

Statsskuldens förvaltning

Underlag för utvärdering 2025





Riksgäldens uppgift

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

Förvaltningen av statsskulden följer budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret. Där framgår vad staten får låna till och vad målet för skuldförvaltningen är. Regeringen fastställer dessutom riktlinjer, som bland annat styr hur statsskulden ska vara sammansatt och hur lång löptid den ska ha.

Regeringen beslutar varje år senast den 15 november om riktlinjerna. Innan beslutet lämnar Riksgälden ett förslag som Riksbanken får möjlighet att yttra sig över. Riksgälden ska sedan inom de givna ramarna låna de pengar som behövs för att finansiera underskott i statsbudgeten och ersätta lån som förfaller.

I februari varje år lämnar Riksgälden ett underlag för utvärdering av skuldförvaltningen till regeringen. Vartannat år, i april, presenterar regeringen en utvärdering för riksdagen. Då bidrar även Statskontoret med underlag.

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

Innehållsförteckning

Året i korthet	4
Så styrs förvaltningen av statsskulden	5
Regeringens riktlinjer väger av kostnad mot risk	5
Finanspolicy ger principer och ramar	6
Strategier för upplåningen utgår från policyn.....	7
Så utvärderas förvaltningen av statsskulden	7
Förutsättningarna under året	9
Underskott i statens budget för andra året i rad	9
Statsskulden fortsatte uppåt från låg nivå	11
Stigande obligationsräntor och en starkare krona.....	12
Redovisning av kostnader och risker	14
Kostnaden för statsskulden minskade 2025	14
Kostnadsvariation drivs av valuta och inflation	16
Löptiden låg nära mitten av styrintervallet	17
Stabila indikatorer för refinansieringsrisk	19
Fortsatt höga teckningskvoter i auktionerna	22
Mer utspritt ägande efter att Riksbanken sålt.....	23
Förbättrad likviditet på statspappersmarknaden.....	24
Regeringens beslut om riktlinjer	27
Löptiden enligt nytt mått inom oförändrat intervall	28
Ny sammansättning med minskad realskuld.....	28
Skuldens valutaexponering avvecklas enligt plan	32
Riksgäldens operativa förvaltning.....	35
Ökad upplåning både på korta och längre löptider	35
Högre emissionsränta i auktionerna av obligationer	40
Fortsatt litet nyttjande av marknadsvårdande repor	41
Aktiv hantering av statens kassa	42
Olika former av valutaexponering att hantera	43
Fortsatt liten användning av ränteswappar	45
Kreditrisk vid placeringar och derivattransaktioner	46
Stabilt förtroende för Riksgälden	47
Höga betyg för de viktigaste strategierna	48
Kommunikationen fortsatt den främsta styrkan.....	48
Investerar kontakter viktiga när upplåningen ökar	49
Högre grad av transparens än andra emittenter	49

Året i korthet

- Staten gick med underskott för andra året i rad och statsskulden växte med 93 miljarder kronor till 1 244 miljarder kronor. Skuldkvoten steg från 18 procent till 19 procent av BNP (baserat på Riksgäldens senaste BNP-prognos).
- Kostnaden för statsskulden minskade till 13 miljarder kronor 2025, ett belopp som motsvarar 0,2 procent av BNP. Det var främst kostnaden för den valuta-exponerade delen av skulden som sjönk eftersom kronan stärktes.
- Statsskuldens löptid låg omkring mitten av riktvärdesintervallet på 3,5–6 år. Riksgälden började mäta löptiden som genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration, enligt ett nytt riktlinjebeslut.
- Riksgälden fortsatte avvecklingen av statsskuldens valutaexponering och började enligt ett nytt riktlinjebeslut minska realskulden. En uppdatering av analysen som låg till grund för beslutet visar att slutsatserna står sig.
- Indikatorerna för refinansieringsrisk visade inga större förändringar. Sverige har relativt euroländerna en högre andel av skulden som förfaller i närtid, men tittar man på förfallobeloppen i relation till BNP är förhållandena de omvända.
- Efterfrågan var fortsatt stark i relation till utbudet i Riksgäldens auktioner av statspapper. För nominella statsobligationer – den viktigaste finansieringskällan – steg den genomsnittliga teckningskvoten något trots ett ökat utbud.
- Riksgälden fortsatte att höja utbudet av nominella statsobligationer under året för att finansiera budgetunderskott och förfallande lån. Upplåningen ökade även i kortfristiga instrument och i obligationer i utländsk valuta.
- Upplåningen i realobligationer minskade i enlighet med riktlinjebeslutet. När minskningen påbörjades gick Riksgälden över från flerpris- till enhetspris-auktioner för realobligationerna, vilket välkomnades av marknadsaktörerna.
- Förtroendet för Riksgälden var fortsatt högt bland både investerare och återförsäljare av svenska statspapper. Investerarna var mer positiva än föregående år, både när det gäller förtroendet och likviditeten på statspappersmarknaden.

Så styrs förvaltningen av statsskulden

Ett av Riksgäldens ansvarsområden är att förvalta statsskulden. I det ingår att hantera statens upplåning och kassa på ett sätt som säkerställer att staten alltid kan fullgöra sina betalningar. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden och samtidigt beakta risker. Här beskrivs hur skuldförvaltningen styrs och utvärderas.

Förvaltningen av statsskulden styrs mot målet på olika nivåer, se figur 1. Målet och vad staten får låna till regleras i budgetlagen, där det också framgår att regeringen årligen ska fatta beslut om riktlinjer för förvaltningen av statsskulden. Regeringen har delegerat ansvaret för den operativa förvaltningen av skulden i förordningen (2023:909) med instruktion för Riksgäldskontoret. Där framgår även att Riksgälden ska hantera statens kassa. Utifrån regeringens riktlinjer fastställer Riksgälden principer, interna riktlinjer och instruktioner för den operativa förvaltningen.

Figur 1 Styrning av statens upplåning och skuldförvaltning på olika nivåer



Kostnaden för statsskulden beror på många faktorer bortom Riksgäldens kontroll, såsom skuldens storlek, hållbarheten i statsfinanserna och utvecklingen av räntor, valutakurser och inflation. Riksgälden bidrar till långsiktig kostnadsminimering främst genom att föreslå och uppnå en väl avvägd skuldportfölj, upprätthålla väl fungerande lånekanaler och låna på ett transparent och förutsägbart sätt.

Regeringens riktlinjer väger av kostnad mot risk

Regeringen gör den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk genom att besluta om riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid, efter förslag från Riksgälden. Riktvärdena styr statsskuldens *exponering* mot olika marknadsrisker. Regeringens riktlinjer innefattar även delar som reglerar hanteringen av

andra finansiella risker och det som kallas marknads- och skuldvard. Dessa delar är direkt kopplade till hur Riksgälden lånar – statsskuldens *finansiering*.

Av regeringens riktlinjer och målet för statsskuldförvaltningen följer att Riksgälden ska agera utifrån ett långsiktigt, strategiskt förhållningssätt i upplåningen snarare än ett kortsiktigt, taktiskt. Det innebär att vi ska verka för goda förutsättningar att låna till en låg kostnad över tid. I riktlinjerna är det även uttalat att vi inte får ta positioner på den svenska räntemarknaden.

Riksgälden kan däremot ta positioner i utländska räntor och valutor samt kronans valutakurs, i syfte att sänka kostnaderna eller riskerna för statsskulden. Utrymmet för positionstagningen styrs övergripande i riktlinjerna och begränsas sedan ytterligare i beslut av Riksgäldens styrelse och riksgäldsdirektören.

Finanspolicy ger principer och ramar

Riksgäldens styrelse beslutar om principer för hur regeringens riktlinjer för förvaltningen ska genomföras i praktiken. Principerna fastställs i en finanspolicy och vägleder i arbetet med statens upplåning. Policyn innehåller även ramar för hur olika finansiella risker ska hanteras (se kopplingen mellan risker och riktlinjepunkter i tabell 1).

Tabell 1 Finansiella risker och deras koppling till riktlinjerna för skuldförvaltningen

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. Växlingarna 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 skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.
Marknadslikviditetsrisk	Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.
Kreditrisk	Riksgäldskontoret ska placera sina medel på konto eller i skuldförbindelser med låg kreditrisk (enligt instruktion för Riksgäldskontoret).

Exponeringen mot olika typer av marknadsrisker styrs främst genom riktvärdena för vilken löptid skulden ska ha (ränteomsättningsrisk) och vilka skuldsdrag den ska

vara sammansatt av (valuta- och inflationsrisk). Refinansierings- och finansieringsrisker är andra viktiga aspekter att beakta i arbetet med att planera och genomföra statens upplåning. Här handlar det om att upprätthålla förutsättningar för att alltid kunna låna det som behövs och kunna göra det på ett kostnadseffektivt sätt, oavsett om det gäller att refinansiera lån som förfaller eller finansiera nya budgetunderskott. Även kreditrisk uppstår i den operativa förvaltningen, när vi placerar överskott eller gör derivattransaktioner. Denna risk hanteras främst genom limiter.

Strategier för upplåningen utgår från policyn

De strategier Riksgälden tillämpar i upplåningen präglas av principerna i finanspolicyn och fastställs i interna riktlinjer. Strategierna handlar framför allt om att agera och kommunicera på ett sätt som gör att investerare som köper svenska statspapper inte behöver kräva extra avkastning för risker kopplade till osäkerhet om utbudet eller marknadslikviditeten. Ju mindre riskpremierna är, desto lägre blir statens upplåningskostnad allt annat lika.

Riksgälden strävar därför efter att agera tydligt och konsekvent på marknaden och kommunicera öppet och strukturerat om statens lånebehov och utbudet av statspapper. Vi emitterar statspapper regelbundet i auktioner och använder återförsäljare för att främja marknadslikviditeten. Rapporten *Statens upplåning – prognos och analys*, som publiceras två gånger om året, är en central del i kommunikationen med marknadsaktörerna.

Så utvärderas förvaltningen av statsskulden

Riksgälden tar årligen fram underlag för utvärdering av statsskuldsförvaltningen. Utvärderingsunderlaget ska – tillsammans med de årliga riktlinjeförslagen – ligga till grund för att bedöma om de beslut som fattats inom förvaltningen är i enlighet med det övergripande målet. Utvärderingen gäller både regeringens beslut på riktlinjenivå och Riksgäldens beslut på den operativa nivån. Tabell 2 visar hur förvaltningen ska utvärderas mot de riktvärden som regeringen fastställt.

Tabell 2 Utvärderingspunkter enligt riktlinjebeslutet för 2025

Riktlinje	Utvärderingspunkt i riktlinjerna för 2025	2021–2022	2023–2024	2025
Statsskuldens löptid	Utvärdering ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Ska även innefatta kvantitativa mått där så är möjligt (punkt 39).	3,5–6 år (duration)	3,5–6 år (duration)	3,5–6 år (genomsnittlig räntebindningstid)
Realskuld	Som ovan (punkt 39). Den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning ska redovisas (punkt 41).	20 procent	20 procent	Stocken ska minska successivt till cirka 80 miljarder kronor i slutet av 2029.

Riktlinje	Utvärderingspunkt i riktlinjerna för 2025	2021–2022	2023–2024	2025
Valuta-exponering	Utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Utvärderingen ska följa samma principer som för positioner (punkt 43).	Oförändrad	Avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027	Avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027
Positioner i utländsk valuta	Ska löpande resultatföras och utvärderas i termer av marknadsvärden (punkt 42).	300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet	300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet	300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet
Positioner i kronans valutakurs	Ska löpande resultatföras och utvärderas i termer av marknadsvärden (punkt 42).	Maximalt 7,5 miljarder kronor	Maximalt 7,5 miljarder kronor	Maximalt 7,5 miljarder kronor

Under 2025 utredde Riksgälden på uppdrag av regeringen hur utvärderingen kan utvecklas. Baserat på återrapporeringen av uppdraget beslutade regeringen i riktlinjerna för 2026 om förtydliganden och kompletteringar av utvärderingspunkterna. Förändringarna gäller först från nästa utvärdering, men Riksgälden har redan i denna rapport utvecklat vissa delar av underlaget. Det gäller främst riktlinjebesluten, som nu följs upp i ett eget kapitel med hänvisningar till och kompletteringar av analyserna i riktlinjeförslagen som låg till grund för besluten. Vi har också samlat alla kostnadsmått och riskindikatorer som ska följas årligen i ett kapitel.

Som utgångspunkt för utvärderingen inleds rapporten med förutsättningarna för upplåningen och skuldförvaltningen under året. Sedan följer kapitlet med redovisning av olika nyckeltal för kostnader och risker. Därefter kommer underlaget för utvärderingen av riktlinjebesluten och den operativa förvaltningen i två separata kapitel. Slutligen redovisar vi resultatet från en årlig enkät där marknadsaktörerna värderar Riksgäldens upplåningsstrategier och bedömer genomförandet av dem.

Förutsättningarna under året

Staten gick med underskott för andra året i rad och statsskulden växte. Statens utgifter ökade för bland annat försvaret, samtidigt som skatteinkomsterna växte långsamt. Marknadsräntorna på statsobligationer steg under året, inflationen stabiliserades och den svenska kronan stärktes mot de valutor som statsskulden är exponerad mot.

En viktig utgångspunkt för statens upplåning är utvecklingen av statsfinanserna. Riksgälden planerar upplåningen utifrån prognoser på statens budgetsaldo, som i sin tur påverkas av den ekonomiska utvecklingen och finanspolitiken. Ett negativt budgetsaldo (underskott) innebär ett positivt nettolånebehov, som Riksgälden finansierar med nya lån som ökar statsskulden. Därutöver refinansierar vi utestående lån som förfaller och ska betalas tillbaka. När staten går med överskott behöver inte alla förfallande lån ersättas och därmed minskar statsskulden.

Statsskuldens storlek påverkar också kostnaden för skulden, vilket även utvecklingen av marknadsräntor, inflation och valutakurser gör.

Underskott i statens budget för andra året i rad

Statens budgetsaldo 2025 blev ett underskott på 102 miljarder kronor, jämfört med 104 miljarder kronor 2024 (se tabell 3). Att staten gick med underskott för andra året i rad förklaras av dämpade skatteinkomster i kombination med ökade utgifter. Även nettoutlåningen och räntebetalningarna tyngde budgetsaldot.

Det primära saldot stärktes visserligen med 13 miljarder kronor mellan 2024 och 2025, men det förklaras av två faktorer som är av engångskaraktär. Under 2025 fick Sverige en första inbetalning på 18,5 miljarder kronor från EU-faciliteten för återhämtning och resiliens. Samtidigt tyngdes saldot 2024 av ett kapitaltillskott till Riksbanken som innebar en utgift på 25 miljarder kronor. Rensat för dessa faktorer försvagades primärsaldot till följd av ökade utgifter för bland annat utbyggnaden av försvaret och stöden till Ukraina. Samtidigt växte skatteinkomsterna långsamt under 2025 mot bakgrund av svag ekonomisk tillväxt och skattesänkningar.

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter uppgick till 8 miljarder kronor under 2025 och var därmed lika stor som föregående år. Räntebetalningarna på statsskulden – de kassamässiga räntorna – ökade med 10 miljarder kronor mellan 2024 och 2025. Utvecklingen av de kassamässiga och kostnadsmässiga räntorna redovisas mer detaljerat i nästa kapitel.

Tabell 3 Statens budgetsaldo

Miljarder kronor

Delar och total	2021	2022	2023	2024	2025
Primärt saldo ¹	3	78	31	-76	-63
Riksgäldens nettoutlåning (utgiftspost) ²	-74	-112	-20	8	8
Räntor på statsskulden (utgiftspost)	-1	27	32	21	31
Budgetsaldo³	78	164	19	-104	-102
Budgetsaldo exkl. Riksbanken⁴	21	102	-45	-104	-102

¹ Primärt saldo är statens inkomster minus utgifter exklusive nettoutlåning och räntor.

² Riksgäldens nettoutlåning utgörs i huvudsak av nettoförändringar av myndigheters lån och placeringar hos Riksgälden. Nettoutlåningen är en utgiftspost, liksom posten räntor på statsskulden. En siffra med positivt tecken innebär därmed ett lägre budgetsaldo, medan negativt tecken innebär ett högre budgetsaldo. Nettoutlåningen påverkar budgetsaldot (nettolånebehovet) och statsskulden, men omfattas inte av det statliga utgiftstaket.

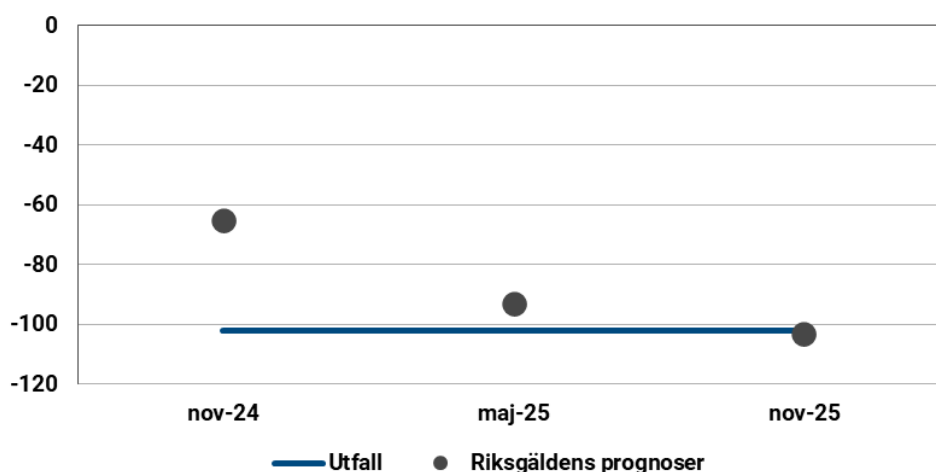
³ Budgetsaldot räknas ut genom att ta primärsaldot minus Riksgäldens nettoutlåning och räntor på statsskulden. Budgetsaldot med omvänt tecken är statens nettolånebehov.

⁴ Avser Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken för finansiering av valutareserven. Under 2023 återbetalade Riksbanken de sista av dessa lån, vilket innebär att beloppet därefter inte skiljer sig från budgetsaldot.

Källa: Riksgälden.

Diagram 1 Riksgäldens prognoser för budgetsaldot jämfört med utfallet

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden.

Större underskott än de tidiga prognoserna visade

Riksgälden gör detaljerade prognoser för budgetsaldot både på mycket kort sikt och på längre sikt. Syftet med prognoserna är att skapa förutsättningar för stabila upplåningsplaner och en effektiv likviditetsförvaltning. Förenklat kan sägas att årsprognoserna styr den långfristiga obligationsupplåningen, medan månads-

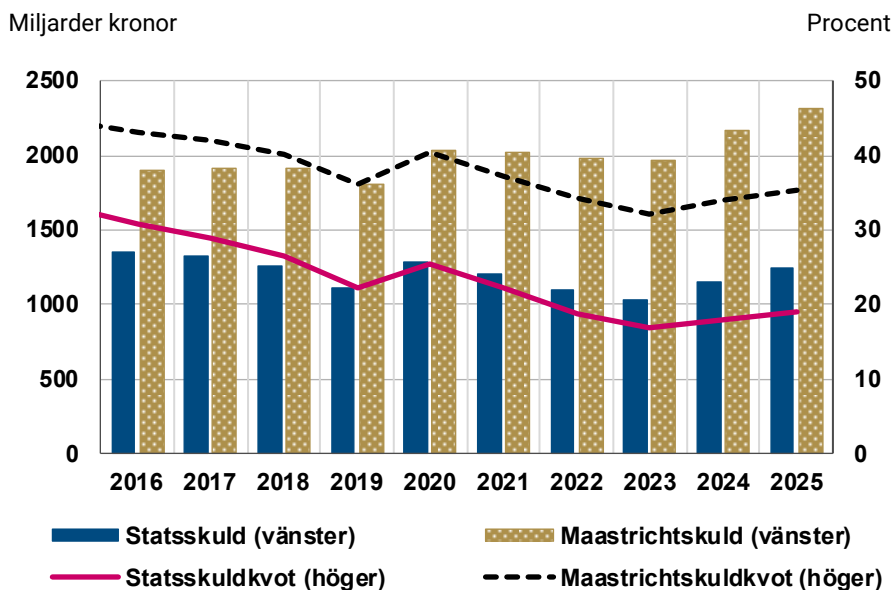
prognoser styr upplåningen i statsskuldväxlar och värdepapper med kort löptid i utländsk valuta. Dagsprognoser används i likviditetsförvaltningen.

Diagram 1 visar årsprognoserna för 2025 – från den som gjordes i november 2024 till den senaste i november 2025. Vid ingången av året räknade vi med att budgeten skulle visa ett underskott på 65 miljarder kronor för helåret. I maj pekade dock prognosen på ett större underskott – 93 miljarder kronor – till följd av framför allt högre förväntade utgifter för försvaret. Och i november räknade vi med ett ytterligare något större underskott med anledning av lägre förväntade skatteinkomster och högre utgifter. Utfallet för 2025 kom in i linje med den sista prognosen.

Statsskulden fortsatte uppåt från låg nivå

Det fortsatta budgetunderskottet gjorde att statsskulden ökade för andra året i rad. I slutet av 2025 var den 1 244 miljarder kronor, jämfört med 1 151 miljarder kronor ett år tidigare (se diagram 2). Som andel av BNP ökade statsskulden till 19 procent 2025 (baserat på Riksgäldens senaste BNP-prognos) från 18 procent 2024. I slutet av 2023 var skuldkvoten den lägsta sedan mitten på 1960-talet.

Diagram 2 Statsskuldens utveckling



Anm. För 2025 har vi använt Riksgäldens BNP-prognos eftersom det faktiska utfallet ännu inte är publicerat. Även Maastrichtskulden år 2025 är en prognos, eftersom utfallet inte har publicerats ännu. Maastrichtskulden är hela den offentliga sektorns skuld och det mått som används i det finanspolitiska ramverket.

Källor: Riksgälden och SCB.

Budgetsaldot är den huvudsakliga faktor som förklarar förändringen i statsskulden, men skuldens storlek påverkas också av andra faktorer: realiserad inflationskompensation, realiserade valutakurseffekter, affärsdagsjusteringar och tillgångar i likviditetsförvaltningen. För 2025 var skuldökningen 93 miljarder kronor – alltså mindre än budgetunderskottet. Det beror främst på att inflationskompensationen var lägre än 2024 på grund av ett realobligationsförfall.

Stigande obligationsräntor och en starkare krona

Svenska statsobligationsräntor steg under året bland annat mot bakgrund av mer expansiv finanspolitik både i omvärlden och i Sverige. Den svenska kronan stärktes mot såväl euron och schweizerfrancen som den amerikanska dollarn.

Diagram 3 Statsobligationsräntor

Procent



Källa: Riksbanken.

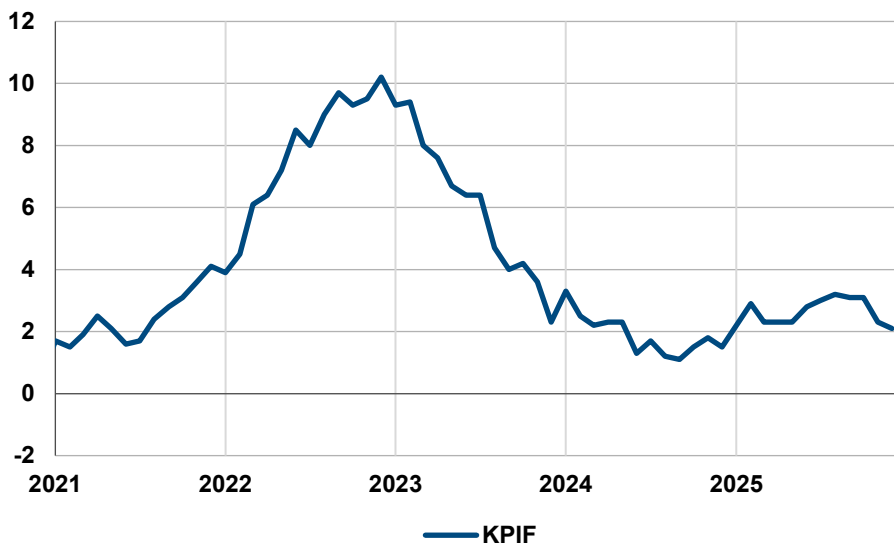
Marknadsräntan på en tioårig svensk statsobligation var i slutet av 2025 ungefär 2,8 procent, vilket är en halv procentenhet högre än ett år tidigare (se diagram 3). Jämfört med motsvarande tyska ränta låg den svenska tioårsräntan lägre under en stor del av 2025, men utvecklingen under året påverkades av politiska beslut i båda länderna. Först steg den tyska tioårsräntan efter att Tysklands regering under våren kommunicerade förändringar i det finanspolitiska ramverket och stora satsningar på bland annat försvaret. När sedan den svenska regeringen en tid senare gav besked om liknande satsningar steg den svenska tioårsräntan, vilket gjorde att ränteskillnaden gick ihop igen för att i slutet av året vara nära noll.

Även räntor på två- och femåriga statsobligationer steg men inte lika mycket som tioårsräntan. Det betyder att avkastningskurvan fick en brantare positiv lutning. Den bilden förstärks om man även inkluderar räntor på statsskuldväxlar. Dessa sjönk under 2025 i takt med att Riksbanken fortsatte att sänka styrräntan – från 2,5 procent till 1,75 procent. Under 2024 var i stället räntorna högre på statsskuldväxlar än på statsobligationer, vilket gav en neråtlutande avkastningskurva.

Riksbanken sänkte styrräntan i fyra steg under 2025 för att ge stöd till konjunkturen och stabilisera inflationen vid målet på sikt. Den årliga inflationstakten mätt som KPIF låg på mellan 2 och drygt 3 procent under året (se diagram 4).

Diagram 4 Svensk inflation

Årlig procentuell förändring

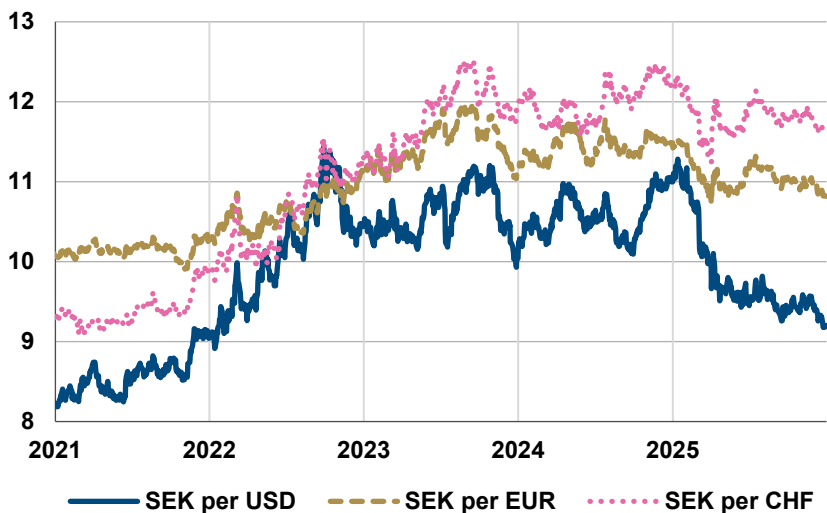


Källa: SCB.

På valutamarknaden stärktes kronan mot den amerikanska dollarn, euron och schweizerfrancen under 2025. Förstärkningen var störst mot den amerikanska dollarn, från runt 11 kronor till 9,20 kronor per dollar (se diagram 5).

Diagram 5 Valutakurser mot svenska kronor

Kronor



Källa: Riksbanken.

Redovisning av kostnader och risker

Kostnaden för statsskulden sjönk under 2025. Både realskulden och den valutaexponerade delen av skulden bidrog till minskningen, medan kostnaden för den nominella skulden steg. Statsskuldens löptid rörde sig runt mitten av styrintervallet och indikatorerna för refinansieringsrisk var stabila. Finansieringsrisken var låg i termer av höga teckningskvoter i Riksgäldens auktioner och marknadslikviditeten förbättrades.

Detta kapitel innehåller kvantitativa mått och indikatorer på kostnader och risker förknippade med förvaltningen av statsskulden (se tabell 4). Vi redovisar dem över en femårsperiod och resonerar kring utvecklingen främst under det senaste året.

Tabell 4 Några nyckeltal för kostnader och risker

Aspekt	Mått/indikatorer
Kostnad	Kostnadsmässiga räntor – beräknas med genomsnittliga emissionsräntor utifrån principen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar
Kostnadsvariation	Variationen i de kostnadsmässiga räntorna
Ränteomsättningsrisk	Genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR)
Refinansieringsrisk	Förfalloprofil, andel skuld som förfaller inom ett och fem år
Finansieringsrisk	Teckningskvot i auktioner, investerarbas (äggande)
Marknadslikviditet	Betyg i enkäter, FI:s likviditetsmått, omsättning

Kostnaden för statsskulden minskade 2025

Kostnaden för statsskulden var 13 miljarder kronor 2025 (se tabell 5). Det motsvarar 0,2 procent av BNP (baserat på Riksgäldens BNP-prognos). Föregående år var kostnaden 17 miljarder kronor. Minskningen mellan åren beror främst på att kostnaden för den valutaexponerade delen av skulden sjönk eftersom kronan stärktes. Även kostnaden för realskulden sjönk och var markant lägre än under höginflationsåren 2022–2023. Kostnaden för den nominella skulden ökade å andra sidan, vilket framför allt var en följd av stigande marknadsräntor.

Kostnaden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt får man en genomsnittlig implicit ränta för statsskulden, som redovisas i tabell 6. Uttryckt på detta sätt var kostnaden 1,2 procent 2025, vilket är lägre än såväl föregående år som genomsnittet för de senaste fem åren.

Tabell 5 Kostnad och kostnadsvariation för statsskulden

Miljarder kronor

Skuldslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år	Standard avvikelse
Nominell kronskuld	4	5	8	10	14	8	3
Realskuld	4	18	13	3	2	8	7
Valutaexponering	2	10	5	4	-3	4	5
Total	11	33	25	17	13	20	10

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldens nettoutlåning ingår inte i redovisningen. Risken i termer av standardavvikelse har beräknats på månadsdata i rullande tolv månadersperioder för åren 2021–2025.

Källa: Riksgälden.

Tabell 6 Kostnad och kostnadsvariation i relation till utestående skuld

Procent

Skuldslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år	Standard avvikelse
Nominell kronskuld	0,6	0,8	1,2	1,3	1,6	1,1	0,3
Realskuld	1,9	8,4	5,4	1,2	1,0	3,6	3,0
Valutaexponering	2,6	9,7	5,4	6,8	-6,0	3,7	5,4
Total	1,0	3,4	2,5	1,6	1,2	1,9	1,0

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldens nettoutlåning ingår inte i redovisningen. Risken i termer av standardavvikelse har beräknats på månadsdata i rullande tolv månadersperioder för åren 2021–2025.

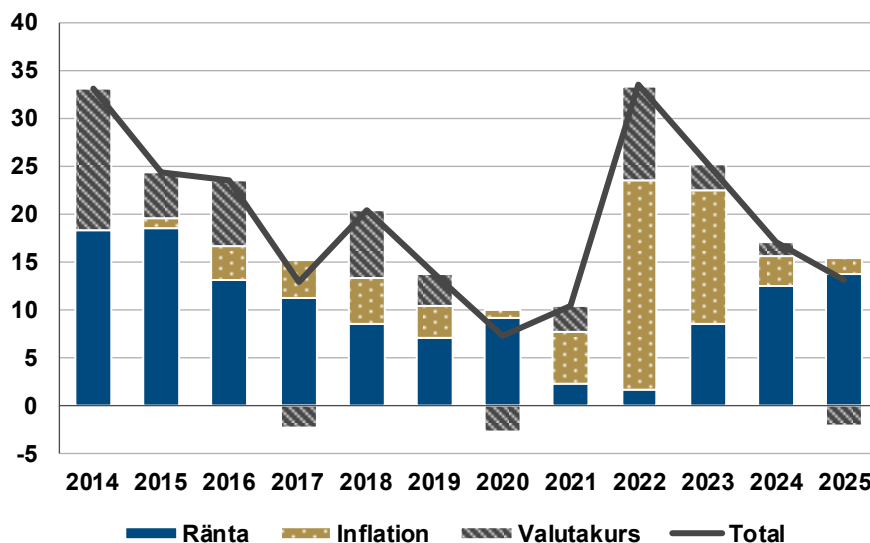
Källa: Riksgälden.

Diagram 6 visar hur kostnaden för statsskulden fördelar sig på ränta, inflation och valutakurseffekter för åren 2014–2025. Här är det värt att understryka att marknadsräntorna bara till viss del påverkar kostnaden för statsskulden under ett specifikt år, främst genom den kortfristiga upplåningen och de derivatinstrument med kort räntebindningstid som Riksgälden använder för att justera skuldens exponering. Om ränteförändringarna består får de genomslag på kostnaden allt eftersom vi omsätter förfallande lån. Den allmänna räntenedgången i spåren av låginflationsåren och Riksbankens expansiva penningpolitik syns därför i form av gradvis fallande räntekostnader fram till och med 2022. Därefter har stigande marknadsräntor successivt ökat räntekostnaderna när gamla lån ersatts av nya.

Åren 2022–2023 innehöll ovanligt stora resultateffekter från inflationsuppräknings av realskulden. Under 2022 var bidraget från inflationen hela 22 miljarder kronor och för 2023 var motsvarande siffra 14 miljarder kronor. Valutakurseffekter på den valutaexponerade delen av skulden har mestadels ökat kostnaden för skulden med undantag för tre år (2017, 2020 och 2025).

Diagram 6 Kostnad för statsskulden fördelat på olika komponenter

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar hur kostnaden för statsskulden fördelas på ränta, inflation och valutakurseffekter. Innefattar både realiserade och orealiserade kostnader.

Källa: Riksgälden.

De kassamässiga räntebetalningarna, som påverkar budgetsaldot och anslaget *Räntor på statsskulden*, innehåller till skillnad från de kostnadsmässiga räntorna enbart realiserade resultat. Dessutom ingår räntor på Riksgäldens nettoutlåning i de kassamässiga räntorna medan de inte finns med i den kostnadsmässiga redovisningen ovan. De kassamässiga räntebetalningarna ökade till 31 miljarder kronor 2025 från 21 miljarder kronor 2024. Det förklaras framför allt av att Riksgälden betalade ut inflationskompensation på knappt 11 miljarder kronor för en realobligation som förföll under 2025. Under 2024 fanns inget motsvarande förfall.

Kostnadsvariation drivs av valuta och inflation

Olika skuldsdrag innebär olika risk i termer av kostnadsvariation. Tabell 5 och 6 visar kostnadernas standardavvikelse över en femårsperiod, i kronor respektive procent.

Realskulden har en hög kostnadsvariation eftersom inflationen har varierat mycket under senare år, medan valutaexponeringen har en hög kostnadsvariation eftersom valutakurserna fluktuerar. Det spelar även roll att löptiden i den valutaexponerade skulden är kortare, vilket gör att räntefluktuationer får snabbare genomslag.

Fakta

Flera sätt att redovisa statsskuldens kostnad

För att uppfylla olika regelkrav redovisar Riksgälden kostnaden för statsskulden enligt fyra principer:

- Kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Denna metod följer regeringens riktlinjer (punkt 20) och används i denna rapport. Kostnaden beräknas utifrån en skullddefinition där skuldinstrumenten löpande omvärderas med emissionsräntan och justeras för inflations- och valutakursförändringar.
- Kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen nominellt slutvärde som används för att redovisa statsskuldens kostnad i Riksgäldens årsredovisning.
- Kassamässiga (likviddagsmässiga) räntebetalningar som påverkar budgetsaldot.
- Utgiftsmässiga (affärsdagsmässiga) räntebetalningar som påverkar anslaget 1:1 "Räntor på statsskulden" under utgiftsområde 26 på statsbudgeten.

Med dessa mått säkerställer Riksgälden att redovisningen uppfyller olika krav och ger en rättvisande bild av statsskuldens kostnad.

Löptiden låg nära mitten av styrintervallet

Statsskuldens löptid låg inom det gällande riktvärdesintervallet under året (se diagram 7). Mätt som genomsnittlig räntebindningstid var den i snitt 4,64 år under 2025, strax under mittvärdet 4,75 år.

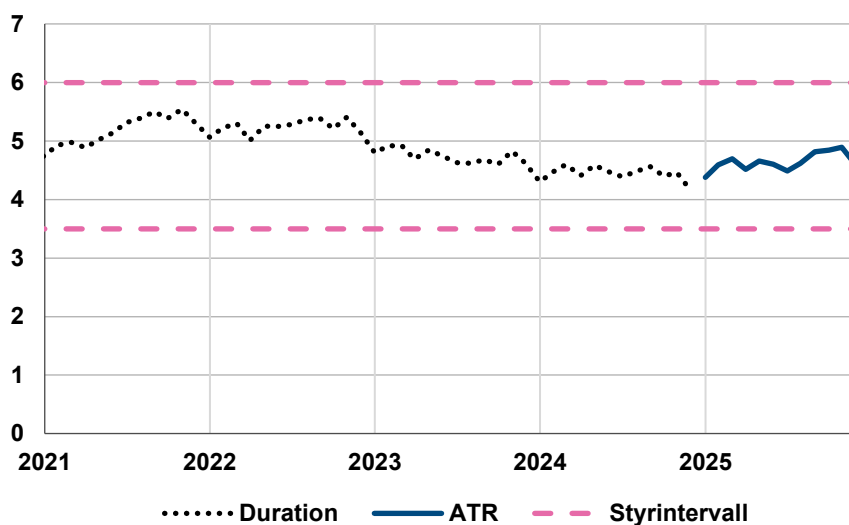
När Riksgälden planerar upplåningen är utgångspunkten att styra den övergripande löptiden mot mitten av intervallet. Att den inte hamnar exakt där beror på att skulden påverkas av slumpmässiga faktorer – främst nettolånebehovet – som gör att den faktiska räntebindningstiden avviker från den planerade.

Löptiden i den nominella skulden varierade runt mitten av sitt intervall under året (se diagram 8). I realskulden låg löptiden vid mitten av intervallet i slutet av året efter att ha ökat tillfälligt då realobligation SGB IL 3109 förföll i juni (se diagram 9).

Löptiden för den valutaexponerade delen av statsskulden utvecklades som planerat under 2025 och höll sig nära den lägre gränsen av riktvärdesintervallet (se diagram 10). Förutsättningarna att styra löptiden i den valutaexponerade delen av skulden är goda, eftersom den generellt utvecklas på ett förutsägbart sätt. Vi kan också korrigera löptiden om den skulle avvika, eftersom valutaexponeringen är skapad med hjälp av likvida derivatinstrument.

Diagram 7 Statsskuldens löptid

År

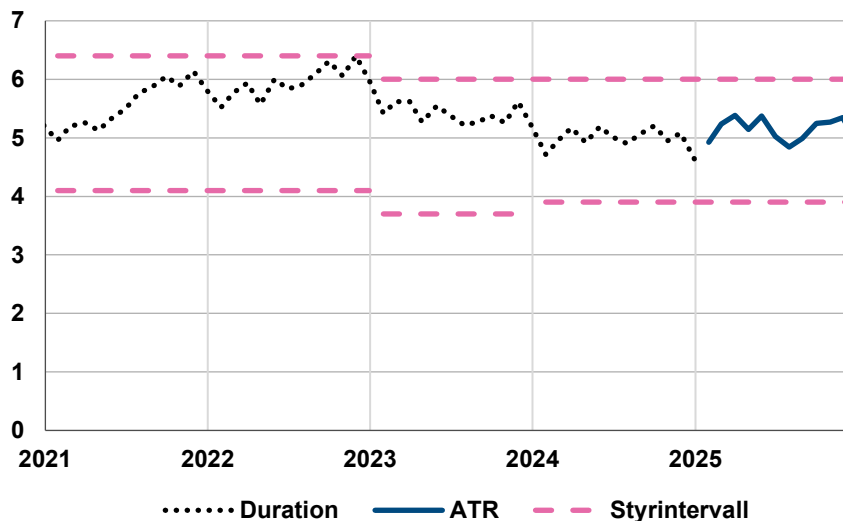


Anm. Fram till januari 2025 mätte Riksgälden löptiden som Macaulayduration, se den prickade linjen i diagrammet. Därefter mäter vi löptiden som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR). Visas som månadsmedel. De rosa streckade linjerna anger styrintervallet i regeringens riktlinjer.

Källa: Riksgälden.

Diagram 8 Nominella kronskuldens löptid

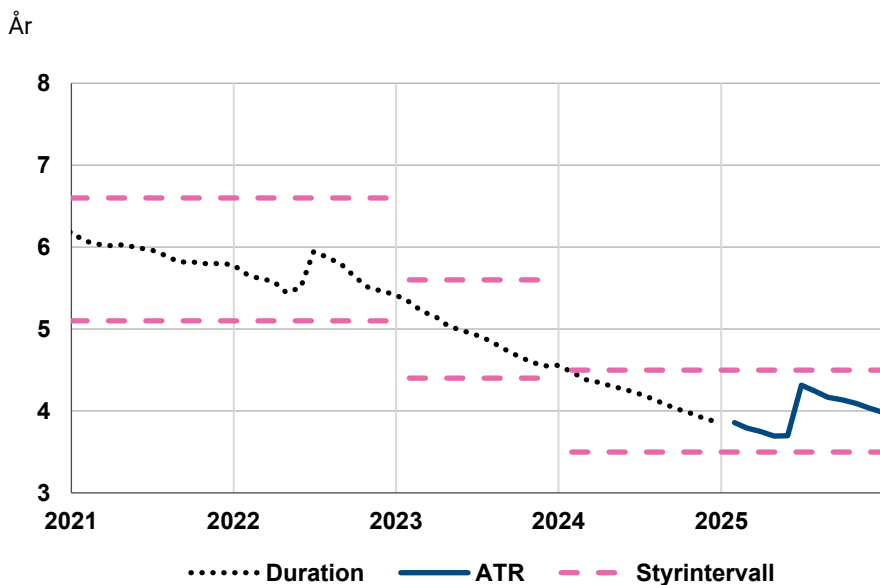
År



Anm. Fram till januari 2025 mätte Riksgälden löptiden som Macaulayduration, se den prickade linjen i diagrammet. Därefter mäter vi löptiden som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR). Visas som månadsmedel. De rosa streckade linjerna anger styrintervallet för löptiden som Riksgälden beslutat i interna riktlinjer.

Källa: Riksgälden.

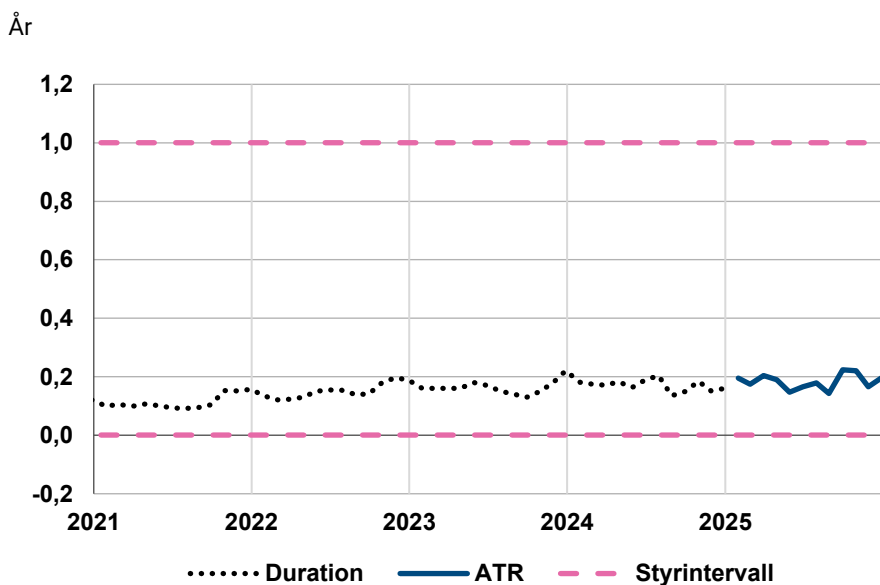
Diagram 9 Reala kronskuldens löptid



Anm. Se anmärkning i diagram 8.

Källa: Riksgälden.

Diagram 10 Valutaexponeringens löptid



Anm. Se anmärkning i diagram 8.

Källa: Riksgälden.

Stabila indikatorer för refinansieringsrisk

Sammantaget har refinansieringsrisken varit stabil under den senaste femårsperioden. Trots att andelen lån som förfaller i närtid ökade något under 2025 och är hög i ett internationellt perspektiv, motsvarar volymen av dessa förfall en liten andel av den svenska ekonomin eftersom statsskulden är låg.

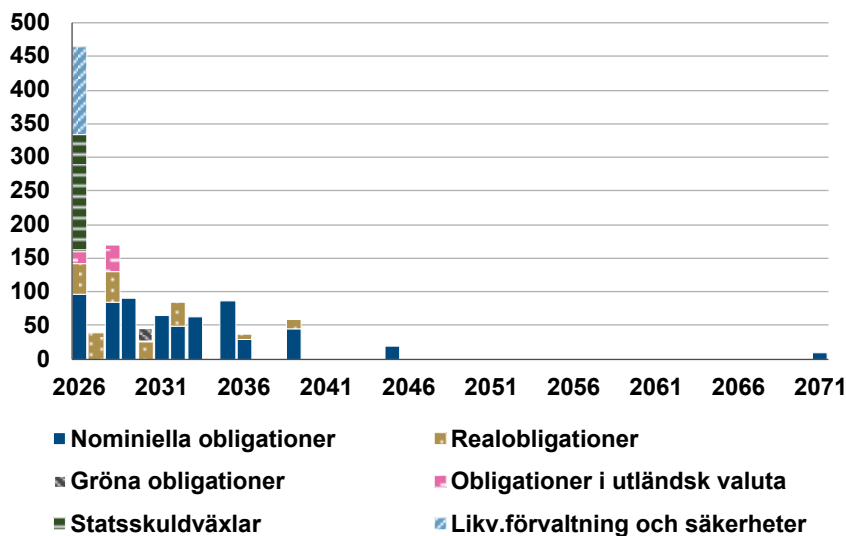
Två internationellt etablerade indikatorer för refinansieringsrisk är statsskuldens förfalloprofil och andelen av skulden som förfaller i närtid. Vi tar även fram en kompletterande indikator som sätter de belopp som förfaller i relation till BNP. Den tar därmed hänsyn till statsskuldens storlek i förhållande till ekonomin och ger en bild av hur stort refinansieringsbehovet är i relation till refinansieringsförmågan.

Förfalloprofilen är en ögonblicksbild

Diagram 11 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden vid slutet av 2025 som förfaller varje enskilt år framåt. Att stapeln för det närmast kommande året är stor beror dels på att den inkluderar kortfristig finansiering, dels på att de obligationer som förfaller i närtid har nått sin slutliga volym. De obligationer som förfaller längre bort i tiden kommer att öka i storlek allt eftersom Riksgälden emitterar mer av dem under deras livscykel.

Diagram 11 Statsskuldens förfalloprofil

Miljarder kronor



Anm. Staplarna visar utestående volym den 30 december 2025 uttryckt i nominellt belopp per skuldinstrument med förfalloår enligt x-axeln.

Källa: Riksgälden.

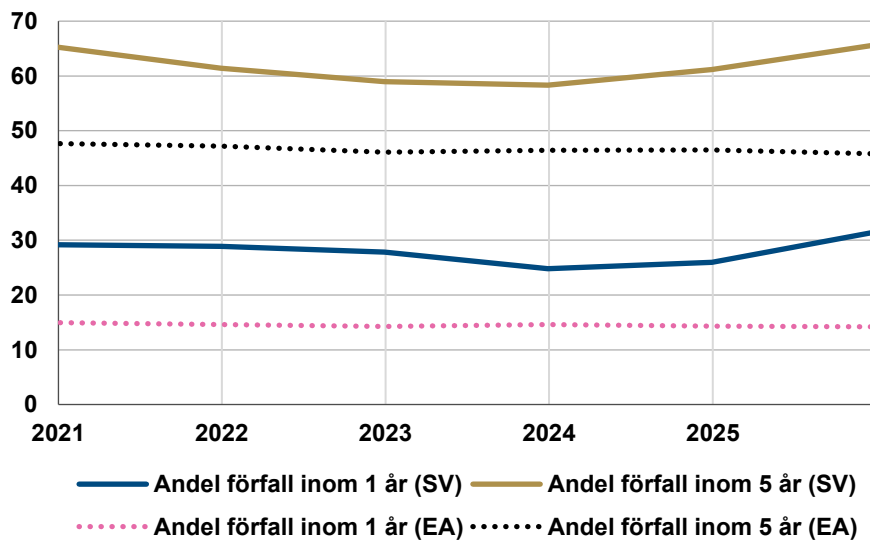
I låneplaneringen strävar Riksgälden efter att bygga upp obligationerna på ett sätt som dels gör att deras utestående volym är jämnstor vid förfall, dels säkerställer att en enskild obligation inte blir så stor att det riskerar att uppstå problem när den ska refinansieras. Men även om stora förfallovolymmer i framtiden skulle kunna ge problem, är det andelen förfall i närtid som är viktigast för refinansieringsrisken.

Något ökad andel förfall i närtid

Andelen skuld som förfaller inom ett år låg på cirka 30 procent i slutet av 2025 och andelen inom fem år på strax över 60 procent (se diagram 12). Andelarna har varit relativt stabila under den senaste femårsperioden med en viss ökning under 2025. Den något högre nivån under 2025 förklaras främst av att det ökade lånebehovet till viss del hanterats med kortfristig upplåning.

Diagram 12 Andelen förfall i närtid i jämförelse med euroländer

Procent



Anm. Andel förfall inom 1 år (EA) avser årligt genomsnitt för euroländer enligt The Economic and Financial Committee's Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets (ESDM). Andel förfall inom 1 år (SV) och Andel förfall inom 5 år (SV) är årligt genomsnitt. Måttet utgår från bruttoskuld och exkluderar därmed förvaltade tillgångar.

Källor: ESDM och Riksgälden.

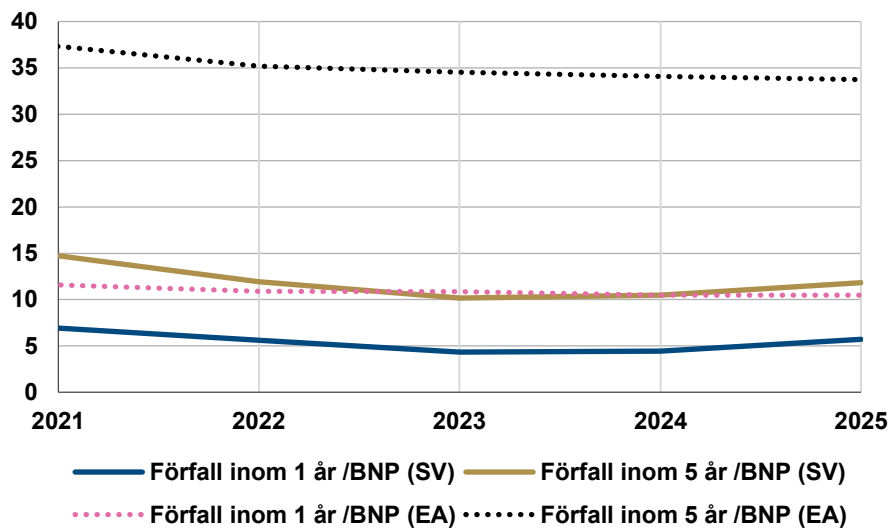
Andelen förfall i närtid är högre i Sverige än i euroländerna, enligt det sätt att mäta som används inom EU. Det beror bland annat på att Riksgälden inte som skuld-kontoren i euroländerna får ha en likviditetsbuffert, utan i stället behöver en större kortfristig upplåning för att kunna parera svängningar och oväntade utfall i statens betalningar. Riksgälden har också en upplåningsstrategi med fokus på att emittera obligationer med löptider upp till 12 år, för att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden. Många euroländer emitterar regelbundet obligationer även längre ut på kurvan och har därmed en större andel förfall bortom fem år.

Låg förfallovolym i relation till BNP

Förhållandena ser annorlunda ut om vi sätter volymen lån som förfaller i relation till BNP. I diagram 13 framgår att förfallobeloppen utgör en mindre andel av ekonomin i Sverige än i euroländerna, vilket beror på att den svenska statsskulden är lägre. Sett på detta sätt är den svenska refinansieringsrisken att betrakta som låg.

Diagram 13 Förfallovolym i närtid i relation till ekonomins storlek

Procent



Anm. Förfall avser årligt genomsnitt förfallande skuld. Förvaltade tillgångar är exkluderade i beräkningen. BNP avser föregående år.

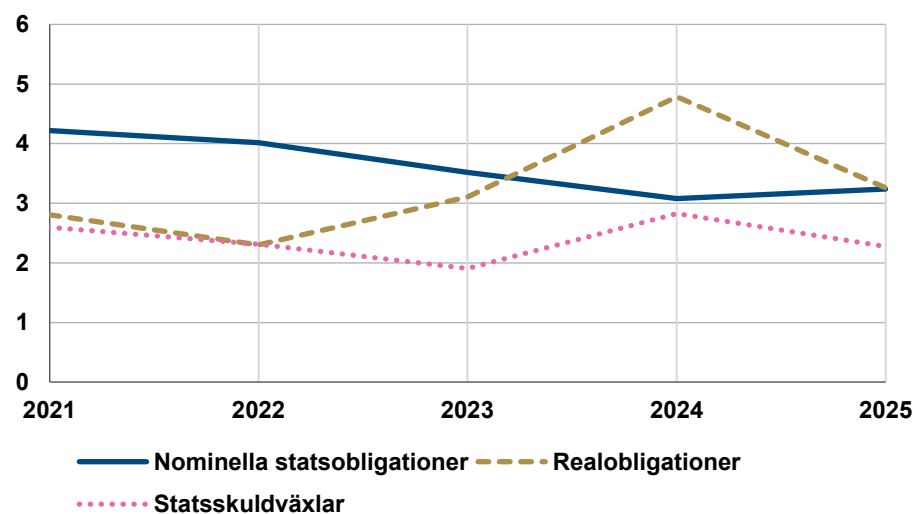
Källor: Riksgälden, SCB, Eurostat och ESDM.

Fortsatt höga teckningskvoter i auktionerna

Riksgäldens regelbundna auktioner utgör primärmarknaden för statspapper. Om volymen av de bud som läggs i auktionerna överstiger den volym som Riksgälden erbjuder är den så kallade teckningskvoten större än 1. Höga teckningskvoter tyder på en stark efterfrågan relativt utbudet och indikerar därmed låg finansieringsrisk.

Diagram 14 Genomsnittlig teckningskvot i auktionerna av statspapper

Kvot



Anm. Budvolym i relation till erbjuden volym i snitt i auktionerna under året. Enbart säljauktioner.

Källa: Riksgälden.

Trots ett ökat utbud i auktionerna steg den genomsnittliga teckningskvoten för nominella statsobligationer något under 2025 till 3,2 (se diagram 14). Det är en hög nivå sett i ett internationellt perspektiv. Ingen auktion blev undertecknad.

Teckningskvoten för realobligationer och statsskuldväxlar minskade under 2025 efter en uppgång 2024. Kvoten var i genomsnitt 3,3 för realobligationer och 2,3 för statsskuldväxlar, jämfört med 4,8 respektive 2,8 föregående år.

Även i emissionerna av obligationer i utländsk valuta under 2025 var efterfrågan stark, se vidare på sidan 39.

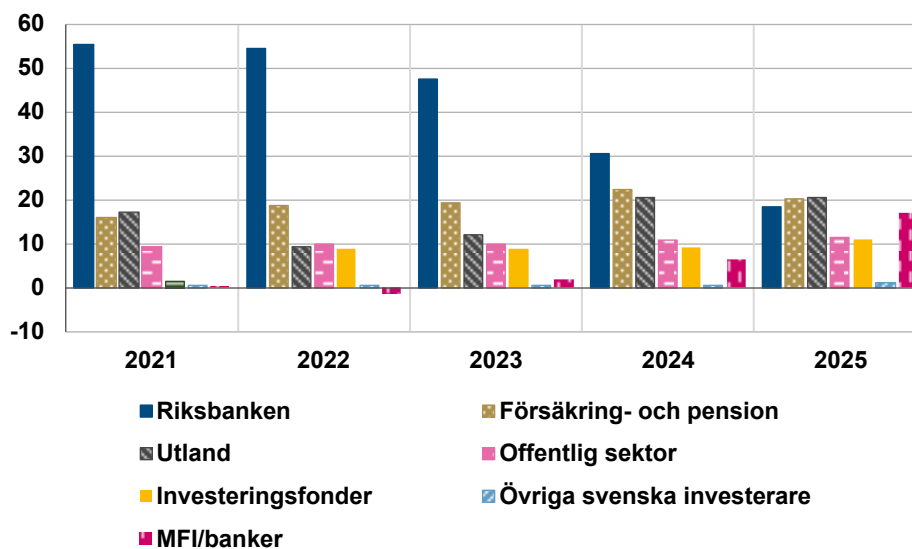
Mer utspritt ägande efter att Riksbanken sålt

En annan indikator på finansieringsrisk och låneberedskap är hur bred investerarbasen är för de värdepapper som Riksgälden emitterar. Denna aspekt är svår att mäta, men ett sätt att bilda sig en uppfattning är att titta på hur ägandet av svenska statspapper utvecklas.

Diagram 15 och diagram 16 visar ägandet av nominella statsobligationer respektive realobligationer fördelat på olika investerarkategorier den senaste femårsperioden. I takt med att Riksbankens ägande har minskat har investerarbasen breddats genom att ägandet i övriga investerarkategorier ökat.

Diagram 15 Innehav av nominella statsobligationer per investerarkategori

Procent



Anm. Uppgifter om ägandet avser årsgenomsnitt och baseras på statistiken om värdepappersinnehav (VINN) för perioden 2021 till och med andra kvartalet 2025.

Källor: SCB och egna beräkningar.

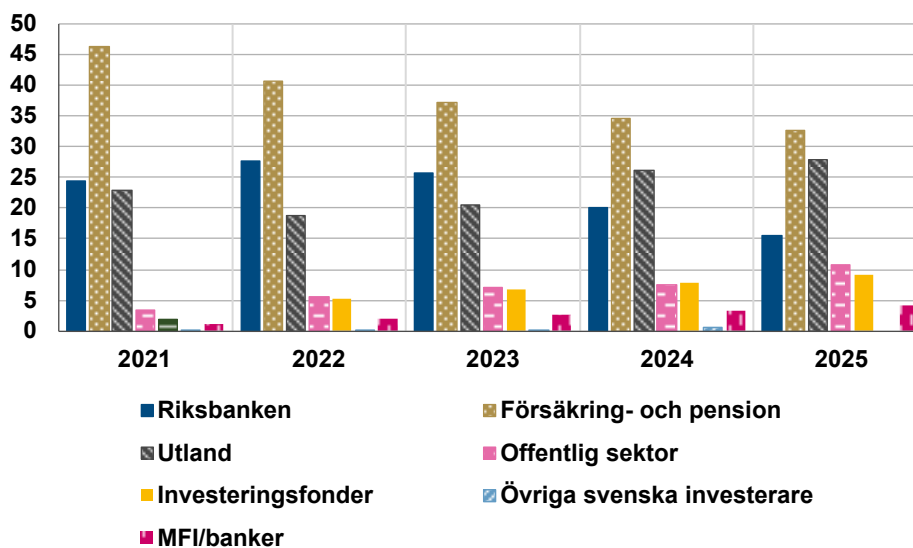
Under 2025 var de två största ägarkategorierna i såväl nominella som reala obligationer svenska försäkrings- och pensionsföretag samt utländska investerare. Ägarandelarna för dessa två investerarkategorier förändrades relativt lite jämfört

med 2024. Däremot ökade investeringsfonder samt banker och övriga monetära institut sitt ägande. I realobligationer ökade även ägarandelen för offentlig sektor.

Bankerna är aktiva på obligationsmarknaden i sin roll som återförsäljare men de äger ofta obligationerna bara en kort tid för att sedan sälja dem. Deras innehav är därför vanligen litet. Under 2025 ökade de dock sina innehav och ökningen syntes framför allt i de nominella statsobligationer som är referenslån. Det kan tyda på att bankerna mötte en ökad efterfrågan på ränteterminer från investerare och därför behövde hålla ett större innehav av statsobligationer för framtida leverans.

Diagram 16 Innehav av realobligationer per investerarkategori

Procent



Anm. Uppgifter om ägandet avser årsgenomsnitt och baseras på statistiken om värdepappersinnehav (VINN) för perioden 2021 till och med andra kvartalet 2025. Som regel observerar vi innehavet för alla de sju investerarkategorierna för varje enskild realobligation. I några fall aggregeras flera sektorer på grund av sekretessregler och att det är för få investerare i respektive sektor. Då fördelar vi ut den aggregerade andelen till respektive sektor baserat på den inbördes fördelningen i den övriga datamängden för samma år.

Källor: SCB och egna beräkningar.

Den största skillnaden mellan nominella obligationer och realobligationer är att Riksbankens ägande historiskt har varit större i nominella obligationer, medan försäkrings- och pensionsföretag har en högre ägarandel i realobligationer.

Förbättrad likviditet på statspappersmarknaden

Marknadslikviditeten på statspappersmarknaden följs både i enkäter och med kvantitativa mått. Resultatet av Riksgäldens årliga enkät visar att svenska investerare upplevde en fortsatt förbättring av likviditeten på marknaden för nominella statsobligationer (se diagram 17). Riksgäldens återförsäljare ansåg däremot att den var något sämre än föregående år, men även deras betyg låg tydligt över nivån för godkänt (högre än 3). Investerare och återförsäljare har nu en likartad bild av marknadslikviditeten.

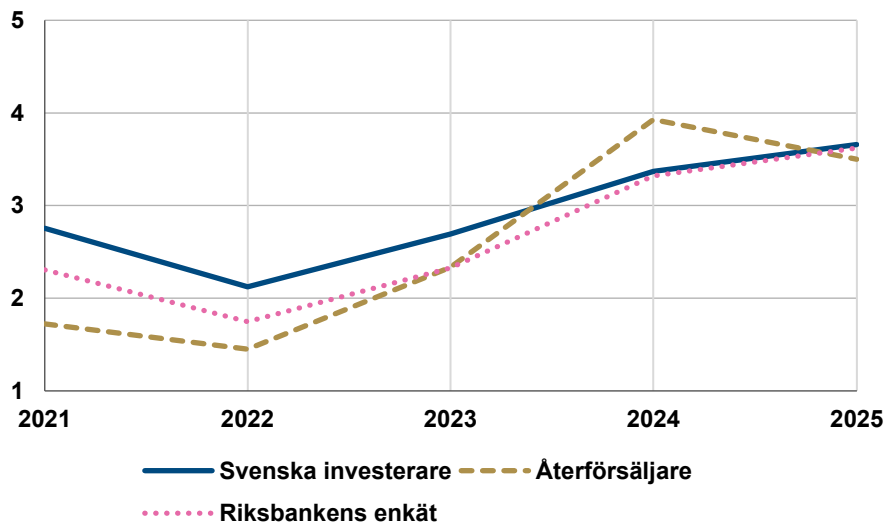
Likviditeten på marknaden för realobligationer och statsskuldväxlar fick däremot fortsatt betyg under nivån för godkänt. Även för dessa instrument anser dock investerarna att det skett en liten förbättring jämfört med föregående år, medan återförsäljarna tycker att det blivit lite sämre.

Diagram 17 visar även resultatet av Riksbankens finansmarknadsenkät. Där får marknadsaktörerna också sätta betyg på likviditeten på andrahandsmarknaden. För nominella statsobligationer tyckte något färre aktörer att likviditeten var bra eller mycket bra under andra delen av 2025. Men i de två genomförda enkäterna tillsammans under 2025 angav marknadsaktörerna en förbättring från 2024.

I både Riksgäldens och Riksbankens undersökningar anger flera av marknadsaktörerna att den ökade handelsbara volymen har varit positiv för likviditeten på marknaden för nominella statsobligationer.

Diagram 17 Upplevd likviditet på marknaden för nominella statsobligationer

Betyg

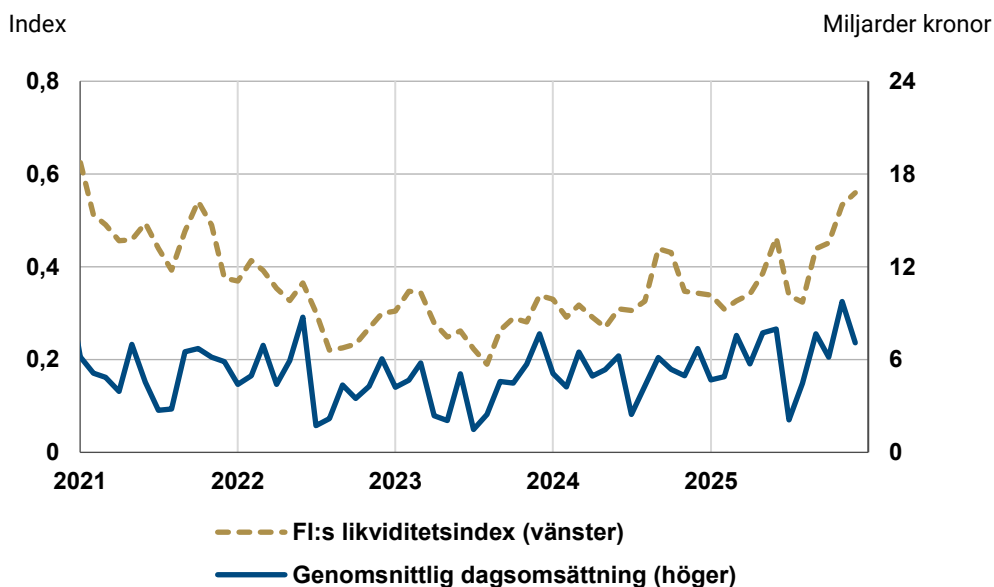


Anm. Betyg för likviditeten i termer av volym och spread mätt i årlig undersökning av Kantar. Betygsskala 1–5, där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt. Diagrammet visar genomsnittet av betygen för spread och volym. Riksbanken genomför en undersökning två gånger om året. Här visas ett årligt genomsnitt av resultat.

Källor: Riksbanken och Riksgälden.

Även Finansinspektionens kvantitativa mått på marknadslikviditeten visar en förbättring på andrahandsmarknaden för statsobligationer, framför allt under den andra delen av året. Utvecklingen framgår i diagram 18, som också visar omsättningen på marknaden för nominella statsobligationer.

Riksgälden deltar inte i handeln på andrahandsmarknaden och kan inte påverka likviditeten där direkt. Däremot erbjuder vi marknadsvårdande faciliteter för att stödja marknadens funktion. När nyttjandet av dessa faciliteter är stort kan det vara ett tecken på försämrad marknadslikviditet, och vice versa. Under 2025 låg nyttjandet av faciliteterna kvar på en låg nivå, se vidare på sidan 41.

Diagram 18 Likviditetsmått och omsättning på statsobligationsmarknaden

Anm. Fl:s likviditetsindex är en aggregering av olika enskilda indikatorer för nominella statsobligationer med benchmarkstatus. Högre värden motsvarar högre likviditet. Diagrammet visar två månaders glidande medelvärde av index. Omsättning är månatliga genomsnitt av dagliga utfall för nominella statsobligationer.

Källor: Finansinspektionen och Riksbanken.

Regeringens beslut om riktlinjer

Regeringen har under den senaste femårsperioden beslutat om två större ändringar i riktlinjerna – att avveckla valutaexponeringen i statsskulden och att minska den del av skulden som utgörs av realobligationer. Båda ändringarna är baserade på analyser som redovisats i Riksgäldens riktlinjeförslag. I detta kapitel följer vi upp riktlinjebesluten.

Regeringen gör den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk genom att besluta om riktlinjer för statsskuldens löptid och sammansättning, efter förslag från Riksgälden. Inför 2025 beslutade regeringen om en ändring av sammansättningen som innebär att den del av statsskulden som utgörs av realobligationer minskas. Det nya riktvärdet för realskulden framgår i tabell 7. Beslutet om att avveckla valutaexponeringen fattades i riktlinjerna för 2023.

Tabell 7 Riktvärden för statsskuldens sammansättning

Skuldslag	Riktvärde
Nominell kronskuld	Residual
Realskuld	Stocken ska minska successivt och nominellt belopp ska uppgå till cirka 80 miljarder kronor i slutet av 2029
Valutaexponering	Exponering i utländsk valuta ska successivt avvecklas och anta riktvärdet noll från och med 2027

Riktlinjebeslutet för 2025 innehöll även ett byte av löptidmått, från duration till genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR).

Principen för hur besluten om löptiden och sammansättningen ska utvärderas uttrycks generellt i punkt 39 i riktlinjerna för 2025. Den säger att utvärderingen ska ske kvalitativt i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället och där så är möjligt även innefatta kvantitativa mått. Därutöver finns en punkt (41) om att Riksgälden ska redovisa den realiserade skillnaden mellan real och nominell upplåning och en annan (43) om hur avvecklingen av valutaexponeringen ska utvärderas. Det finns ingen specifik punkt om hur löptiden ska utvärderas.

I riktlinjerna för 2026 har som nämnts i inledningen av rapporten utvärderingspunkterna förtydligats och kompletterats. Även om förändringarna gäller först för nästa utvärdering har vi redan nu börjat anpassa vår rapport, bland annat genom att införa detta separata kapitel för utvärdering av regeringens riktlinjebeslut med hänvisning till analyserna i riktlinjeförslagen som ligger till grund för besluten.

Löptiden enligt nytt mått inom oförändrat intervall

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2025 att byta mått för statsskuldens genomsnittliga löptid och samtidigt lämna styrintervallet oförändrat. Tabell 8 visar det övergripande intervallet som regeringen beslutar om tillsammans med de intervall för respektive skudslag som Riksgälden beslutar om i interna riktlinjer.

Tabell 8 Styrintervall för statsskuldens löptid

Skudslag	Löptid
Statsskuden totalt (regeringsbeslut)	3,5–6,0 år
Nominell kronskuld (internt beslut)	3,9–6,0 år
Real kronskuld (internt beslut)	3,5–4,5 år
Valutaexponering (internt beslut)	0–1 år

Utgångspunkten när Riksgälden beslutar om löptidsintervall för de enskilda skudslagen är att följa vår upplåningsstrategi och sikta mot mitten av det övergripande löptidsintervallet. Det viktigaste skudslaget för styrningen av den totala löptiden är den nominella kronskulden. Övriga skudslag kommer att ha begränsad påverkan framöver, eftersom realskulden ska minska och valutaexponeringen avvecklas.

Enligt riktlinjerna för 2025 gick Riksgälden över från att mäta löptiden som duration till att mäta den som genomsnittlig räntebindningstid (ATR). ATR är liksom duration ett mått för ränteomsättningsrisk, men det påverkas inte av de oönskade styrsignaler som förändringar i marknadsräntan kan medföra i durationsmättet.

Regeringen beslutade att låta styrintervallet ligga kvar på 3,5–6 år mätt som ATR, baserat på Riksgäldens uppdaterade analys av löptidspremier. Analysen visade att löptidspremierna visserligen hade ökat efter 2022 men fortfarande låg på en historiskt låg nivå. Det betyder att en förkortning av statsskuldens löptid skulle ge en begränsad förväntad kostnadsfördel och samtidigt öka risken i termer av kostnadsvariation. Riksgälden föreslog därför ett oförändrat löptidsintervall. Som redovisats i förra kapitlet låg löptiden nära mitten av styrintervallet under året.

Ny sammansättning med minskad realskuld

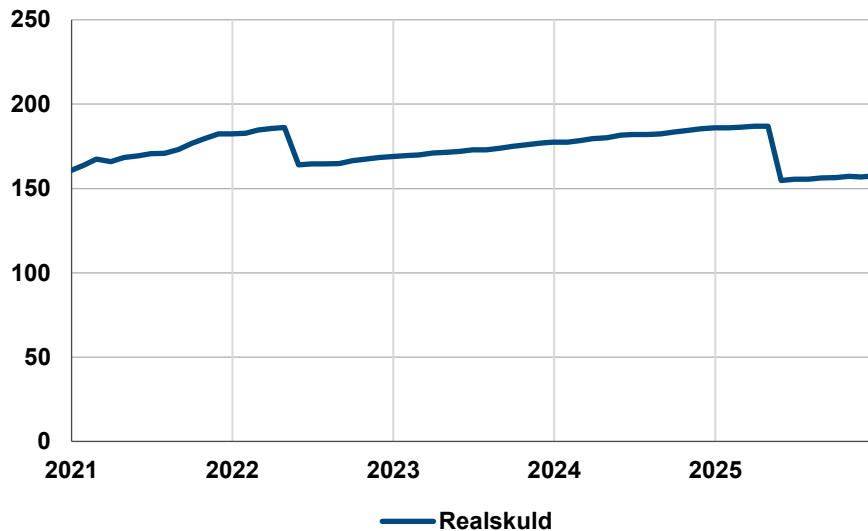
Den ändrade styrningen av statsskuldens sammansättning innebär att den utestående volymen av realobligationer, mätt som nominellt belopp utan inflationskompensation, ska minska till cirka 80 miljarder kronor vid utgången av 2029. Under 2025 minskade realskulden till cirka 158 miljarder kronor från 186 miljarder kronor ett år tidigare till följd av att en realobligation förföll (se diagram 19).

Den analys som låg till grund för regeringens beslut att minska realskulden bygger på ett framåtblickande perspektiv på kostnad och risk. Analysen, som beskrivs i Riksgäldens riktlinjeförslag för 2025, är det viktigaste underlaget för att utvärdera beslutet sett i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Vi presenterar här även uppdaterade siffror för den förväntade kostnaden relativt nominella obligationer, som en del av den löpande utvärdering Riksgälden utlovade när beslutet om minskningen togs. Riksgälden ska också enligt gällande riktlinjer anta

ett bakåtblickande perspektiv och redovisa den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning. Sist i avsnittet följer vi upp hur ägandet av realobligationer har förändrats och hur investerare ser på skuldinstrumentet.

Diagram 19 Utestående volym av realobligationer

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar den utestående stocken realskuld beräknat som nominellt belopp utan inflationskompensation.

Källa: Riksgälden.

Uppdaterad analys stärker motiven i beslutsunderlaget

Som ett kompletterande underlag för utvärderingen av beslutet om realskulden uppdaterar vi här den analys av förväntade kostnadsfördelar som gjordes i riktlinjeförslaget. Analysen bygger på en hypotetisk jämförelse av räntan på en nominell och en real statsobligation med samma löptid, vilket ger den så kallade breakeven-inflationen (BEI). Kostnadsfördelen beräknas som skillnaden mellan femårig BEI och inflationsförväntningarna för samma period. Måttet visar därmed om det går att förvänta sig att realobligationer ger en lägre upplåningskostnad.

Diagram 20 visar att den förväntade kostnadsfördelen låg på –0,5 procentenheter under 2025. Realupplåningen innebär därmed fortsatt en förväntad merkostnad snarare än en besparing och kostnaden är på samma nivå som vid beslutet.

När beslutet att minska realskulden fattades argumenterade Riksgälden för en löpande utvärdering, eftersom själva beslutet skulle kunna påverka kostnaden till realobligationernas fördel. Så skulle kunna ske om realobligationerna i en allt större utsträckning ägs av investerare som dels är mindre känsliga för sämre likviditet, dels har en högre betalningsvilja för det inflationsskydd som realobligationer associeras med.¹ Om det allt mindre utbudet av realobligationer i

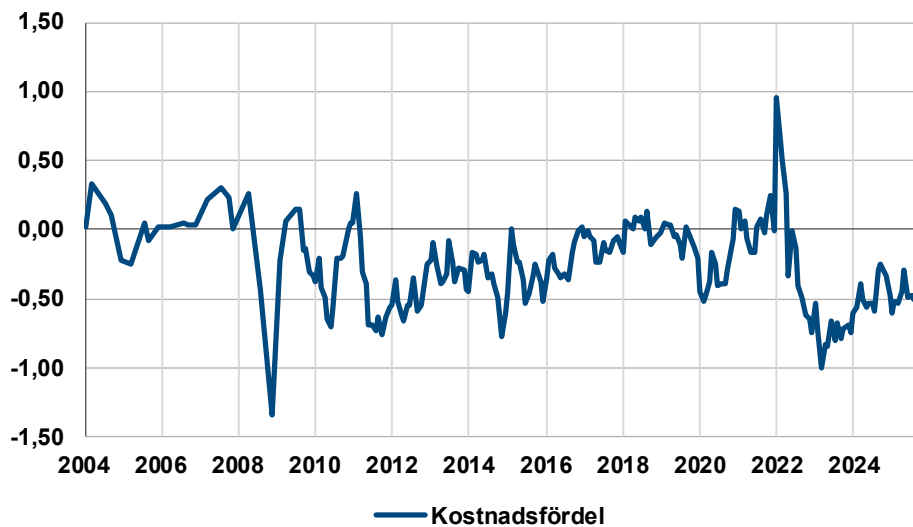
¹ En förklaring till att olika investerare är olika känsliga för likviditet och höga transaktionskostnader ges i Amihud och Mendelson (1986) "Asset pricing and bid-ask

framtiden bättre matchar efterfrågan från sådana investerare, bör detta synas i den relativa prissättningen mellan nominella och reala obligationer.

Baserat på kostnadsanalysen ser vi hittills inga tecken på att investerarna kollektivt börjat värdera inflationsskyddet högre än den bättre likviditeten i nominella statsobligationer. Prissättningen har alltså inte utvecklats till realobligationernas fördel sett utifrån ett emittentperspektiv.

Diagram 20 Förväntad kostnadsfördel för real jämfört med nominell upplåning

Procentenheter



Anm. Kostnadsfördel visar den förväntade besparingen för real upplåning över femårsperioder. Serierna i diagrammet visar värden vid publicering av inflationsförväntningar (kvartalsvis t.o.m. oktober 2006 och månadsvis därefter). Tidsperioden sträcker sig mellan mars 2004 och december 2025.

Källa: Riksgälden.

Beslutet att minska realskulden grundades även på att portföljer med en större andel realobligationer uppvisar en högre förväntad kostnadsvariation. Detta framkom i en simuleringsstudie som presenterades i riktlinjeförslaget för 2025. I riktlinjeförslaget för 2026 gjorde Riksgälden en uppdaterad och fördjupad studie av statsskuldens kostnad och risk. Denna analys bekräftade tidigare resultat och visade att realobligationer har både högre förväntad kostnad och högre risk.

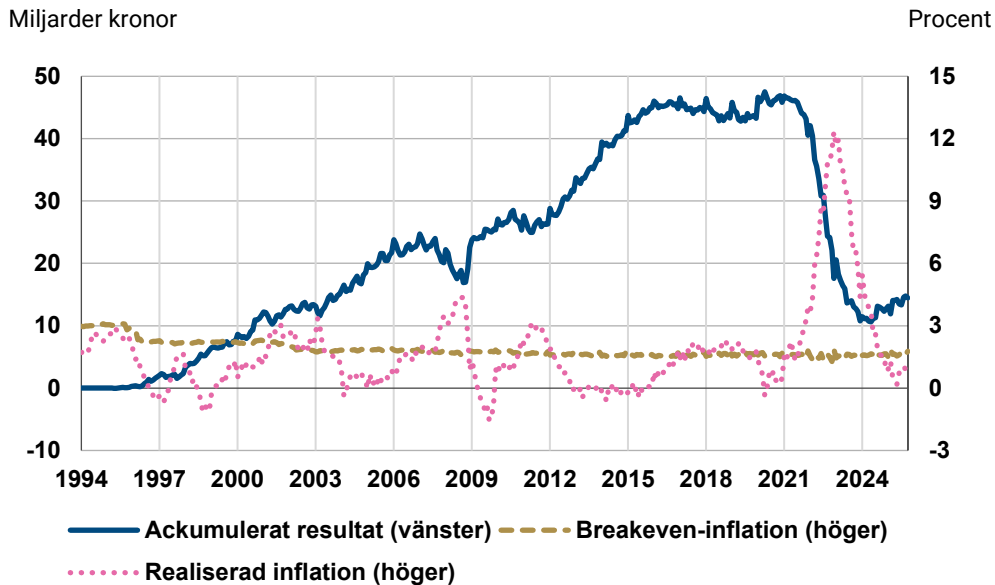
Litet positivt kalkylmässigt resultat för realupplåningen 2025

Riksgälden ska som nämnts ovan redovisa den realiserade kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. För 2025 resulterade realupplåningen i en besparing på 1,8 miljoner kronor, jämfört med ett resultat nära noll 2024. Förbättringen beror främst på att inflationen fortsatte att sjunka.

spread". Investerare som har en lång placeringshorisont, exempelvis 10 år, kan erhålla en årlig förväntad avkastning som knappt påverkas av att de måste köpa på säljkurs och sedan sälja på köpkurs. För investerare som bara håller en obligation några dagar blir dock denna transaktionskostnad betydande relativt den förväntade avkastningen på så kort sikt.

Diagram 21 visar att en stor del av det positiva kalkylmässiga resultat som hade byggts upp för realupplåningen under många år raderades under 2022 och 2023 då inflationen var hög. Därefter har inflationen fallit tillbaka och det ackumulerade resultatet har återhämtat sig något. Vid slutet av 2025 var den ackumulerade besparingen 15 miljarder kronor.

Diagram 21 Ackumulerat kalkylmässigt resultat av realupplåningen



Anm. Breakeven-inflation avser den inflationstakt som resulterar i ett nollresultat för tidsperioden från rapporteringstillfälle tills hela den utestående skulden har förfallit. Realiserad inflation avser förändring i procent av konsumentprisindex under de senaste 12 månaderna. Tidsserien realiserad inflation visas med tre månaders eftersläpning.

Källor: Riksgälden och SCB.

Diagram 21 visar också den genomsnittliga BEI som obligationerna emitterats till. Om denna BEI är högre än den realiserade inflationen ger realupplåningen ett positivt resultat (en besparing). När realobligationsmarknaden byggdes upp i Sverige i mitten av 1990-talet var BEI för realskulden väsentligt högre än nu. Som framgår av diagrammet har den successivt minskat från ungefär 3 procent 1994 till cirka 1,6 procent vid slutet av 2025. Den realiserade inflationen har med några få undantag varit lägre än den genomsnittliga BEI. Det första undantaget är under finanskrisen 2008 och det andra är under höginflationsperioden 2022 och 2023. Vid båda dessa tillfällen sjönk det ackumulerade kalkylmässiga resultatet.

Resultatet för realupplåningen sett på det här sättet innebär en kontrafaktisk utvärdering som kommer med vissa svagheter och bör tolkas med försiktighet. Först och främst påverkar ett beslut ofta framtida upplåningskostnader och därmed själva jämförelsenormen. Exempelvis torde det minskade utbudet av realobligationer påverka den relativa prissättningen mellan realobligationer och nominella obligationer, men beräkningen här baseras på antagandet att Riksgäldens agerande inte har en sådan effekt. Ett annat problem är att ett för snävt kostnadsfokus kan innebära att man missar viktiga riskavvägningar.

För en utförligare diskussion kring svagheter med kontrafaktisk utvärdering, se Riksgäldens riktlinjeförslag för 2026.

Ägande och investerarnas syn på realobligationer

Som vi konstaterat i kostnadsanalysen ovan ser vi inga tecken på att investerarna kollektivt värderar olika riskpremier på något nytt sätt som skulle vara till realobligationernas fördel. För att komplettera bilden tittar vi här på hur ägandet av realobligationer har utvecklats och hur investerare ser på instrumentet.

Diagram 15 och diagram 16 i förra kapitlet visar hur ägandet har utvecklats för nominella respektive reala obligationer. Om vi kontrasterar ägandet under 2021–2024, det vill säga före beslutet att minska realandelen, observerar vi två kategorier med större innehav i realobligationer: försäkrings- och pensionsbolag samt utländska investerare. Tydligast är skillnaden för försäkrings- och pensionsbolag där ägarandelen i början av perioden är 40 procent för realobligationer och runt 20 procent för nominella obligationer. Ett antagande som görs i den akademiska litteraturen är att just denna investerarkategori har en längre placeringshorisont än andra investerare och därför borde vara mindre känsliga för sämre likviditet.²

Som också framgår i diagram 16 ökade ägarandelen för flertalet investerarkategorier under 2025 i takt med att Riksbankens ägande minskade. Ett undantag är försäkrings- och pensionsbolag vars ägarandel minskade något under året. Vi ser med andra ord inte att ägandet har koncentrerats ytterligare till dessa bolag utan snarare har blivit mera spritt än tidigare.

I årets marknadsundersökning frågade Riksgälden svenska investerare om de förväntar sig att ändra sina innehav under nästkommande år. För realobligationer avser 9 procent av de tillfrågade att öka sitt innehav, medan 12 procent avser att minska sitt innehav främst genom förfall. För nominella obligationer avser 33 procent att öka sitt innehav, medan 12 procent avser att minska sitt ägande.

Sammantaget är det för tidigt att dra några slutsatser om ägandeförändringar och vad dessa kan betyda för prissättningen av reala relativt nominella statsobligationer. Riksgälden kommer att fortsätta följa utvecklingen av ägarandelarna. Vi följer också den upplevda marknadslikviditeten och pristransparensen för realobligationer i vår årliga marknadsundersökning, se sidan 24.

Skuldens valutaexponering avvecklas enligt plan

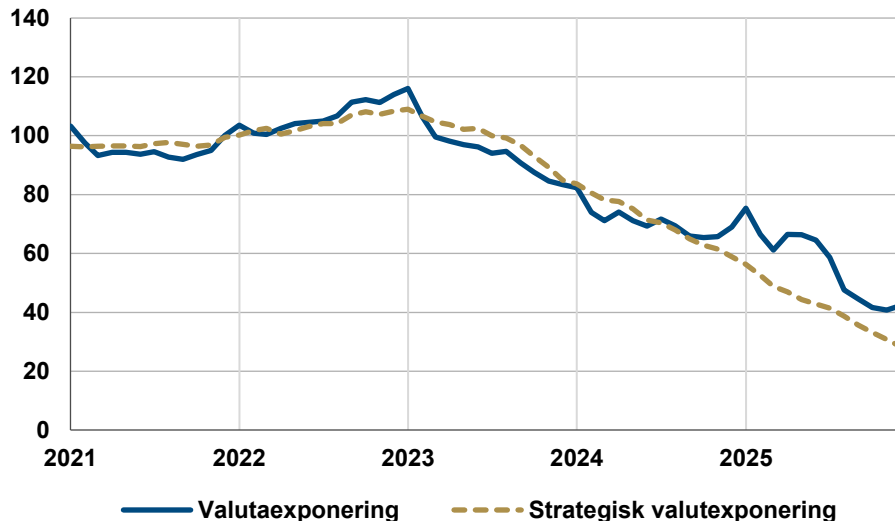
Den strategiska valutaexponeringen i statsskulden ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Diagram 22 visar hur den har minskat sedan slutet av 2022 då avvecklingen återupptogs. Under 2020–2022 hölls den strategiska valutaexponeringen oförändrad; ökningen som syns i diagrammet beror på valutakurserna som används för att räkna om exponeringen till kronor.

² Se exempelvis diskussion i Foucault, Pagano och Röell (2013) *“Market liquidity – Theory, evidence, and policy”*, sidan 313.

Diagrammet visar också utvecklingen för den totala valutaexponeringen. I den ingår även en varierande del som är kopplad till den operativa förvaltningen. Att den varierande delen hade en stor påverkan på totalen under 2025 beror på ökade betalningar i utländsk valuta in och ut från staten. Hur Riksgälden hanterar valutaväxlingar kopplade till statliga betalningar beskrivs i nästa kapitel på sidan 43. Där framgår även hur vi operativt har avvecklat den strategiska exponeringen.

Diagram 22 Statsskuldens valutaexponering

Miljarder kronor



Anm. Mätt till aktuella valutakurser, månadsgenomsnitt. Exponeringar inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen. Valutaexponeringar består av en strategisk och en varierande del. Uppdelningen infördes 2023 och har här även återskapat för tidigare år.

Källa: Riksgälden.

Beslutet att avveckla valutaexponeringen fattades i riktlinjerna för 2023. Analysen som låg till grund för beslutet finns beskriven i Riksgäldens riktlinjeförslag för det året. Den visade att exponering i utländsk valuta medför högre risk utan att ge systematiska kostnadsfördelar.

Senarelagd valutaavveckling har hittills inneburit merkostnad

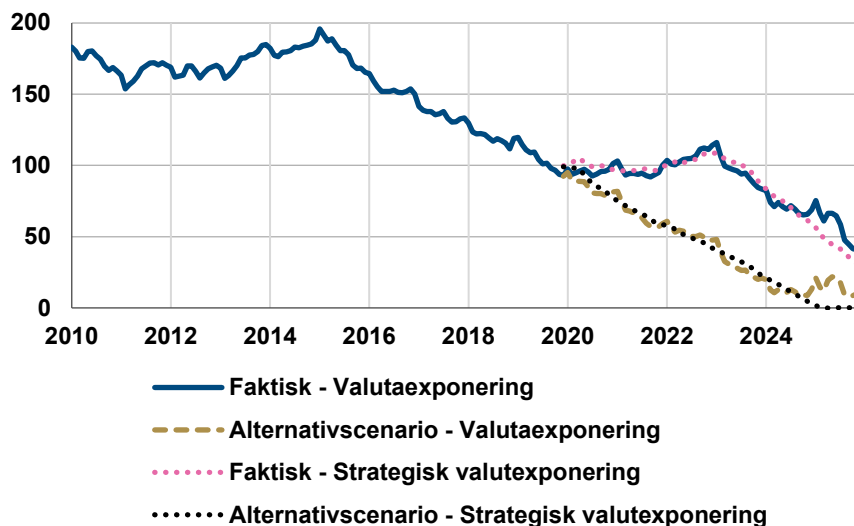
Den strategiska valutaexponeringen började avvecklas 2015. Regeringen beslutade sedan att lämna den oförändrad 2020–2022 i avvaktan på en översyn. Ett sätt att utvärdera beslutet att pausa avvecklingen är att jämföra den faktiska utvecklingen av valutaexponeringen med en fortsatt, hypotetisk neddragning med 20 miljarder kronor per år för perioden 2020–2025, i likhet med riktlinjebeslutet för 2019.

Den faktiska utvecklingen och alternativscenariot framgår av diagram 23. Diagrammet visar avvecklingen enligt alternativscenariot både för den strategiska exponeringen och den totala exponeringen. Enligt alternativscenariot skulle avvecklingen av den strategiska exponeringen ha varit avslutad under februari 2025. Den totala exponeringen är emellertid fortfarande positiv även i alternativscenariot, eftersom den varierande delen har ökat under året. För jämförelsen spelar det ingen roll vilket av måtten som används; resultatet blir detsamma.

Jämförelsen visar att den strategiska valutaexponeringen vid slutet av 2025 var 28 miljarder kronor högre än den hade varit om minskningen fortsatt i enlighet med riktlinjebeslutet för 2019. Ju högre valutaexponeringen är, desto större påverkan får valutakursförändringar på kostnaden för statsskulden. Det betyder att en kronförsvagning medför en större kostnadsökning jämfört med alternativscenariot, medan en förstärkning av kronan ger en större kostnadsbesparing.

Diagram 23 Avvecklingen av statsskuldens strategiska valutaexponering

Miljarder kronor



Anm. Valutaexponeringen är månadsgenomsnittet av nominellt värde till aktuell valutakurs. Alternativscenariot baseras på en fortsatt minskning av valutaexponeringen med 20 miljarder kronor per år från och med den 2 december 2019.

Källa: Riksgälden.

Sett över hela jämförelseperioden har beslutet att pausa avvecklingen hittills inneburit en merkostnad på 4,4 miljarder kronor jämfört med alternativscenariot (se tabell 9). Under 2025 minskade merkostnaden tydligt eftersom kronan stärktes mot euron och schweizerfrancen. Den slutliga effekten av beslutet går att fastställa först när den strategiska valutaexponeringen är helt avvecklad. Om kronan stärks framöver minskar merkostnaden, men den kan också öka om kronan försvagas.

Tabell 9 Kostnadsskillnad mellan faktisk valutaexponering och alternativscenario

Miljarder kronor

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Kostnadsskillnad	0,0	-1,1	1,1	4,9	1,0	1,1	-2,7	4,4

Anm. Skillnaden mellan kostnaden för det faktiska utfallet och vårt alternativscenario där valutaexponeringen fortsatt minska med 20 miljarder kronor per år från 2020. Beräkningen börjar den 2 december 2019 då Riksgälden beslutade att avbryta minskningen. Minskningen i de enskilda valutorna baseras på den initialt beslutade planen för 2019 och därefter på en pro rata-minskning i förhållande till utestående exponering i respektive valuta.

Källa: Riksgälden.

Riksgäldens operativa förvaltning

Riksgälden ökade upplåningen under 2025 för att finansiera budgetunderskott och förfallande lån. Efter en fortsatt höjning av utbudet av nominella statsobligationer har den årliga emissionsvolymen mer än fördubblats på två år. Riksgälden gav även ut två obligationer i utländsk valuta under året. Samtidigt började vi minska upplåningen i realobligationer och bytte i samband med det auktionsform.

Riksgäldens operativa förvaltning av statsskulden innefattar att regelbundet planera statens upplåning och kommunicera planen, genomföra emissioner i form av både auktioner och syndikeringar, hantera statens kassa och göra derivattransaktioner kopplade till såväl riskstyrning som hantering av utländsk valuta.

Ökad upplåning både på korta och längre löptider

Som framgick i kapitlet om förutsättningarna gick Riksgälden in i 2025 med en prognos för ett budgetunderskott och därmed ett positivt nettolånebehov. Vi höjde sedan prognosen för nettolånebehovet under året och planerade för en ökad upplåning. Utfallet av statens totala upplåningsbehov – nettolånebehovet plus förfallande lån – blev till slut 475 miljarder kronor 2025, jämfört med 348 miljarder kronor 2024 (se diagram 24).

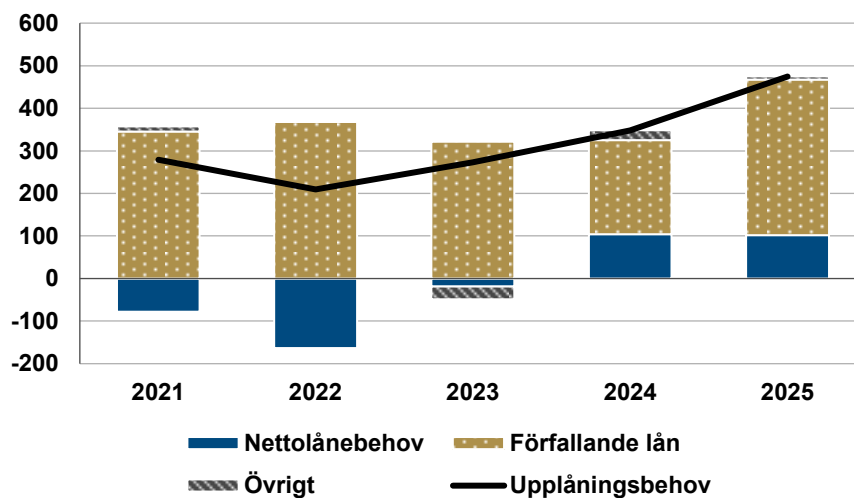
Ökningen av upplåningsbehovet förklaras både av ett högre nettolånebehov (lägre budgetsaldo) och ett större refinansieringsbehov. Under 2025 hade vi obligationsförfall på totalt 119 miljarder kronor, jämfört med drygt 1 miljard kronor 2024.

Riksgälden finansierade det högre upplåningsbehovet främst genom att öka utbudet av nominella statsobligationer, men även med mer kortfristiga lån. I början av en omsvängning från budgetöverskott till underskott är vår strategi att finansiera en större del av den förväntade ökningen i lånebehovet med kortfristig upplåning, för att sedan gradvis öka obligationsupplåningen. När det blev tydligare att det kommer en längre period med underskott växlade vi över till nominella statsobligationer i snabbare takt. Vi ökade även upplåningen i utländsk valuta.

Tabell 10 visar årets upplåning fördelad på skuldinstrument. Diagram 25 visar statsskulden i slutet av året fördelad på instrument.

Diagram 24 Statens upplåningsbehov

Miljarder kronor



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

Källa: Riksgälden.

Tabell 10 Upplåning fördelad på olika marknader och skuldinstrument

Miljarder kronor

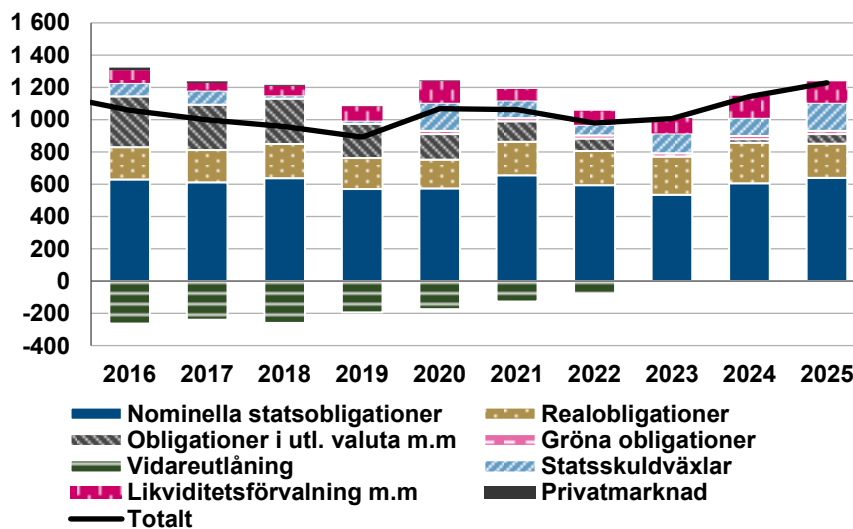
Skuldslag	2021	2022	2023	2024	2025
Statsskuldväxlar	107	65	123	113	173
Likviditetsförvaltningsinstrument	68	89	97	134	137
Total upplåning penningmarknad	176	154	220	247	310
Nominella statsobligationer	83	46	45	72	118
Realobligationer	21	9	9	9	6
Gröna obligationer	0	0	0	0	0
Obligationer i utländsk valuta	0	0	0	21	41
Total upplåning kapitalmarknad	103	55	53	102	165
Total upplåning	279	209	273	348	475

Anm. Upplåning på penningmarknaden avser utestående stock vid utgången av året.

Källa: Riksgälden.

Diagram 25 Statsskulden fördelad på skuldinstrument

Miljarder kronor



Anm. Statsskulden inklusive vidareutlåning och förvaltningstillgångar. Beloppet avser utestående stock vid utgången av året.

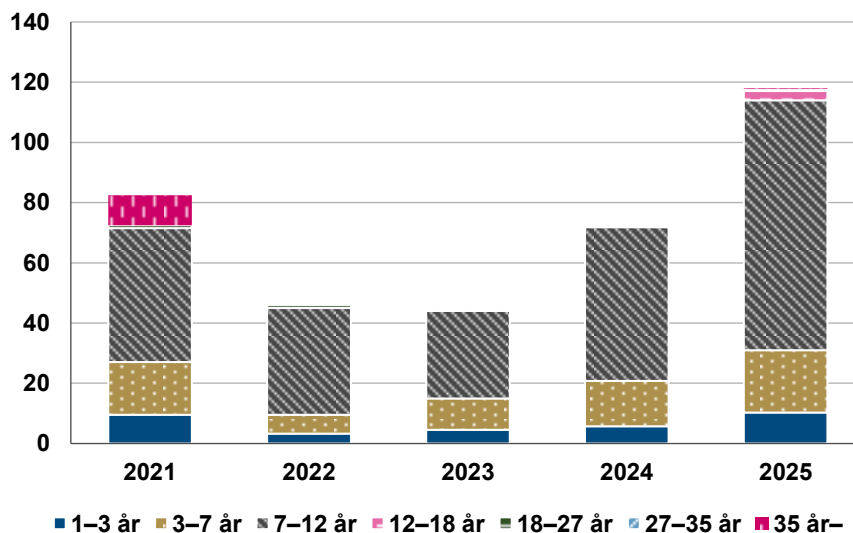
Källa: Riksgälden.

Ökad emissionsvolym i nominella statsobligationer

Den årliga emissionsvolymen av nominella statsobligationer var 118 miljarder kronor 2025, vilket innebär en ökning från 72 miljarder kronor 2024. Det innebär också att den har mer än fördubblats på två år.

Diagram 26 Emissionsvolym i nominella statsobligationer uppdelad på löptid

Miljarder kronor



Anm. Emissionsvolymen redovisas i termer av nominellt belopp. Den delas upp i sju intervall baserat på år kvar till förfall.

Källa: Riksgälden.

Riksgälden höjde utbudet i auktionerna vid två tillfällen under året – från 4 miljarder kronor till 5 miljarder kronor i januari och till 6 miljarder kronor i juni. Vi lade även till en auktion, vilket gav sammanlagt 21 auktionstillfällen under året.

Huvuddelen av auktionerna gjordes i det tioåriga segmentet, men vi emitterade även två- och femåriga obligationer. Utrymmet att emittera övriga löptider var begränsat. Hur emissionsvolymen fördelades mellan olika löptider över tid framgår av diagram 26. Som diagrammet visar varierar emissionsvolymen och hur den fördelas över olika löptider från år till år. Det beror på att vi anpassar fördelningen mellan de olika löptiderna efter storleken på upplåningsbehovet och målet för statsskuldens löptid. Vi strävar också efter att bygga upp de utestående obligationerna så att de blir likvida och ungefär lika stora vid förfall.

Under 2025 beslutade vi att börja introducera nya nominella statsobligationer med tätare förfall eftersom upplåningsbehovet väntas öka. Genom att ha obligationsförfall med 12 månaders mellanrum, i stället för 18 månader som tidigare, sprids den totala utestående volymen ut på fler obligationer. Det minskar refinansieringsrisken genom att de enskilda förfallobeloppen blir mindre än de annars skulle varit.

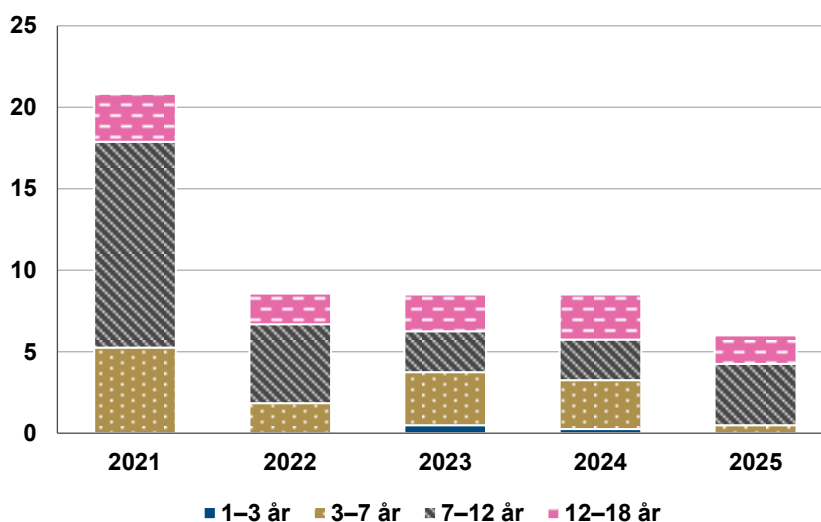
Mindre volym av realobligationer och nytt auktionsformat

Emissionsvolymen i realobligationer minskade till 6 miljarder kronor 2025 från 8,5 miljarder kronor för 2024. Den 20 februari 2025 introducerade vi en ny realobligation, SGB 3116, med förfall den 1 juni 2036.

Riksgälden anpassade emissionsvolymen för att styra realskulden mot det nya riktvärdet på cirka 80 miljarder kronor vid slutet av 2029 (se föregående kapitel). Fördelningen mellan de utestående realobligationerna framgår i diagram 27.

Diagram 27 Emissionsvolym i realobligationer uppdelad på löptider

Miljarder kronor



Anm. Emissionsvolymen redovisas i termer av nominellt belopp. Den delas upp i fyra intervall baserat på år kvar till förfall.

Källa: Riksgälden.

Minskningen av den utestående volymen sker i takt med att utestående realobligationer förfaller. Samtidigt fortsatte Riksgälden enligt plan att emittera en mindre volym i regelbundna auktioner. Det beror på att förfallen, i nominella termer, leder till att den utestående volymen minskar till 56 miljarder kronor 2029. Vi räknar därför med att emittera realobligationer i intervallet 20–30 miljarder kronor under perioden för att den utestående volymen ska hamna på det beslutade riktvärdet.

Byte av auktionsformat för realobligationer föll väl ut

I samband med att minskningen av den utestående realskulden påbörjades bytte Riksgälden auktionsform för realobligationerna, från flerpris- till enhetspris-auktioner. Syftet var att bana väg för ett högre deltagande i auktionerna samt för bud som bättre återspeglar budgivarnas värdering av obligationerna.

Under hösten utvärderade Riksgälden bytet av auktionsform och resultaten tyder på att bytet har bidragit till en lägre emissionsränta för realobligationer. För mer information, se Riksgäldskommentar nr 2 2025 "Utvärdering av bytet till enhetsprisauktioner för realobligationer".

Syndikering av två obligationer i utländsk valuta under året

Riksgälden emitterade en euroobligation i juni och en dollarobligation i oktober. Likviden motsvarade 21,8 miljarder kronor respektive 18,8 miljarder kronor. Valutaobligationerna såldes genom så kallad syndikering, där en grupp banker får i uppdrag att sköta marknadsföringen och försäljningen. Efterfrågan var stark vid båda tillfällena med orderböcker som var flera gånger större än de erbjudna volymerna.

I emissionen av euroobligationen deltog totalt 130 investerare med en budvolym som var fem gånger så stor som den sålda volymen. Dollarobligationen lockade 45 investerare och en budvolym som var fyra gånger så stor som den sålda volymen. Räntan på dollarobligationen var den lägsta jämfört med den amerikanska staten som någon emittent lånat till under året. Jämfört med räntan på en motsvarande kronobligation innebar emellertid båda valutaobligationerna en merkostnad efter kostnader för valutasäkring.

Riksgäldens strategi innefattar att med viss regelbundenhet ge ut obligationer i utländsk valuta även om det kan medföra en viss merkostnad. Syftet är dels att nå nya investerare, dels att upprätthålla en närvaro på den internationella kapitalmarknaden för att snabbt kunna låna stora belopp där vid behov eller avlasta kronmarknaden när upplåningsbehovet är stort.

Riksgälden lånar också på kortare löptider i utländsk valuta genom att emittera certifikat inom likviditetsförvaltningen. Valutaupplåningen innebär inte ökad valutaexponering eftersom vi hanterar valutaexponeringen med derivat.

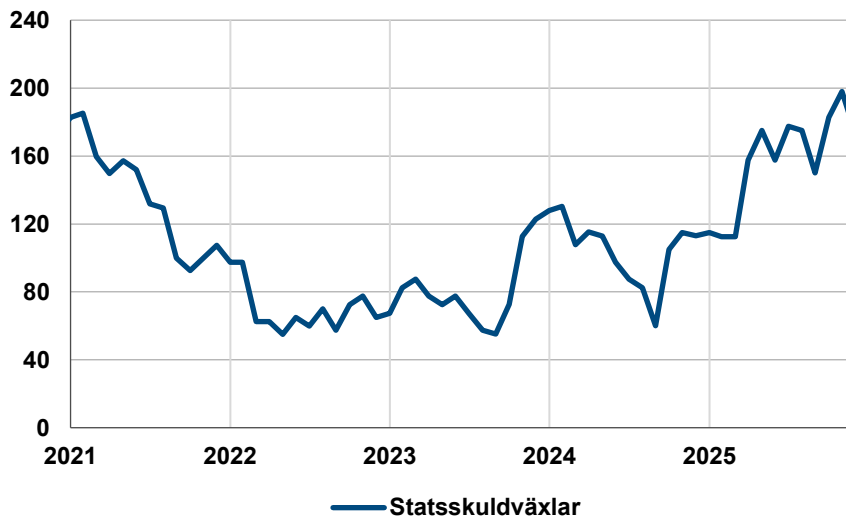
Även den kortfristiga finansieringen ökade

Den totala kortfristiga finansieringen på penningmarknaden ökade under året (se tabell 10 på sidan 36). Den innefattar dels statsskuldväxlar, dels instrument som används inom likviditetsförvaltningen.

Den utestående volymen statsskuldväxlar växte från 113 miljarder kronor vid slutet av 2024 till 173 miljarder kronor vid slutet av 2025. Växelstocken varierar under året, vilket framgår i diagram 28. Sett över hela året låg den utestående volymen växlar på en högre nivå under 2025 än under 2024.

Diagram 28 Utestående stock av statsskuldväxlar

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden.

Emissionsvolymerna i auktionerna av statsskuldväxlar varierade inom intervallet 7,5–20 miljarder kronor och vi gav ut en ny tolv månadersväxel var tredje månad. De övriga månaderna introducerade vi nya tremånadersväxlar.

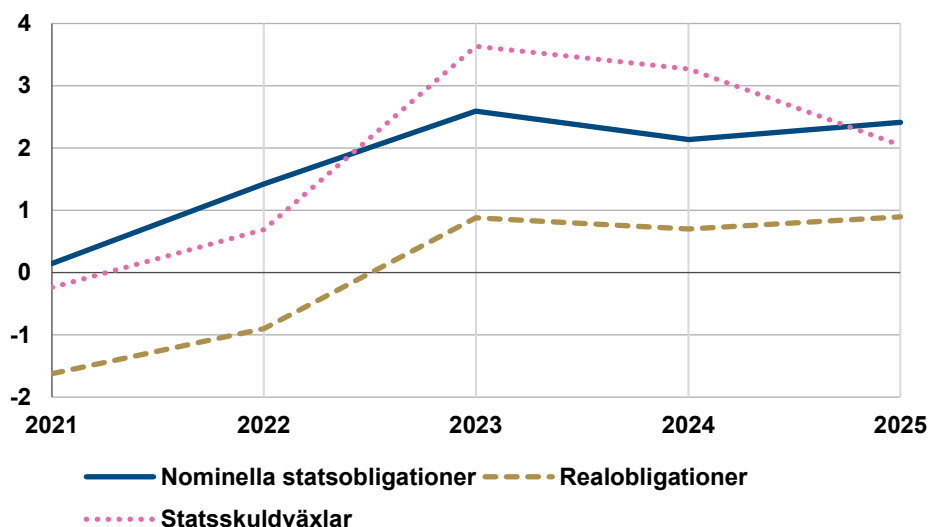
Den utestående stocken av likviditetsförvaltningsinstrument var lika stor i slutet av 2025 som ett år tidigare. Likviditetsförvaltningen beskrivs närmare på sidan 42.

Högre emissionsränta i auktionerna av obligationer

De genomsnittliga emissionsräntorna i auktionerna av statspapper utvecklades åt olika håll. För nominella statsobligationer och realobligationer var den genomsnittliga emissionsräntan något högre under 2025 än föregående år, medan den sjönk för statsskuldväxlar (se diagram 29). Det beror till stor del på att långa marknadsräntor gick upp medan korta räntor sjönk (se vidare på sidan 12).

Diagram 29 Genomsnittlig emissionsränta i auktionerna av statspapper

Procent



Anm. Enbart säljauktioner. För realobligationer redovisas realränta.

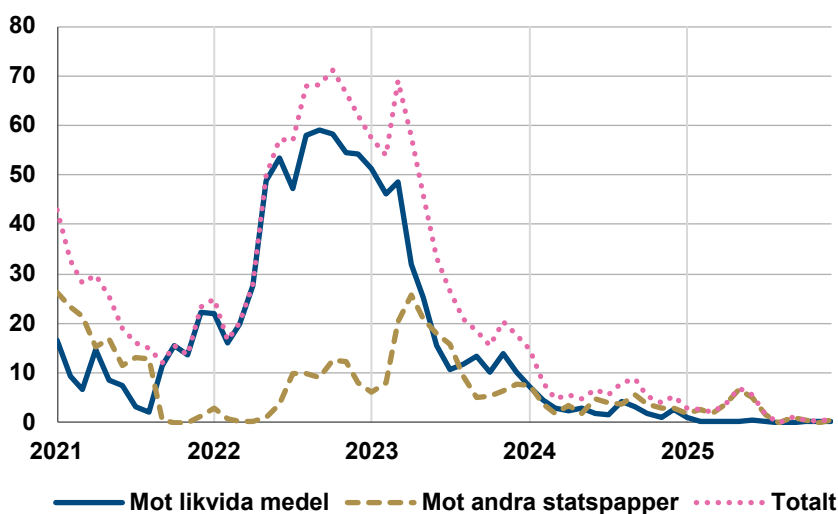
Källa: Riksgälden.

Fortsatt litet nyttjande av marknadsvårdande repor

Riksgälden erbjuder två olika typer av repofaciliteter som återförsäljarna kan nyttja för att undvika leveransproblem på andrahandsmarknaden. I den ena kan de till en kostnad repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper byts mot ett annat. Riksgälden gjorde inga ändringar i villkoren för de marknadsvårdande faciliteterna under 2025.

Diagram 30 Volym marknadsvårdande repor

Miljarder kronor



Anm. Genomsnitt av det utestående nominella beloppet av det underliggande värdepappret.

Källa: Riksgälden.

Den totala utestående volymen för faciliteterna var fortsatt låg under året (se diagram 30). Volymen repor mot likvida medel låg i genomsnitt på under 1 miljard kronor per dag, jämfört med 3 miljarder kronor 2024. Nyttjandet av faciliteten har minskat i takt med att utbudet av statspapper har ökat.

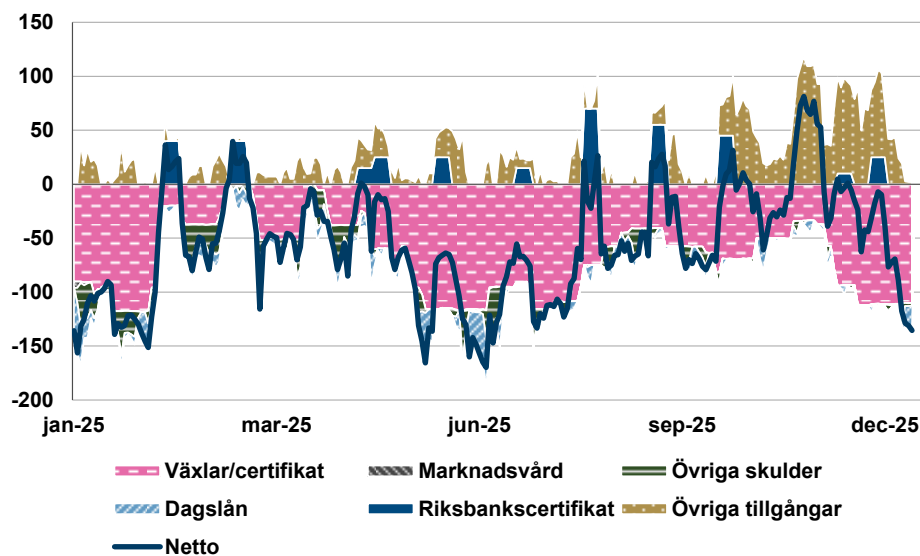
Aktiv hantering av statens kassa

Under 2025 uppgick nettoupplåningen inom likviditetsförvaltningen i genomsnitt till 55 miljarder kronor per dag, en ökning med drygt 7 miljarder kronor jämfört med 2024. Variationen i kassan var dock stor och vi hade periodvis stora överskott att hantera (se diagram 31).

Vid underskott i kassan lånar Riksgälden både på den svenska och den europeiska dagslånemarknaden, men även genom att ge ut certifikat i utländsk valuta. Vi kan också vid intresse emittera extra i någon av de två kortaste statsskuldväxlarna. När det är överskott i kassan behöver vi i stället hitta placeringsalternativ inom de ramar som styr likviditetsförvaltningen (se sidan 46).

Diagram 31 Tillgångar (+) och skulder (-) i likviditetsförvaltningen

Miljarder kronor



Anm. Tillgångar och skulder i likviditetsförvaltningen mäts i termer av marknadsvärde.

Källa: Riksgälden.

Under 2025 var vi aktiva på den internationella dagslåne- och certifikatmarknaden när villkoren för valutasäkringar till kronor var fördelaktiga. Möjligheten att låna stora belopp med skräddarsydd löptid gör denna upplåning till ett viktigt verktyg vid hanteringen av svängningar i det kortfristiga lånebehovet. Löptiden för upplåningen på dagslånemarknaden sträcker sig i regel från en till ett par dagar, medan de certifikat vi gav ut under året hade löptider på mellan tre veckor och nio månader. Vi genomförde sammantaget 76 transaktioner i euro på den europeiska dagslåne-marknaden med en genomsnittlig storlek på motsvarande 12 miljarder kronor. På den internationella certifikatmarknaden – i euro och amerikanska dollar – gjorde vi 30 transaktioner med en genomsnittlig storlek på 14 miljarder kronor.

För de placeringar vi gjorde inom likviditetsförvaltningen under året använde vi fram till hösten framför allt riksbankscertifikat. Därefter var placeringsbehovet större och mer varierande och vi gick då över till att placera mer i omvända repor och trepartsrepor, där löptiden kan skräddarsys. Dessa placeringar gav oftast också en bättre ränta än riksbankscertifikaten. Vi gjorde även en del placeringar i euro hos andra skuldkontor vid tillfällen då valutasäkringar var fördelaktiga.

Olika former av valutaexponering att hantera

Statsskuldens valutaexponering består som nämnts tidigare av en strategisk och en varierande del. Därutöver kan Riksgälden aktivt ta på sig valutaexponering inom positionsmandatet. Utifrån de ramar som ges i regeringens riktlinjer fattar Riksgälden operativa beslut inom alla dessa delar av valutahanteringen.

När den gäller den strategiska valutaexponeringen beslutade Riksgälden under 2025 att göra vissa avsteg från en jämn avvecklingstakt. I hanteringen av den varierande delen av valutaexponeringen beslutade vi att öka växlingstakten. Och inom positionstagningen fattade vi beslut som gav ett litet positivt resultat för året.

Som framgår i tabell 11 minskade den strategiska valutaexponeringen från 57 miljarder kronor 2024 till 27 miljarder kronor 2025, mätt i de valutakurser som gällde i slutet av respektive år. Den varierande valutaexponeringen var 18 miljarder kronor i slutet av 2025. Det förklaras främst av några större myndighetsbetalningar i euro och amerikanska dollar i slutet av året.

Tabell 11 Statsskuldens valutaexponering i slutet av året

Miljarder enheter valuta

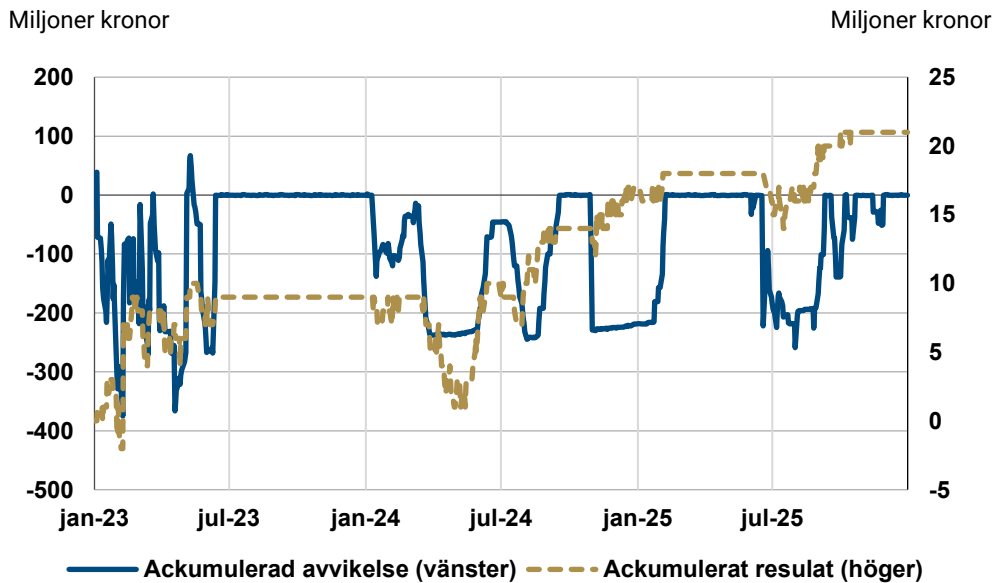
Typ av exponering	Lokal valuta 2024	Svenska kronor 2024	Lokal valuta 2025	Svenska kronor 2025	Förändring lokal valuta
Strategisk, CHF	2	20	1	9	-1
Strategisk, EUR	3	38	2	18	-2
Summa strategisk valutaexponering		57		27	
Varierande valutaexponering		17		18	
Total valutaexponering		74		45	

Anm. Valutaexponering innebär en ökad kostnad för statsskulden om kronan försvagas mot utländska valutor. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

Källa: Riksgälden.

I stort sett jämn avveckling av den strategiska exponeringen

Avvecklingen av den strategiska valutaexponeringen ska utvärderas i marknadsvärdestermier mot en jämn daglig minskningstakt, enligt punkt 43 i riktlinjerna. Riksgälden minskar exponeringen gradvis genom att köpa euro och schweizerfranc i en jämn takt, men kan göra vissa avsteg enligt riktlinjerna.

Diagram 32 Avsteg från jämn daglig minskningstakt av valutaexponeringen

Anm. Ackumulerad avvikelse är den ackumulerade skillnaden mellan den faktiska minskningen och en jämn daglig minskningstakt. Ackumulerat resultat är skillnaden mellan kostnaden för det faktiska utfallet och kostnaden vid en jämn daglig avvecklingstakt.

Källa: Riksgälden.

Riksgäldsdirektören får fatta beslut om att ändra takten inom ramen för riktlinjerna, men inget sådant beslut togs under 2025. Därutöver har riksgäldsdirektören fastställt interna avvikelseintervall för de valutor som ingår i avvecklingen. Som framgår av diagram 32 gjorde Riksgälden vissa avsteg från en jämn daglig avvecklingstakt under 2025.

Avvikelsena handlade i huvudsak om att dra ner på avvecklingstakten i perioder då kronan bedömdes vara svag, för att sedan öka takten då kronan var starkare. Avstegen innebar en besparing på 5 miljoner kronor under 2025. Totalt sedan avvecklingen återstartade har avstegen gett en besparing på 21 miljoner kronor.

Ökad växlingstakt för att hantera den varierande exponeringen

Riksgälden hanterar löpande betalningsflöden i utländska valutor för statens räkning och gör växlingar på valutamarknaden för att hantera exponeringen. Det kan handla om myndighetsbetalningar i utländsk valuta, men även om statsskuld-betalningar såsom förfall av finansiella instrument. Riksgälden ska göra valuta-växlingarna gradvis för att säkerställa att de inte påverkar valutakursen.

I diagram 22 på sidan 33 syns tydligt att den totala valutaexponeringen knappt minskade under början av 2025. Det beror på att den varierande delen av valuta-exponeringen ökade eftersom myndigheterna efterfrågade utländsk valuta i större utsträckning. Den varierande delen av valutaexponeringen minskade sedan i juli 2025 på grund av en inbetalning från EU:s återhämtningsfacilitet på 18,5 miljarder kronor till Sverige.

Som en konsekvens av de större flödena beslutade Riksgälden under 2025 att ändra hur snabbt den varierande valutaexponeringen ska växlas om till kronor. Tidigare skulle det göras i en jämn takt över 12 månader vilket nu har ändrats till 3 månader. Det innebär en minskad valutarisk i och med att exponeringen återförs mot noll betydligt snabbare. Den nya växlingstakten är även den satt så att de växlingar Riksgälden gör inte ska påverka valutakursen.

Liten vinst i Riksgäldens löpande positionstagning

Riksgäldens mandat från regeringen att ta positioner är separerat i två delar: dels större positioner och positioner i kronan som styrelsen fattar beslut om, dels mindre positioner i utländska valutor och räntor som vi tar inom den löpande verksamheten. Vi får inte ta positioner i svenska räntor.

Riksgäldens löpande positionstagning i utländska valutor och räntor visade ett positivt resultat på 0,5 miljoner kronor 2025, jämfört med 4,7 miljoner kronor 2024. Av det riskmandat som regeringen ger i riktlinjerna utnyttjades bara ca 0,6 procent under året. Detta var i linje med utnyttjandet de senaste fem åren. Riksgälden tog ingen större position eller position i kronan som styrelsen fattar beslut om.

Resultatet för positionstagningen varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under 2021–2025 var det genomsnittliga resultatet för den löpande positionstagningen 25 miljoner kronor per år. Sharpekvoten, som är ett mått på avkastningen i förhållande till risken, var i genomsnitt 1,0 för perioden.

Tabell 12 Resultat för den löpande positionstagningen

Positionstagning	2021	2022	2023	2024	2025	Totalt	Genomsnitt
Resultat, miljoner kronor	16,1	95,1	8,4	4,7	0,5	124,8	25,0
Sharpekvot	0,6	3,9	0,4	0,2	0,0		1,0
Riskutnyttjande, procent	1,0	0,8	0,7	1,0	0,6		0,8

Anm. Resultatet redovisas i termer av marknadsvärden. Riskutnyttjandet uttrycks i förhållande till regeringens beslutade mandat om 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Resultatet för den löpande positionstagningen är ändrat för 2023. Det beror på ett beräkningsfel som uppstod i affärssystemet under 2023. Felet är åtgärdat och siffran är uppdaterad.

Källa: Riksgälden.

Fortsatt liten användning av ränteswappar

Riksgälden kan justera den nominella kronskuldens – och därmed statsskuldens – löptid med ränteswappar. Genom att ingå ränteswappar kan vi förändra skuldens löptid utan att påverka finansieringen av lånebehovet i någon större utsträckning.

Riksgälden har under tidigare perioder använt ränteswappar för att förkorta löptiden i statsskuden, men de senaste åren har vi bara ingått swappkontrakt till ett litet belopp för att säkra beredskap för framtida behov av ränteswappar. Swappvolymen på 2 miljarder kronor 2025 hade i stort sett ingen påverkan på löptiden.

Riksgälden beräknar ett kalkylmässigt resultat som visar om det kostat mer eller mindre att använda ränteswappar än att emittera statsskuldväxlar för att nå samma löptid. Resultatet är nettot av att få skillnaden mellan swapp- och statsobligationsräntan (swappspread) och att betala skillnaden mellan interbankräntan Stibor och räntan på en statsskuldväxel (TED-spread). Resultatet för 2025 var en kostnadsbesparing på knappt 67 miljoner kronor, jämfört med 103 miljoner kronor för 2024. Resultatutvecklingen förklaras i huvudsak av den minskade volymen utestående ränteswappar.

Kreditrisk vid placeringar och derivattransaktioner

Riksgälden hanterade kassaöverskotten under året inom ordinarie limiter och placerade dem hos motparter med god kreditvärdighet. Det inträffade inga avvikelser från de kreditrisklimiter som styrelsen fastställt. Derivattransaktioner genomfördes med etablerade motparter och omfattas av säkerhetsarrangemang som begränsar kreditrisken.

Riksgälden ska placera eventuella kassaöverskott i svenska eller utländska räntebärande tillgångar med låg kreditrisk. Även när vi gör derivattransaktioner uppstår kreditrisk. Kreditrisken i statsskuldsförvaltningen begränsas av externa och interna ramar. Riksgälden ställer till exempel krav som måste vara uppfyllda innan transaktioner får ingås, som minimikrav på motparterers kreditbetyg. Inom ramarna kan vi påverka risknivån exempelvis genom val av motparter. Risknivån påverkas också av externa faktorer.

Stabilt förtroende för Riksgälden

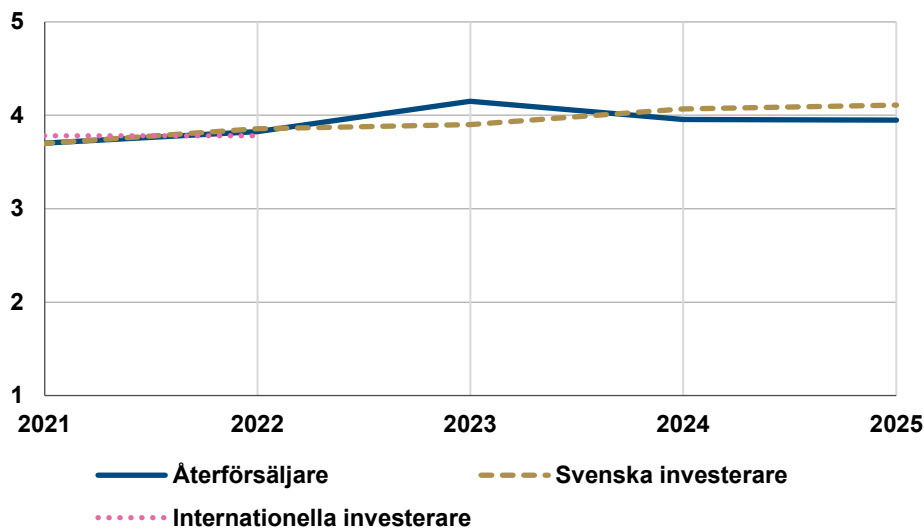
Förtroendet för Riksgälden är högt hos aktörerna på den svenska statspappersmarknaden. I den senaste mätningen låg återförsäljarnas sammanvägda betyg kvar på nivån för utmärkt, medan investerarna var än mer positiva. Kommunikationen om upplåningen sågs fortsatt som den viktigaste strategin och som Riksgäldens främsta styrka.

Riksgälden följer upp förtroendet för upplåningsverksamheten i en årlig marknadsundersökning. Enkäten innehåller även bedömningar av marknadslikviditeten (som redovisas på sidan 24). Kantar genomförde undersökningen mellan den 12 november och den 19 december 2025. Totalt gjordes 43 intervjuer, varav 10 med representanter för återförsäljarna (fem banker) och 33 med svenska investerare.

Resultatet av 2025 års undersökning visar att förtroendebetyget från investerarna steg för fjärde året i rad till 4,1, medan återförsäljarnas betyg var oförändrat nära 4 efter att ha sjunkit 2024 (se diagram 33). Fram till och med 2022 ingick även internationella investerare, men i 2023 års mätning var deras svar för få för att ge ett tillförlitligt resultat. Även 2024 och 2025 innefattar bara svenska investerare.

Diagram 33 Sammanvägt profilvärde för Riksgäldens upplåningsverksamhet

Bedömning



Anm. Viktat profilvärde enligt årlig undersökning av Kantar. Skala 1–5 där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt. Internationella investerare ingick i resultatet fram till och med 2022, därefter bara svenska investerare och Riksgäldens återförsäljare.

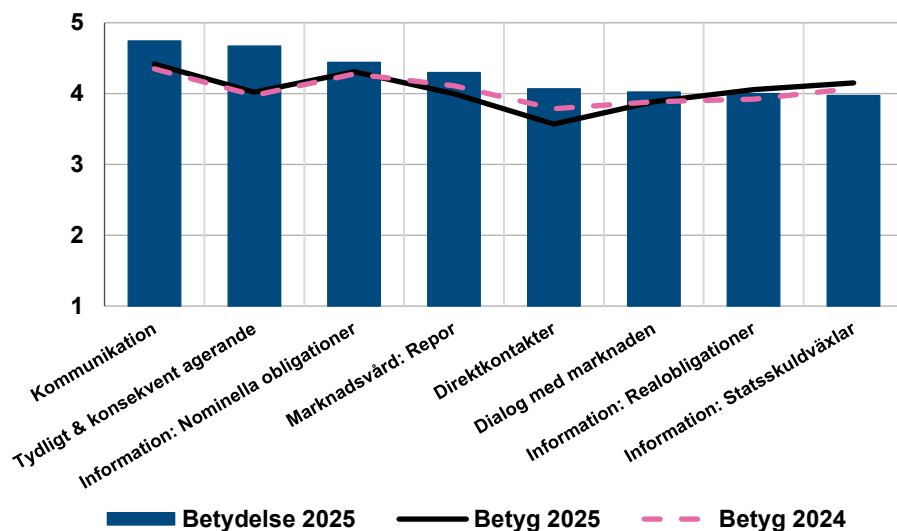
Källa: Riksgälden.

Höga betyg för de viktigaste strategierna

De fyra strategier som bedöms som mest betydelsefulla fick alla ett betyg på 4 eller över om man tittar på båda grupperna samlat (se diagram 34). Förändringarna i betygen var generellt små. Informationen om realobligationer och stats-skuldväxlar visade en liten uppgång, medan direktkontakter fick ett något lägre betyg. Det fick även marknadsvården, en faktor som bara återförsäljarna bedömer.

Diagram 34 Bedömning av strategiernas betydelse och genomförandet av dem

Bedömning



Anm. Diagrammet visar den samlade bedömningen från återförsäljarna och svenska investerare (förutom för marknadsvården där frågorna bara besvaras av återförsäljarna). Kommunikation avser lånebehov och finansiering.

Källa: Riksgälden.

I grupperna var för sig var investerarna generellt mer positiva än återförsäljarna. Investerarna höjde betygen något för nästan alla strategier, medan återförsäljarna sänkte betygen något för merparten av strategierna. Bedömningen mellan grupperna skilde sig mest åt för ett tydligt och konsekvent agerande, där återförsäljarna såg en försämring och investerarna en förbättring.

Kommunikationen fortsatt den främsta styrkan

Riksgäldens kommunikation om upplåningsbehovet och finansieringen låg kvar på 4,4. Generellt är de svarande mycket nöjda både med kommunikationen i stort och särskilt med statsupplåningsrapporterna.

Under 2025 publicerade Riksgälden två rapporter i stället för som tidigare tre, en förändring som var en del i en ny kommunikationsstruktur som aviserades 2024. Där ingick även att öka graden av transparens i planen för utbudet av nominella statsobligationer, en förändring som nästan alla svarande i årets undersökning såg som positiv. De flesta var också positiva eller neutralt inställda till det minskade antalet rapporter per år, medan några lyfte att de önskade tätare uppdateringar.

När det gäller informationen om enskilda skuldinstrument visar resultatet en uppgång för både realobligationer och statsskuldväxlar till 4,1 respektive 4,2. Betyget för nominella obligationer låg kvar på 4,3.

Investerararkontakter viktiga när upplåningen ökar

Både återförsäljarna och investerarna ser Riksgälden som tillgängliga för dialog, även om betyget för direktkontakter sjönk något till 3,6. Av de svenska investerare som svarade på enkäten angav 36 procent att de har regelbunden kontakt med Riksgälden, jämfört med 31 procent 2024. Andelen som inte har regelbunden kontakt men vill ha det låg kvar på 9 procent. Några lyfte att de gärna ser att Riksgälden tar initiativ till fler kontakter för att ta in synpunkter från investerarna.

Under 2025 hade Riksgälden ett 30-tal bilaterala möten med investerare från både Sverige och utlandet. Vi satsade något mer på att träffa utländska investerare mot bakgrund av ett ökat internationellt intresse för svenska statspapper. Återförsäljarna vittnade i enkäten om att de sett ett ökat intresse från såväl nordiska som utomnordiska investerare.

Högre grad av transparens än andra emittenter

Riksgälden står sig fortsatt väl i jämförelse med likvärdiga emittenter såsom andra stater, svenska bostadsinstitut och kommuner. De återförsäljare och investerare som menar att vi skiljer oss från andra emittenter är främst av uppfattningen att vi håller en högre standard. Det gäller både transparens och tillgänglighet.

Riksgälden utbyter löpande kunskap och erfarenheter på möten med kollegor från andra statliga skuldkontor. Bland annat är Riksgäldens upplåningschef vice ordförande i EU Sovereign Debt Markets (ESDM), en underkommitté till EU:s Economic and Financial Committee, och chefen för avdelningen Skuldförvaltning sitter i styrgruppen för Working Party for Debt Management (WPDM) inom OECD.

**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