiden, beaktar refinansieringsrisker, upprätthåller en god låneberedskap och bidrar till en väl fungerande statspappersmarknad.

Låneplanering med sikte mot mitten av löptidsintervallet

I det årliga underlaget för utvärdering följer Riksgälden upp hur den genomsnittliga löptiden (räntebindningstiden) har utvecklats i relation till såväl det övergripande styrintervallet för statsskuden som intervallen för de enskilda skudslagen. Framöver avser vi att även resonera tydligare kring utvecklingen i förhållande till mitten av styrintervallet, eftersom det är mot det riktvärdet vi siktar i låneplaneringen.

Riksgälden kan som tidigare nämnts påverka löptiden både genom de planerade emissionerna av statspapper och med ränteswappar. Men oavsett om vi ändrar i upplåningsplanen eller använder swappar för att justera löptiden sker anpassningen oftast i långsam takt, eftersom vi vill undvika att agera på tillfälliga variationer i exempelvis budgetsaldot eller återförsäljarnas nyttjande av den marknadsvärdande repofaciliteten. Det innebär att löptiden varierar.

Mått på refinansieringsrisk kan kompletteras med bedömning

Regeringen har inte satt några kvantitativa riktvärden för refinansieringsrisker, men Riksgälden bör ändå följa upp dem och visa hur de har beaktats. I utvärderingsunderlaget redovisar vi bland annat skuldens förfalloprofil och hur stor andel av

skulden som förfaller inom det närmsta året och inom tre år. Framöver avser Riksgälden även att sätta refinansieringsrisken i den svenska statsskulden i ett internationellt perspektiv.

Både när det gäller andelsmått och den internationella jämförelsen blir en viktig del att förklara varför det ser ut som det gör i Sverige och resonera kring vad som är att betrakta som normala nivåer och när risken kan anses vara förhöjd.

Mer information om investerarbasen kan ge bättre underlag

I regeringens riktlinjer uttrycks låg finansieringsrisk som god låneberedskap. I riktlinjepunkten står att beredskapen ska uppnås bland annat genom tillgång till olika finansieringsvalutor och en bred investerarbas. Även riktlinjepunkten om en väl fungerande statspappersmarknad är kopplad till finansieringsrisk, eftersom denna marknad är statens främsta finansieringskälla (se under nästa rubrik).

En del av utvärderingen på den operativa nivån som Riksgälden vill utveckla är analyser av investerarbasen. Här har vi i de nya återförsäljaravtalen infört tydligare krav på information från återförsäljarna som vi behöver för sådana analyser. Vi avser också att undersöka möjligheterna att få tillgång till fler datakällor som komplement till finansmarknadsstatistiken från SCB som vi redan använder. Vi kan även göra fler analyser av effekter på investerarbasen av olika beslut, exempelvis när vi använder syndikering som försäljningsform.

Marknadslikviditeten följs löpande genom mått och enkäter

En väl fungerande marknad innebär förutom lägre finansieringsrisk för staten även lägre marknadslikviditetsrisk för investerare. De behöver då inte kräva kompensation för sådan risk i form av högre ränta när de köper våra statspapper (likviditetsriskpremie). Denna riskpremie är svår att uppskatta, men generellt sett innebär lägre marknadslikviditetsrisk billigare upplåning för staten (allt annat lika).

Riksgälden följer likviditeten dels genom en löpande dialog med marknadsaktörerna, dels genom enkäter och Finansinspektionens likviditetsmått. I underlaget för utvärdering redovisar vi resultatet av vår egen årliga undersökning där marknadsaktörerna bedömer och kommenterar marknadslikviditeten. Vi inkluderar också Riksbankens enkät och Finansinspektionens mått. Även nyttjandet av våra marknadsvårdande faciliteter och omsättningen på statspappersmarknaden tjänar som indikatorer på marknadslikviditeten i utvärderingsunderlaget.

Positionstagande – oförändrad utvärderingsmetod

Riksgälden ser ingen anledning att ändra på utvärderingen av positioner som vi tar inom det mandat som regeringen fastställt i riktlinjerna. Positionerna bör därmed fortsätta att resultatföras löpande och utvärderas i termer av marknadsvärden.

Samlade slutsatser kring utvärderingen framåt

I denna återrapportering på uppdraget om utvecklad utvärdering har Riksgälden motiverat vilka aspekter som bör utvärderas och föreslagit hur utvärderingen kan

utvecklas och förtydligas. Tabell 5 ger en överblick över de relevanta aspekterna och de metoder och indikatorer som kan användas för att utvärdera dem.

Tabell 5 Relevanta aspekter att utvärdera och metoder för utvärdering

Aspekt	Beslutsnivå	Metod	Mått/indikatorer
Sammansättning och löptid (portfölj-egenskaper)	Regeringens riktlinjer och operativ förvaltning	• Bedömning av beslutsunderlag (analyser i riktlinjeförslag) • Redovisning av kvantitativa mått och resultat	• Kostnad och kostnadsvariation • Besparingar/merkostnader • Mått på ränte-omsättningsrisk (ATR)
Upplåning (inklusive likviditetsförvaltning)	Operativ förvaltning	• Bedömning av beslutsunderlag (principer, strategier, upplåningsplaner, operativa beslut) • Redovisning av kvantitativa mått och resultat	• Betyg på strategier och agerande • Besparingar/merkostnader • Emissionsresultat • Mått på marknadslikviditet • Mått på refinansieringsrisk • Mått på låneberedskap (investerarbas)
Positionstagande	Regeringens riktlinjer och operativ förvaltning	• Löpande resultatredovisning	• Besparingar/merkostnader

Utifrån ovanstående redogörelse av uppdraget föreslår vi att punkterna om utvärdering i riktlinjerna ändras så som beskrivs i föregående kapitel på sidan 29.

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