

Fokusrapport

Risken för oro på statspappersmarknaderna i USA och euroområdet



Författare:

Carl Orelund

Dnr 2025/915

Förord

Riksgälden är statens finansförvaltning och har en nyckelroll i samhällsekonomin. I uppdraget ingår bland annat att vara statens internbank, ta upp lån och förvalta statsskulden samt ge statliga garantier och krediter samt säkerställa finansieringen av kärnavfall. I myndighetens uppdrag att värna den finansiella stabiliteten samverkar Riksgälden med Finansdepartementet, Riksbanken och Finansinspektionen. Riksgäldens ansvar är bland annat att hantera banker i kris liksom att se till att det finns väl fungerande insättningsgaranti och investerarskydd.

I Riksgäldens Fokusrapporter publiceras analyser och genomgångar av en rad olika sakfrågor inom Riksgäldens verksamhetsområden. Syftet är att belysa centrala frågeställningar och ge fördjupad kunskap kring dessa bland såväl Riksgäldens ordinarie målgrupper som bland bredare kretsar. Rapportserien ger också myndighetens medarbetare möjlighet att publicera analyser externt och därmed få värdefulla synpunkter utifrån.

Ambitionen är att öka förståelsen för verksamhetens inriktning liksom att bidra till ökad diskussion. Att Riksgäldens frågor diskuteras är viktigt, inte bara för oss på myndigheten utan också för den samhällsekonomiska debatten.

Karolina Ekholm
Riksgäldsdirektör

Innehållsförteckning

Sammanfattning	4
Inledning	7
Hög offentlig skuldsättning och högre räntor än tidigare	9
Övergripande riskfaktorer	13
Betydande ekonomisk och geopolitisk osäkerhet	13
Mer volatila statspappersmarknader.....	14
Riskbild i USA	17
Stigande skuldkvot som kan bli högre än väntat	17
Närmar sig skulden en övre gräns?	18
Stora emissioner av statsobligationer höjer räntan.....	19
Risker i USA påverkar statspappersmarknader globalt.....	20
Riskbild i euroområdet	22
Stigande skuldkvot i flera länder	22
ECB:s kvantitativa åtstramningar kan medföra ökade räntespreadar	23
Centralbankernas skyddsvallar	25
Sammanfattande slutord	29
Referenser	31

Sammanfattning

Som en av de stabilitetsvårdande myndigheterna följer Riksgälden kontinuerligt olika typer av risker som skulle kunna orsaka störningar i det finansiella systemet. Denna fokusrapport tittar närmare på risken för oro på statspappersmarknaderna i länder som är av central betydelse för det globala finansiella systemet.¹

Den stora offentliga skuldbördan i USA och i flertalet länder i euroområdet i kombination med ett högre ränteläge utgör en risk för den ekonomiska utvecklingen och de finansiella marknaderna. Långsiktigt ohållbara statsfinanser kan leda till oro med snabbt stigande räntor på dessa länders statspappersmarknader som i sin tur kan spridas till det globala finansiella systemet. Mot denna risk ska samtidigt vägas både den amerikanska centralbanken Federal Reserves och Europeiska centralbankens (ECB) erfarenhet av krishantering och de verktyg som kan användas för att hantera effekter av störningar på statspappersmarknaderna.

Bedömare såsom Internationella valutafonden (IMF) pekar på fortsatt stigande offentliga skulder i USA och länder som Frankrike och Italien. IMF:s beräkningar indikerar också att skuldsättningen sannolikt kan bli ännu högre än prognostiserat.

Långsiktigt ohållbara statsfinanser är inte bara en risk i sig utan ökar också sårbarheten för effekter av att andra typer av risker realiserar. Det finns ett antal riskfaktorer som på olika sätt ökar sannolikheten för oro på statspappersmarknaderna i USA och euroområdet.

Omvärldsläget präglas av en hög osäkerhet kopplat till den ekonomiska utvecklingen. Betydande risker är kopplade till den nya amerikanska administrationens politik, bland annat gällande handelsfrågor. Vidare är den geopolitiska risken hög med bland annat det pågående kriget i Ukraina.

¹ Jag vill tacka Erika Färnstrand Damsgaard, Niklas Hjalmarsson, Karolina Ekholm, Mats Lilja och Magnus Thor för noggranna genomläsningar och kommentarer som har lyft innehållet. Jag vill även tacka deltagarna i Riksgäldens vetenskapliga råd, Martin Flodén, Peter Englund, Roine Vestman, Marieke Bos, och i synnerhet Nils Gottfries, för bra diskussion och värdefulla synpunkter. Slutligen vill jag också tacka deltagarna på ett internt seminarium på Riksgälden för bra synpunkter.

Centralbankernas kvantitativa åtstramningar, alltså minskade innehav av värdepapper, medför också nya köpare av statspapper som är mer priskänsliga, vilket kan öka volatiliteten på marknaderna. Vidare finns det indikationer på att de finansiella marknaderna inte har prissatt den höga ekonomiska osäkerheten helt vilket ökar risken för stigande volatilitet på marknaderna.

På alltmer sammanlänkade finansiella marknader kan också finansiell turbulens i USA sprida sig och bland annat destabilisera statspappersmarknaderna i euroområdet. Slutligen kan ECB:s kvantitativa åtstramningar leda till stigande räntespreddar i euroområdet då högt skuldsatta länder successivt behöver låna på normaliserade statspappersmarknader.

Centralbankerna har samtidigt många verktyg att använda för att förebygga och motverka störningar på statspappersmarknaderna och deras följdverkningar. Förutom styrräntesänkningar finns bland annat stående likviditetsfaciliteter och utlåning, vilka kan fungera som en backstop, eller livlina, för institutioner i behov av likvida medel. I samband med tidigare episoder med stress på den amerikanska statspappersmarknaden tillförde exempelvis Federal Reserve likviditet genom utlåning till sina motparter.

Centralbankernas utlåning kan även ske via valutamarknaden, exempelvis genom valutaswappar. Sådana valutaswappar underlättar för utländska aktörer att få tillgång till viktiga reservvalutor, som amerikanska dollar eller euro, vid oro på finansmarknaderna. Federal Reserve och ECB har upprättat swapfaciliteter, både sinsemellan och för andra centralbanker, för tillfällig utlåning av amerikanska dollar eller euro i utbyte mot motpartens valuta.

Ett annat verktyg som centralbankerna kan använda för att hantera oro på statspappersmarknaderna är köp av tillgångar som statsobligationer. Sådana köp motverkar ränteuppgångar och kan även minska osäkerheten genom att signalera riktningen för den framtida stabiliseringspolitiken. Senast under pandemin genomförde både Federal Reserve och ECB omfattande köp av statsobligationer. Vid nya störningar kan exempelvis ECB använda Instrumentet för transmissionsskydd (TPI) för köp av enskilda länders statsobligationer.

Samtidigt innebär en högre inflation än tidigare att centralbankernas möjligheter att främst sänka styrräntorna och köpa statsobligationer

kan vara mer begränsade, då sådana stödåtgärder kan leda till att inflationen blir alltför hög.

Inledning

En egenskap av en av de myndigheter som ansvarar för den finansiella stabiliteten i Sverige ligger det i Riksgäldens intresse att förstå och följa olika risker i det finansiella systemet. Det gäller även risker som kanske inte har en hög sannolikhet att inträffa, men där kostnaderna ändå kan bli stora om de gör det. Som förvaltare av Sveriges statsskuld påverkas även Riksgäldens arbete av utvecklingen på de finansiella marknaderna, och främst på statspappersmarknaden. Sammantaget finns det goda skäl för Riksgälden att analysera risken för oro på viktiga statspappersmarknader som i USA och i euroområdet.²

Den stora offentliga skuldbördan i många ekonomiskt viktiga länder utgör en risk både för den ekonomiska utvecklingen och de finansiella marknaderna. Reinhart och Rogoff (2011) visar exempelvis att det finns ett positivt samband mellan offentlig skuldsättning och sannolikheten för både bankkris och statsfinansiell kris.³ Skuldbördan kan leda till oro och stigande räntor på statspappersmarknaderna, som är av central betydelse för det finansiella systemet. Det kan i sin tur få spridningseffekter globalt. Hög offentlig skuldsättning är heller inte bara en risk i sig utan ökar också sårbarheten för effekter av att andra risker realiserar.⁴

Statspappersmarknaderna utgör en central del i det finansiella systemet i och med att de knyter samman länder som behöver låna för att finansiera sin offentliga verksamhet med långivare. Instrumenten som handlas, såsom statsobligationer, anses vara relativt riskfria och handelsvolymerna är stora. Det har medfört att de är en vanlig komponent i finansiella aktörers portföljer. Köpare av statsobligationer är dessutom ofta globala aktörer. Viktiga aktörer i det finansiella systemet, som banker, äger inte sällan betydande volymer statsobligationer. Många andra typer av finansiella instrument prissätts också med utgångspunkt i exempelvis prissättningen av statsobligationer.

Bank of England lyfter ett flertal kanaler genom vilka oro på statspappersmarknaderna globalt, med stigande räntor och därmed fallande obligationspriser, kan påverka den finansiella stabiliteten i enskilda länder. Stigande statsobligationsräntor kan bland annat försämra lånevillkoren för hushåll och företag, exempelvis genom högre lånekostnader. Ökad volatilitet på statspappersmarknaderna kan också leda till att högt belånade marknadsaktörer som hedgefonder kan få problem, med spridningseffekter som följd. Oro på

² I sammanhanget bör nämnas att den svenska statsskulden är låg, både ur ett historiskt och internationellt perspektiv. Således är risken liten att de svenska offentliga finanserna på ett direkt sätt drabbas av oro på statspappersmarknaderna.

³ Se även Kose m.fl. (2021) som visar att trendmässigt ökad skuldsättning också kan öka sannolikheten för statsfinansiell kris eller bredare finansiell kris.

⁴ Risken kopplat till hög offentlig skuldsättning lyfts exempelvis av IMF, Bank of England och ECB i deras senaste stabilitetsbedömningar. Se Global Financial Stability Report, October 2025, IMF; Financial Stability Report, July 2025, Bank of England samt Financial Stability Review, May 2025, ECB.

statspappersmarknaderna kan även försvåra staters möjligheter att agera för att motverka framtida ekonomiska störningar. Slutligen kan oro medföra kapitalutflöden via utländska investerare.⁵

Oro på stora statspappersmarknader som i USA och i euroområdet skulle alltså kunna skapa omfattande störningar i det globala finansiella systemet med realekonomiska konsekvenser. Stater, banker, och i förlängningen hushåll och företag kan få problem att finansiera sig.

Samtidigt har centralbankerna utvecklat ett flertal verktyg för att kunna förebygga och hantera störningar på de finansiella marknaderna.

Syftet med denna fokusrapport är att redogöra för de huvudsakliga faktorer som påverkar risken för oro på statspappersmarknaderna i USA och euroområdet. Detta för att ge en bättre bild av hur stor risken är samt vilka skeenden som är relevanta att följa ur ett stabilitetssperspektiv. Målet med rapporten är inte att beskriva länders offentligfinansiella utsikter i detalj, utan det görs enbart på ett övergripande sätt för sammanhangets skull. Rapporten redogör heller inte för några detaljerade krisförlopp och följdverkningar för det finansiella systemet i stort, eller för Sverige. Slutligen, att göra en mer precis bedömning av hur stora riskerna för oro är ligger utanför ramen för denna rapport.

Fokusrapporten inleds med en beskrivning av utgångspunkten för problematiken, nämligen en trendmässigt hög och stigande offentlig skuldsättning i USA och euroområdet. Därefter redogörs för ett antal riskfaktorer av mer global natur som ökar sannolikheten för oro på statspappersmarknaderna. Sedan följer en beskrivning av riskbilderna i USA respektive euroområdet, med fokus på Internationella valutafondens (IMF) lägesbedömningar. Rapporten avslutas med en genomgång av centralbankernas verktyg för att motverka effekterna av oro på statspappersmarknaderna, samt några sammanfattande slutord.

⁵ Se Financial Stability Report, November 2024, och July 2025, Bank of England.

Hög offentlig skuldsättning och högre räntor än tidigare

Grundproblemet bakom risken för oro på statspappersmarknaderna, som är välbekant, är den höga offentliga skuldsättningen i USA och ett flertal länder i euroområdet; se diagram 1. Inom makroekonomisk teori beskrivs förändringen av skuldkvoten, Δb , enligt följande approximation:

$$\Delta b = d_t + (r - g)b_{(t-1)}, \quad (1)$$

där b är offentlig skuld i förhållande till BNP, d är primärt underskott i förhållande till BNP, r är realräntan på skulden, g är real BNP-tillväxt och t anger tidpunkt.⁶

Ekvation 1 visar ett viktigt förhållande gällande skuldkvotens utveckling; nämligen att om realräntan är lägre än den reala BNP-tillväxten, alltså $(r - g) < 0$, och budgeten samtidigt är i balans, $d = 0$, så sjunker skuldkvoten. Men trots en lägre realränta än tillväxt under flera årtionden så har skuldkvoterna generellt ökat.⁷ Förklaringen till det är i flera fall strukturella problem i form av varaktiga primära budgetunderskott; se diagram 2.^{8,9} Perioden med låga realräntor efter den globala finanskrisen har exempelvis inneburit att behovet att hantera underskotten och de allt högre skuldkvoterna har varit litet.

⁶ Se exempelvis <https://www.core-econ.org/insights/public-debt/text/01.html#find-out-more-derivation-of-the-basic-equation-for-debt-dynamics>.

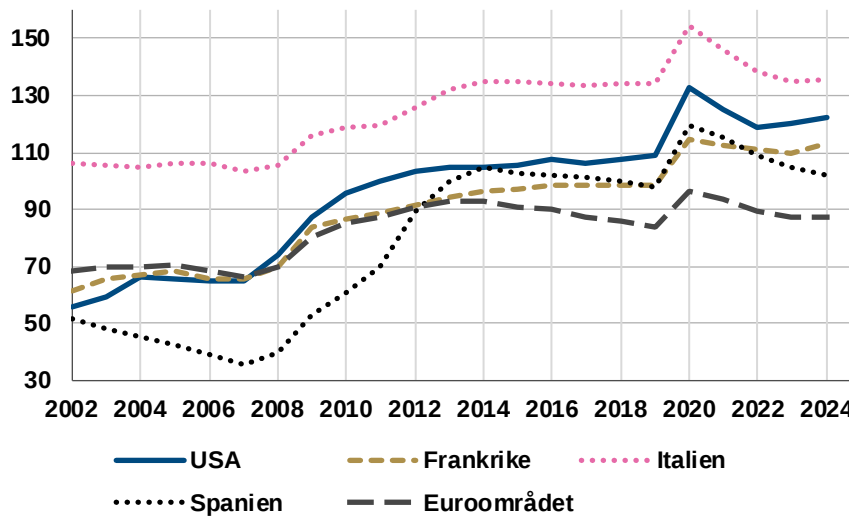
⁷ Se Rogoff (2020).

⁸ Primärsaldo är nettot av offentliga inkomster och utgifter (budgetsaldo) exklusive räntebetalningar och nettoutlåning. Det är förenklat differensen mellan skatteinkomster och myndigheters utgifter. Primärsaldot visar budgetsaldots underliggande utveckling

⁹ Gällande Italien är det inte lika tydligt att det är primära budgetunderskott som bidragit till den höga skuldkvoten. Här finns förklaringen snarare i höga räntebetalningar på statsskulden och en låg tillväxt, alltså en relativt sett högre $(r - g)$.

Diagram 1 Bruttoskuld i offentlig sektor

Andel av BNP, procent

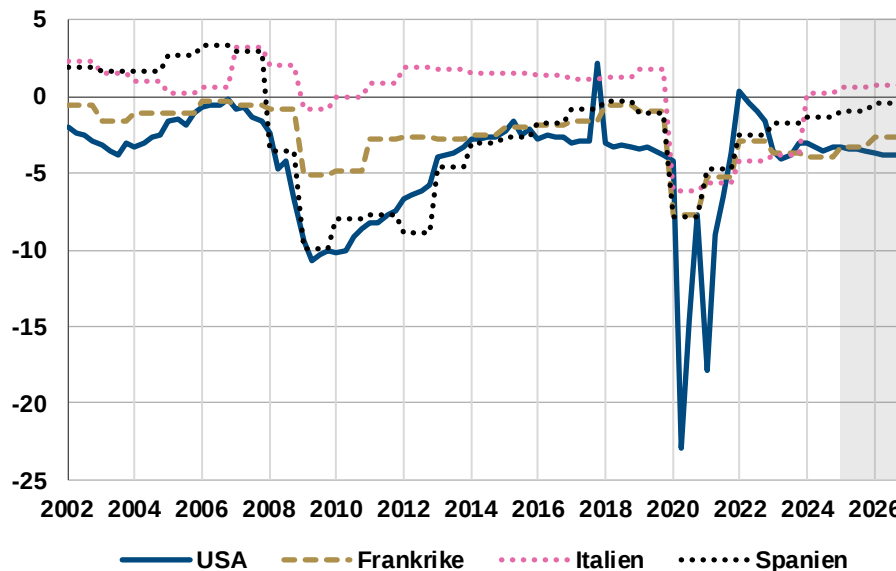


Anm. Med bruttoskuld avses att finansiella tillgångar inte är avräknade från skulden.

Källa: IMF.

Diagram 2 Primärsaldo i offentlig sektor enligt OECD

Andel av BNP, procent



Anm. Primärsaldo är nettot av offentliga inkomster och utgifter (budgetsaldo) exklusive räntebetalningar och nettoutlåning. Prognoser är från OECD Economic Outlook, June 2025. För Frankrike, Italien och Spanien visas årsdata på kvartalsfrekvens.

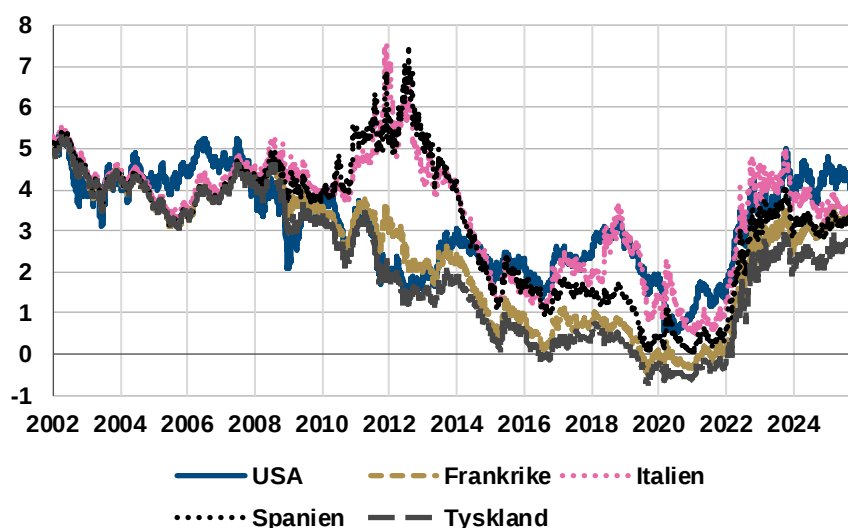
Källa: OECD.

De finanspolitiska åtgärder som vidtogs på grund av pandemin och energikrisen i samband med Rysslands invasion av Ukraina, med stigande underskott som följd, har bidragit till att höja skuldkvoterna under de senaste åren. Det tycks som om särskilt pandemin medfört en nivåökning av skuldsättningen i flera länder.¹⁰

I och med energikrisen och den snabbt stigande inflationen i samband med Rysslands invasion av Ukraina 2022 steg räntorna snabbt. Även om de sjunkit något sedan dess så är vi i ett läge där statsobligationsräntorna i flera högt skuldsatta länder, även realt, är högre än tidigare; se diagram 3 och 4. Successivt ökande räntekostnader för de offentliga skulderna ökar nu trycket på de offentliga finanserna, och förvärrar en skuldutveckling som redan i utgångsläget sannolikt var ohållbar på längre sikt.¹¹ Det ökar i sig risken för oro på statspappersmarknaderna med stigande marknadsräntor som följd. Men de höga skuldbördorna gör också statspappersmarknaderna mer sårbara för effekter av att andra risker realiserar.¹² Några av de riskerna är av mer övergripande karaktär.

Diagram 3 Räntor, statsobligationer, 10 års löptid

Procent



Källor: US Department of the Treasury och Macrobond.

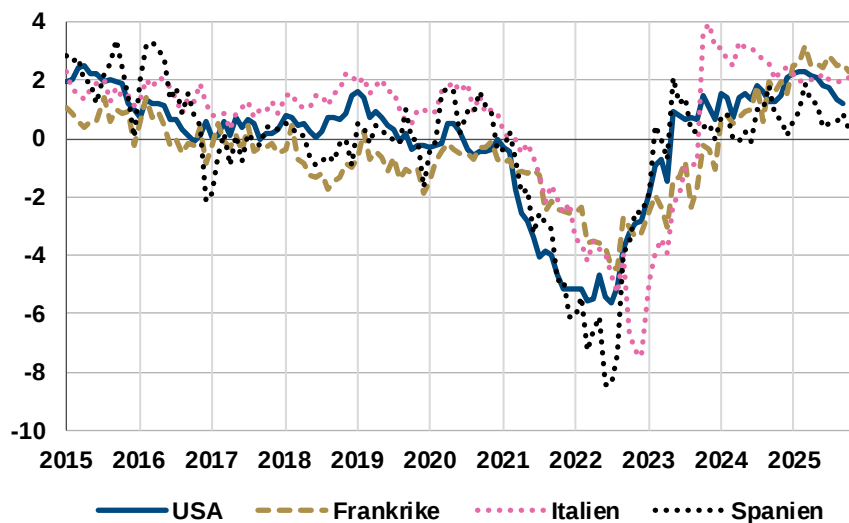
¹⁰ Se Armendariz med flera (2024).

¹¹ Se exempelvis Financial Report of the United States Government. Fiscal Year 2024, U.S. Department of the Treasury.

¹² Något som exempelvis Storbritannien fick erfara i samband med lanseringen av ofinansierade skattesänkningar i den så kallade mini-budgeten i september 2022. Den påföljande marknadsturbulensen medförde i förlängningen att premiärminister Liz Truss fick avgå.

Diagram 4 Realräntor för statsobligationer med 10 års löptid, approximation

Procent



Anm. Realräntan är approximerad som differensen mellan nominell statsobligationsränta och inflation för respektive land.

Källor: Macrobond, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), French National Institute of Statistics & Economic Studies (INSEE), Italian National Institute of Statistics (Istat), Spanish National Statistics Institute (INE) och Riksgälden.

Övergripande riskfaktorer

Betydande ekonomisk och geopolitisk osäkerhet

Både den ekonomiska och geopolitiska osäkerheten i världen är betydande. Över hälften av världens befolkning valde nya regeringar 2024, vilket har genererat en osäkerhet gällande allt från finanspolitik till handels- och utrikespolitik.¹³

En betydande del av osäkerheten hänger samman med den politik som den nya amerikanska administrationen för, vilken präglas av stora och oförutsägbara förändringar som har genererat oro på de globala finansiella marknaderna, och på den amerikanska statspappersmarknaden. Den nya amerikanska politiken har bland annat inneburit kraftigt höjda amerikanska importtullar, och svarstullar från andra länder. Handelsspänningarna är tidvis stora, och präglas av en ihållande osäkerhet då den amerikanska administrationen kontinuerligt gör nya utspel och sällan ser förhandlingar som avslutade. Minskad handel är tillväxthämmande och skulle försämra utsikterna för skuldsatta länder.

Vidare försöker den amerikanska administrationen även påverka den amerikanska centralbanken Federal Reserves penningpolitik, och på så sätt minska dess oberoende. I förlängningen riskerar detta att skada förtroendet för inflationsmålet, synen på amerikanska statspapper som en säker tillgång och dollarns status som världens reservvaluta.

Den förhöjda osäkerheten är också en följd av pågående militära konflikter.¹⁴ De geopolitiska riskerna i världen är på en hög nivå i ett historiskt perspektiv; se diagram 5. Betydande risker med globala konsekvenser är kopplade till eskalerad geopolitisk oro. Främst kriget mellan Ryssland och Ukraina, men även den instabila situationen i Mellanöstern, skulle kunna ta vändningar som bland annat kan resultera i snabbt stigande energipriser och riskpremier på de finansiella marknaderna. Även en upptrappning i spänningarna mellan Kina, Taiwan och USA skulle kunna medföra stigande inflation och riskpremier. Sådana scenarier skulle sannolikt leda till högre realräntor och försämrad tillväxt, och därmed öka pressen på högt belånade länder.

Internationella valutafonden (IMF) bedömer att de offentliga skulderna på global nivå kommer fortsätta att stiga. De menar även att det finns goda skäl att tro att de dessutom kan bli högre än vad prognoserna säger. Under de senaste årtiondena har den finanspolitiska diskussionen i ökande grad kommit att präglas av initiativ som medför högre offentliga utgifter. Osäkerheten kring finanspolitiken har också ökat och rent politiskt har det blivit svårare att genomföra skattehöjningar.¹⁵

¹³ Se Global Financial Stability Report, October 2024 samt October 2025, IMF.

¹⁴ Se Global Financial Stability Report, October 2024 samt April 2025, IMF.

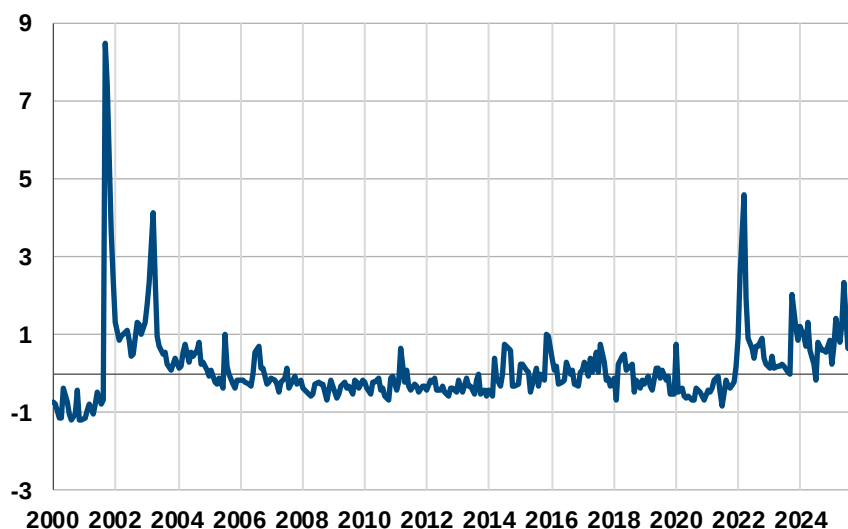
¹⁵ Se Fiscal Monitor, October 2024 samt April 2025, IMF.

På medellång till lång sikt finns också tydliga offentligfinansiella risker kopplat till ökade utgifter för försvar, klimatförändringar, digitalisering och en åldrande befolkning, vilket kan öka underskotten ytterligare.¹⁶

Därtill finns riskfaktorer som på olika sätt hänger ihop med volatiliteten på statspappersmarknaderna.

Diagram 5 Geopolitisk risk i världen, index

Normaliserade värden, standardavvikelser



Anm. Caldara och Iacoviello's geopolitiska riskindex (GPR index) utgår ifrån automatiska textsökningar i 10 nyhetstidningar: Chicago Tribune, The Daily Telegraph, Financial Times, The Globe and Mail, The Guardian, The Los Angeles Times, The New York Times, USA Today, The Wall Street Journal och The Washington Post. Indexet baseras sedan på andelen artiklar som berör negativa geopolitiska händelser som krigshot, militär upprustning, kärnvapenhot etc. Riksgälden har i sin tur normaliserat det geopolitiska indexet. Det innebär att serien tolkas i termer av historiska standardavvikelser, där noll motsvarar ett historiskt genomsnittligt värde.

Källor: Matteo Iacoviello och Riksgälden.

Mer volatila statspappersmarknader

Centralbankerna har de senaste åren gradvis minskat sina balansräkningar efter de omfattande stödåtgärder, i form av bland annat köp av statsobligationer, som har genomförts; se diagram 6. Centralbankernas utträde som köpare av statsobligationer medför att andra kategorier av köpare tar deras plats. Enligt IMF är dessa köpare mer priskänsliga och känsliga för statsfinansers hållbarhet.¹⁷

¹⁶ Se Fiscal Monitor, October 2024 samt April 2025, IMF, Financial Stability Review, May 2025, ECB och Armendariz med flera (2024).

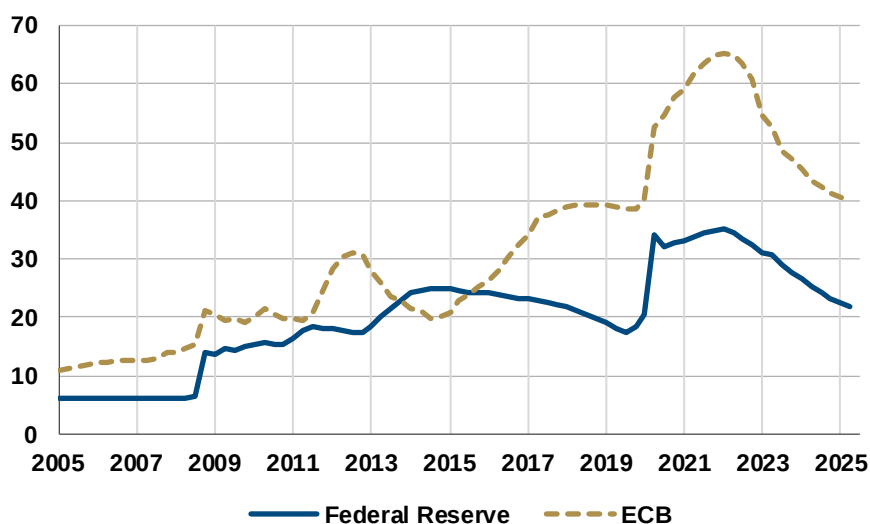
¹⁷ Se Global Financial Stability Report, April 2024 samt October 2025, IMF.

I USA är kapitalförvaltare och hedgefonder stora köpare. Hedgefonderna ägnar sig bland annat åt *basis trade* i statsobligationer, vilket innebär att de utnyttjar små prisskillnader mellan statsobligationer och terminskontrakt i motsvarande statsobligationer för att göra nästan riskfria vinster. Hedgefondernas affärer kännetecknas ofta av hög belåningsgrad, vilket medför att positionerna är känsliga för volatilitet på statspappersmarknaden.¹⁸ I euroområdet tycks bland annat banker, andra finansiella institutioner och utländska investerare ha ersatt Europeiska centralbanken (ECB) som köpare av statsobligationer.¹⁹ Sammantaget talar priskänsligare köpare för en risk för ökad volatilitet på statspappersmarknaderna. Mer volatila obligationsmarknader kan göra det svårare för i synnerhet högt skuldsatta länder att hantera sin statsskuld, genom exempelvis högre riskpremier och räntor.^{20, 21}

Centralbankernas minskade balansräkningar bidrar också till att pressa upp räntorna. Högre räntor försämrar den offentligfinansiella situationen för högt skuldsatta länder.

Diagram 6 Centralbankers tillgångar

Andel av BNP, procent



Källor: Federal Reserve, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), ECB, Eurostat och Riksgälden.

I samband med att räntehöjningscykeln inleddes 2022, till följd av stigande inflation, så har volatiliteten på statsobligationsmarknaderna generellt ökat från de tidigare historiskt låga nivåerna; se diagram 7. Det har sannolikt att göra med flera

¹⁸ Se Global Financial Stability Report, April 2024, IMF samt mer om basis trade i Fransson och Orelund (2024).

¹⁹ Se Financial Stability Review, November 2023, ECB.

²⁰ Se Global Financial Stability Report, April 2024 samt April 2025, IMF.

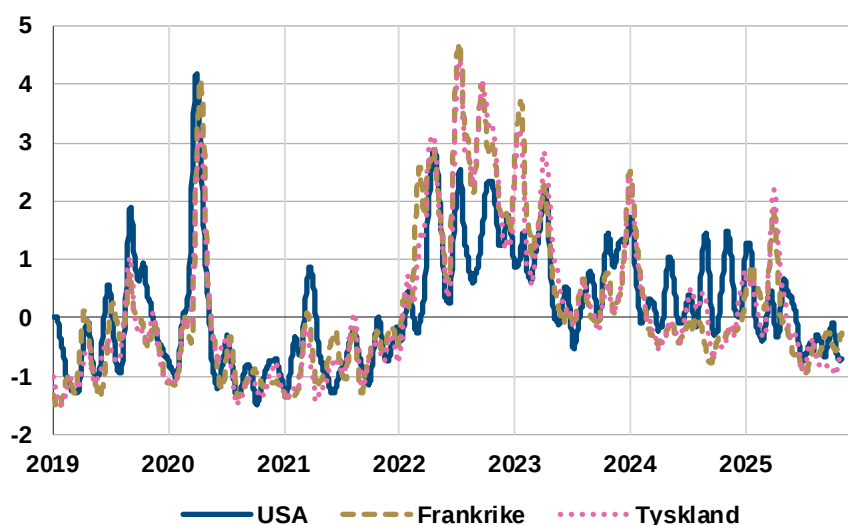
²¹ Se även Financial Stability Review, November 2024, ECB.

faktorer, däribland en gradvis försämrade likviditet på statsobligationsmarknaderna under flera års tid, där centralbankernas omfattande köp av statsobligationer sannolikt har påverkat. Även om det finns tecken på att likviditeten har förbättrats så är den sannolikt fortfarande sämre än tidigare. En i grunden mer volatil marknad ökar risken för större störningar, om något skulle hända. Under det senaste året har volatiliteten tenderat att vara högre i USA än i Europa.

IMF har pekat på att risken för plötsligt stigande volatilitet och kraftiga priskorrigeringar på tillgångsmarknaderna har ökat. Det har att göra med att volatiliteten på tillgångsmarknaderna har varit förhållandevis låg trots den höga osäkerheten, och att denna diskrepans har ökat över tid. Bortsett från den temporära perioden med ökad volatilitet i samband med den amerikanska administrationens offentliggörande av tullnivåer i april, består diskrepansen mellan hög osäkerhet och låg volatilitet. Även aktievärderingarna är återigen höga.²² Detta förhållande indikerar att de finansiella marknaderna inte har prissatt den ekonomiska och politiska osäkerheten fullt ut. Det här är något som även kan påverka statspappersmarknaderna.

Diagram 7 Volatilitet, statsobligationer med 10 års löptid

Normaliserade värden, standardavvikelse



Anm. Volatiliteten beräknas som standardavvikelsen under en 21-dagarsperiod för obligationens avkastning. Volatiliteten utjämnas sedan som ett rullande månadsgenomsnitt. Den utjämnade serien är slutligen normaliserad. Det innebär att serien tolkas i termer av historiska standardavvikelse, där noll motsvarar ett historiskt genomsnittligt värde.

Källor: US Department of the Treasury, Macrobond och Riksgälden.

²² Se Global Financial Stability Report, Oktober 2024 samt även relaterat Global Financial Stability Report, April 2025 samt Oktober 2025, IMF.

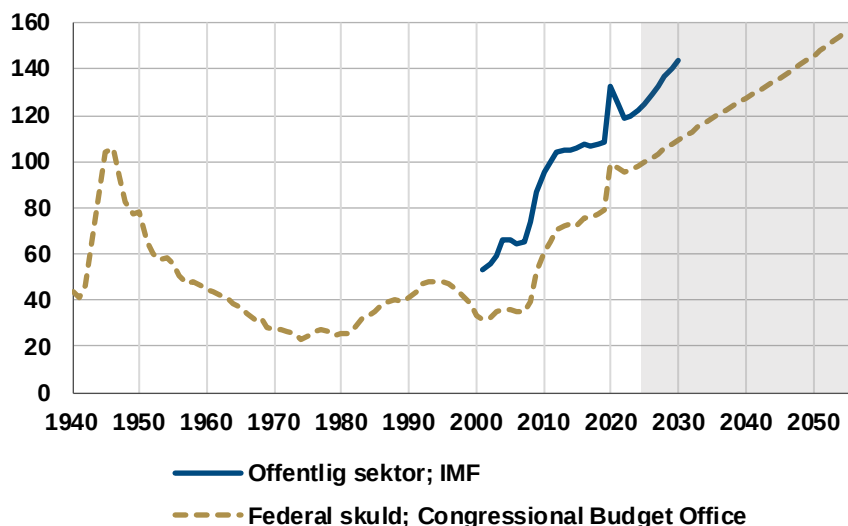
Riskbild i USA

Stigande skuldkvot som kan bli högre än väntat

För USA:s del bedömer IMF att skuldkvoten fortsätter att stiga. Även exempelvis The Congressional Budget Office (CBO), som är den myndighet som tillhandahåller USA:s kongress med finansiell information, bedömer att statsskulden stiger. CBO prognostiserar att statsskulden, alltså den *federala skulden*, mot slutet av detta årtionde passerar de nivåer som uppnåddes under andra världskriget, på 106 procent av BNP; se diagram 8.²³ Enligt IMF så är en alltmer negativ spread mellan swapräntan och räntan på statsobligationer, båda med 30 års löptider, ett tecken på att marknadsaktörerna ser en tilltagande kreditrisk för USA.^{24, 25}

Diagram 8 Skuldmått i USA

Andel av BNP, procent



Anm. IMF:s data avser bruttoskulden i offentlig sektor (alltså både den federala skulden och delstaternas skulder), medan Congressional Budget Office:s (CBO) data avser enbart den federala skulden. Med bruttoskuld avses att finansiella tillgångar inte är avräknade från skulden. IMF:s prognoser är från Fiscal Monitor, October 2025. Prognoser avser 2025 och framåt.

Källor: IMF och CBO.

²³ Resonemangen i denna fokusrapport avser generellt skuld för hela den offentliga sektorn. Men just denna siffra för USA avser enbart den federala skulden. Se vidare The Long-Term Budget Outlook: 2025 to 2055, CBO (2025). Delstaternas skuld i förhållande till BNP har sjunkit gradvis sedan 2010 och bedöms uppgå till ca 25 procent 2024. Det är alltså den federala skulden som driver den stigande skuldkvoten i offentlig sektor i USA.

²⁴ Räntan på statsobligationer är alltså högre än swapräntan, och skillnaden ökar.

²⁵ Se Global Financial Stability Report, October 2025, IMF.

Till detta ska läggas att det enligt IMF tycks finnas en optimistisk bias i prognoser över skuldutvecklingen.²⁶ Prognoserna tenderar att systematiskt underskatta skuldnivåerna. IMF beräknar att faktiska skuldkvoter på tre års sikt i genomsnitt är 6 procentenheter högre än förväntat, baserat på data för ett större antal länder.²⁷

IMF genomför även känslighetsanalyser av prognoserna över skuldutvecklingen. En ny metodik som kallas *debt-at-risk* används. Debt-at-risk definieras som nivån på framtida skuldkvot i ett väldigt negativt scenario. Modellen tar hänsyn till både ekonomiska, finansiella och politiska faktorer för att beräkna en sannolikhetsfördelning för skuldkvoten. Global debt-at-risk beräknas vara nära 20 procentenheter av BNP högre 2027 än i IMF:s huvudscenario i april 2025. Sannolikhetsfördelningen för skuldkvoten visar att det är troligare med extrema utfall som är höga snarare än låga. Denna snedfördelning är lika stor som under den globala finanskrisen, vilket har att göra med dagens höga skuldkvoter. Debt-at-risk varierar mellan länder. För systemviktiga utvecklade länder som USA, där primära underskott driver debt-at-risk, är nivån högre.²⁸

I USA finns även den fortsatta risken för politiska låsningar kring den federala budgeten. En infekterad fråga är exempelvis det så kallade skuldtaket, alltså gränsen för hur mycket USA får låna. Historiskt har skuldtaket, som beslutas av den amerikanska kongressen, återkommande höjts efter ofta intensiva förhandlingar mellan kongressledamöterna. I juli 2025 höjdes skuldtaket kraftigt, med 5 000 miljarder dollar, vilket sannolikt gör att det dröjer något år innan just denna fråga aktualiseras igen.²⁹

Vidare får osäkerheten kopplad till den nya amerikanska administrationens politik och dess finanspolitiska effekter anses vara betydande. Enligt administrationen är tanken att de stora skattesänkningarna ska finansieras genom tullintäkter och minskade offentliga utgifter inom vissa områden. En tydlig risk är att tullintäkterna blir lägre än väntat, och att de dessutom medför en försämrad tillväxt, vilket kommer att tynga den statsfinansiella utvecklingen.

Närmar sig skulden en övre gräns?

Trots den höga skuldkvoten i USA anses amerikanska statspapper vara säkra. Det har att göra med amerikanska statspappers roll som global säker tillgång och den amerikanska dollarns roll som reservvaluta. Dessa egenskaper medför att den amerikanska skuldkvoten kan vara högre än vad som annars hade varit fallet. Detta då USA betalar lägre ränta på sina statspapper samtidigt som de erhåller seigniorage³⁰ från ett stort utländskt innehav av dollar i kontanter. Choi med flera

²⁶ Studien är baserad på prognoser gjorda av IMF samt Economist Intelligence Unit under perioden 1995-2020.

²⁷ Se Fiscal Monitor, October 2024, IMF.

²⁸ Se Fiscal Monitor, October 2024 samt April 2025, IMF.

²⁹ Se Belz med flera (2025) samt Reiter (2025).

³⁰ Den vinst en stat kan göra då avkastningen på behållningen vid utgivning av sedlar och mynt överstiger kostnaden att producera dem.

(2024) beräknar att dessa egenskaper ökar den maximala hållbara offentliga skulden med 22 procent av BNP.³¹

Gokhale och Smetters (2023) beräknar att taket för den *federala skulden* i förhållande till BNP, under gynnsamma antaganden, är 200 procent. De menar att med nuvarande policy har USA ungefär 20 år på sig att vidta åtgärder för att undvika detta tak. Efter denna punkt kan inga skattehöjningar eller nedskärningar i utgifter förhindra att USA tvingas ställa in betalningarna på statsskulden. Beräkningen baseras på antagandet att finansiella marknader räknar med att det under denna 20-årsperiod kommer att göras budgetförändringar som vänder utvecklingen. Skulle marknaderna sluta tro på det, så är tidsfönstret betydligt mindre. Gokhale och Smetters menar att en rimligare gräns för hur stor den federala skulden kan bli snarare är 175 procent.

Även Bureau of the Fiscal Service, som tillhör USA:s finansdepartement, pekar på att nuvarande finanspolitik är ohållbar; med en kontinuerligt stigande *federal skuld*, som beräknas överstiga 200 procent av BNP om ca 20 år, och nå 535 procent om 75 år.³²

Jiang med flera (2024) menar att marknadsvärdet på den *federala skulden* kan beräknas genom en tillgångsprissättningsmodell baserat på statens betalningsförmåga. Modellen diskonterar skattningar av framtida budgetöverskott och -underskott med en riskpremie motsvarande aktie- och obligationsprissättning. På detta sätt beräknar författarna att värdet på den amerikanska statsskulden är negativt som en följd av fortlöpande underskott. Värdet uppskattas vara -600 procent av BNP 2020. Vid samma tidpunkt värderade marknaden skulden till ca 100 procent av BNP. En möjlig tolkning av detta resultat är att statsskulden är kraftigt övervärderad, då statens möjligheter att återbetala den synes vara små.³³

³⁴

Stora emissioner av statsobligationer höjer räntan

I USA förväntas stora emissioner av statsobligationer under kommande år som verkar för högre räntor. Emissionerna drivs av både primära budgetunderskott, högre räntebetalningar på statsskulden samt obligationsförfall som behöver refinansieras.³⁵

³¹ Choi med flera (2024).

³² Financial Report of the United States Government. Fiscal Year 2024, U.S. Department of the Treasury.

³³ Se även Öberg (2024); <https://ekonomistas.se/2024/09/30/en-bubbla-sju-ganger-storre-an-usas-bnp/#comments>.

³⁴ En enkätundersökning bland amerikanska forskare, akademiker och marknadsaktörer, som utförs av Federal Reserve Bank of New York, indikerar att en av de största riskerna mot den finansiella stabiliteten i USA bedöms vara landets offentliga skuldbörda. Hösten 2024 lyfte flest respondenter denna risk, medan det i samband med vårens tullturbulens bedömdes vara den tredje största risken. Se vidare Financial Stability Report, November 2024 samt April 2025, Federal Reserve.

³⁵ Se Global Financial Stability Report, April 2024 samt April 2025, IMF.

Federal Reserves kvantitativa åtstramningar, som diskuterats tidigare, innebär inte bara att räntor på statsobligationer med längre löptid påverkas. Även kortare räntor påverkas. Åtstramningarna minskar nämligen likviditeten i systemet och bankers reserver hos centralbanken. Det kan öka bankernas kortsiktiga finansieringskostnader, vilket i förlängningen kan försämra hedgefonders möjligheter att finansiera sina köp av statsobligationer via repoavtal i samband med basis trade. Försämrade lånefinansiering för hedgefonderna kan i sin tur leda till snabb avveckling av långa positioner i statsobligationer med ökad volatilitet på statspappersmarknaden som följd.³⁶ I skrivande stund har Federal Reserve också beslutat att avbryta sina åtstramningar och bibehålla storleken på balansräkningen till följd av tecken på bristande likviditet på interbankmarknaden och stigande korta räntor.

På samma tema pekar IMF på att de primära återförsäljarna på den amerikanska statspappersmarknaden, som är viktiga intermediärer vid affärer, har börjat få svårt att hantera affärsvolymerna, särskilt vid turbulens. Det hänger samman med att den amerikanska statspappersmarknaden har växt betydligt snabbare än återförsäljarna. Marknaden är idag omkring fem gånger så stor som återförsäljarnas balansomsättning. Utvecklingen har bland annat medfört att den premie som återförsäljarna begär för att finansiera kundernas köp av statspapper har blivit känsligare för volymen statspapper som emitteras. Att återförsäljarna når sin kapacitetsgräns innebär en försämrade marknadslikviditet.³⁷ Turbulens på statspappersmarknaden kan förstärkas av bristande marknadslikviditet.³⁸

Risker i USA påverkar statspappersmarknader globalt

IMF pekar på att statsobligationsräntor har en stor betydelse för risken att skuldkvoterna blir högre än prognostiserat. Statsobligationsräntor uppvisar en ökande grad av samvariation mellan länder. Empiriska resultat visar att globala faktorer spelar en viktig roll för variationen i statsobligationsräntor. Viktiga bakomliggande drivkrafter bedöms vara: global och amerikansk finansiell volatilitet, inkluderande volatilitet i amerikanska statspappersräntor; osäkerhet kring amerikansk finans- och penningpolitik; och, i lägre utsträckning, geopolitiska risker. Dessa samband indikerar alltmer integrerade kapitalmarknader, där globala investerare spelar en viktig roll liksom påverkan från systemviktiga länder som exempelvis USA. Resultaten pekar på att hög skuldsättning och osäkerhet kring finans- och penningpolitik i systemviktiga länder kan påverka andra länders statspappersräntor och risken förknippad med skuldsättning.³⁹

IMF har också analyserat hur stora effekterna av ränteförändringar i USA blir på räntor i omvärlden. Beräkningarna visar att en tillfällig höjning av den långa

³⁶ Se Global Financial Stability Report, April 2024, IMF.

³⁷ Se Duffie med flera (2023).

³⁸ Se Global Financial Stability Report, April 2025, IMF.

³⁹ Se Fiscal Monitor, October 2024, IMF.

statsobligationsräntan i USA på en procentenhet medför en långsiktig höjning av motsvarande räntor i utvecklade ekonomier på drygt 0,8 procentenheter.⁴⁰

⁴⁰ Se Fiscal Monitor, April 2024, IMF.

Riskbild i euroområdet

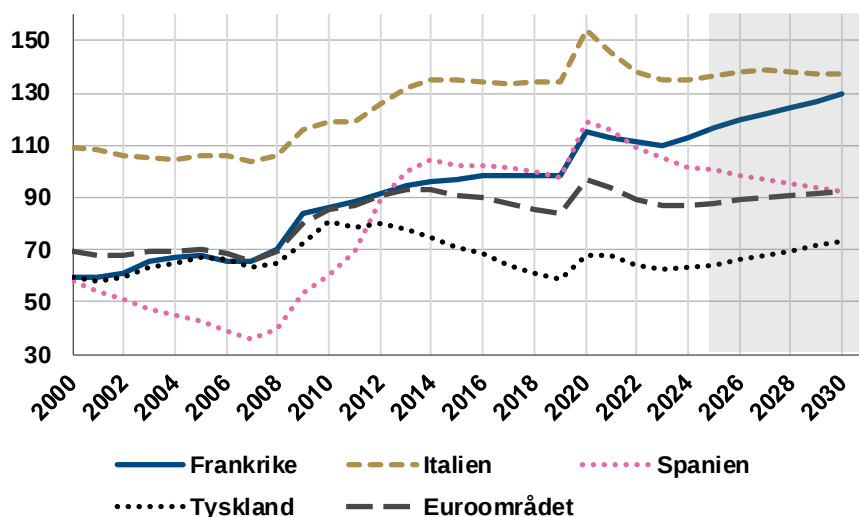
Stigande skuldkvot i flera länder

Skuldkvoten i euroområdet som helhet kommer enligt IMF:s prognoser att stiga, men skuldutvecklingen skiljer sig åt mellan länderna. Frankrikes skuldkvot bedöms stiga tydligt, medan Italien uppvisar en mer modest ökning. Efter Tysklands historiska beslut i mars 2025 om ökade försvars- och infrastruktursatsningar bedöms även den tyska skuldkvoten stiga framöver, om än från låga nivåer. Spanien, å andra sidan, bedöms uppvisa en sjunkande skuldkvot; se diagram 9. ECB pekar på de primära budgetunderskotten som en viktig förklaring till fortsatt höga skuldnivåer i euroområdet.⁴¹

Även Europa präglas av politisk osäkerhet. I Frankrike råder betydande politisk splittring i parlamentet efter ett trendmässigt ökat stöd för ytterkantspartier, vilket gör det svårt för regeringen att bland annat genomföra nödvändiga reformer för att minska underskotten. Det sker återkommande misstroendeomröstningar gentemot sittande regering. I slutet av 2024 föll den då sittande regeringen. Även Tyskland präglas av politisk splittring, med ett ökat väljarstöd för ytterkantspartier. I skrivande stund är räntespreadarna mot Tyskland i länder såsom Italien och Spanien förhållandevis låga. Men Frankrike har efter utlysningen av nyvalet till parlamentet i juni förra året fått se sina obligationsräntor stiga relativt Tyskland; se diagram 10. Räntespreadarna i Frankrike och Italien är på ungefär samma nivå.

Diagram 9 Bruttoskuld i offentlig sektor enligt IMF, europeiska länder

Andel av BNP, procent



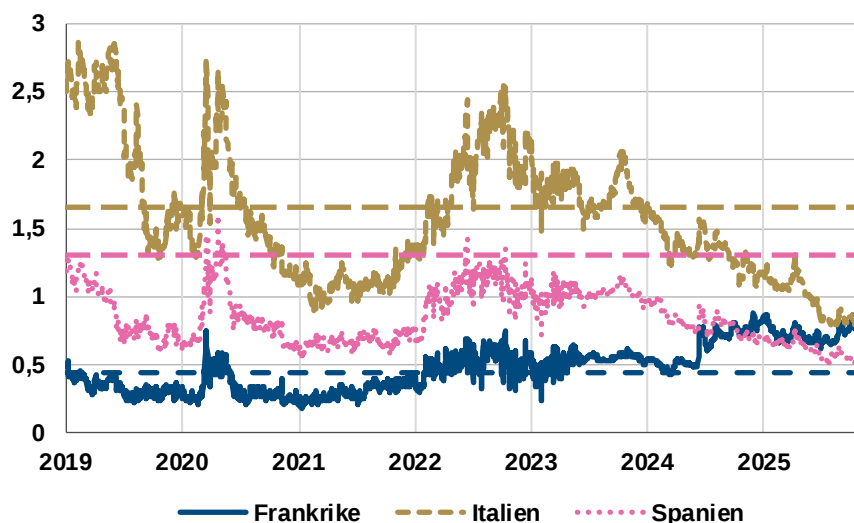
Anm. Med bruttoskuld avses att finansiella tillgångar inte är avräknade från skulden. Prognoser är från Fiscal Monitor, October 2025, och avser 2025–2030.

Källa: IMF.

⁴¹ Se Financial Stability Review, November 2024, ECB.

Diagram 10 Räntespreddar, statsobligationer med 10 års löptid

Skillnad i ränta mot Tyskland, procentenheter



Anm. Streckade linjer avser historiska genomsnitt sedan 2007 för respektive land.

Källor: Macrobond och Riksgälden.

Armendariz med flera (2024) använder en modell för att skatta sannolikheten för att skuldkvoten i europeiska länder inte ska stabiliseras på medellång sikt, eller fem år. Efter pandemin och energikrisen har denna sannolikhet ökat i tre fjärdedelar av de europeiska länderna, och i synnerhet i några av de större ekonomierna. De största riskerna för att skuldkvoterna inte ska kunna stabiliseras är oväntat svag utveckling av primärsaldon och en låg BNP-tillväxt.

Ökade försvars- och infrastruktursatsningar innebär ju också betydande emissioner av statsobligationer i euroområdet framöver. Tillsammans med ECB:s minskade innehav av statsobligationer kommer detta att höja räntenivåerna, allt annat lika, då privata investerare behöver absorbera en allt större obligationsvolym.⁴²

ECB:s kvantitativa åtstramningar kan medföra ökade räntespreddar

Europeiska centralbankens program för tillgångsköp har enligt Armendariz med flera (2024) medfört att både räntespreddar mellan länder och löptidspremier har hållits låga.⁴³ Det har gjort att europeiska länder har emitterat obligationer på längre löptider, och ökat skuldens duration. På så sätt har de minskat den kortsiktiga likviditetsrisken när de primära budgetunderskotten har fortsatt.⁴⁴ Det

⁴² Se Global Financial Stability Report, April 2025, IMF och Financial Stability Review, May 2025, ECB.

⁴³ Se även Jirasavetakul (2023).

⁴⁴ Se även Financial Stability Review, November 2023, ECB.

tycks även vara så att högt skuldsatta länder har passat på att ta höjd för kommande finansieringsbehov genom lån med längre löptider för att dra nytta av de temporärt förmånliga lånevillkoren.⁴⁵

När nu kvantitativa åtstramningar pågår och marknadsförhållandena normaliseras är det troligt att räntespreadarna, liksom löptidspremierna, återigen kommer att öka. I synnerhet högt skuldsatta länder kan därför komma att få problem när lån så småningom ska refinansieras.⁴⁶ Exempelvis kan ECB:s minskning av sitt stora innehav av italienska statsobligationer, i kombination med Italiens stora skuld, skapa problem för deras möjligheter till marknadsupplåning.⁴⁷

Stigande räntespreadar kan leda till en självförstärkande ökning av spreadar i högt skuldsatta länder, något som kallas *fragmentering*. I samband med skuldkrisen i euroområdet började exempelvis prissättningen av enskilda länders obligationer drivas av spekulatör, istället för fundamentala faktorer. Europeiska centralbanken menar dock att fragmenteringen i euroområdet har minskat mellan 2011–2022, vilket kan kopplas till ECB:s kommunikation och tillgångsköpsprogram.⁴⁸

⁴⁵ Se Armendariz med flera (2024).

⁴⁶ Se Armendariz med flera (2024).

⁴⁷ Se Jirasavetakul (2023).

⁴⁸ Se De Vette och Mosk (2022), och relaterat Jirasavetakul (2023).

Centralbankernas skyddsvallar

Mot alla de risker som har beskrivits i den här rapporten ska vägas både Federal Reserves och ECB:s erfarenhet av krishantering och de många verktyg som över tid har utvecklats för att kunna förebygga och hantera störningar på de finansiella marknaderna.⁴⁹

De verktyg som centralbankerna har till sitt förfogande för att motverka finansiella kriser kan grovt indelas i fyra kategorier. Det bredaste verktyget, och oftast det som används först, är att sänka styrräntorna. Styrräntorna påverkar finansieringskostnaderna i hela det finansiella systemet. Sänkta styrräntor har också ett viktigt signalvärde vilket kan stärka ekonomiska aktörers förtroende vid finansiell stress. Ytterligare ett verktyg som har blivit viktigt i takt med att styrräntorna har närmat sig vad som bedöms vara nedre gränser är *forward guidance*. Det innebär att centralbankerna genom sin kommunikation påverkar förväntningarna kring de framtida styrräntorna. Exempelvis kan centralbanken kommunicera att styrräntorna kommer fortsätta att vara låga under lång tid.

Den andra kategorin verktyg är utlåning till i första hand finansiella institutioner. Denna kategori inkluderar de repotransaktioner som under normala förhållanden utgör grunden för likviditetshantering. Här återfinns också stående likviditetsfaciliteter och utlåning, vilka kan fungera som en backstop, eller livlina, för institutioner i behov av likvida medel. I samband med tidigare episoder med stress på den amerikanska statspappersmarknaden, i september 2019 samt i mars 2020, tillförde Federal Reserve likviditet genom utlåning till sina motparter. Efter dessa episoder skapades en stående likviditetsfacilitet – Standing Repo Facility (SRF) – som en backstop för marknaden.⁵⁰

Utlåningen kan även göras via valutamarknaden, exempelvis genom valutaswappar. Sådana valutaswappar kan underlätta för utländska aktörer att få tillgång till viktiga reservvalutor som amerikanska dollar eller euro vid oro på finansmarknaderna. Både Federal Reserve och ECB har upprättat swapfaciliteter sinsemellan och för andra centralbanker, för utlåning av amerikanska dollar respektive euro i utbyte mot motpartens valuta.⁵¹

Vidare kan riktad utlåning användas för att stödja specifika marknadssegment. Federal Reserve har befogenhet att ge nödlån till företag, inkluderat icke-finansiella företag, vid särskilda omständigheter. Denna möjlighet användes bland annat under pandemin genom exempelvis Primary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), som riktade sig till kreditvärdiga företag. Denna facilitet beviljade både lån och köpte företagsobligationer.

⁴⁹ De delar i detta avsnitt som behandlar centralbankernas verktyg baseras i stora drag på Bank for International Settlements (BIS) Annual Economic Report, June 2020.

⁵⁰ Se Ennis och Huther (2021).

⁵¹ Se https://www.ecb.europa.eu/mopo/international-market-operations/liquidity_lines/html/index.en.html.

Den tredje kategorin av verktyg är köp, och försäljningar, av tillgångar. Tillgångar kan vara allt från statsobligationer till företagsobligationer, aktier och även involvera valutatransaktioner. Dessa åtgärder förändrar utbudet av tillgångar och påverkar likviditeten i specifika marknadssegment. Effekten på tillgångspriser kan därför vara mer direkt än genom andra verktyg. Tillgångstransaktioner kan även minska osäkerheten på marknaden genom att signalera riktningen för den framtida stabiliseringspolitiken. Senast under pandemin genomförde både Federal Reserve och ECB omfattande köp av bland annat statsobligationer.

Vid nya störningar kan exempelvis ECB välja att initiera köp av statsobligationer via sitt stående Asset Purchase Program (APP). En väg att gå är att inom ramen för APP använda befintliga program såsom Public Sector Purchase Program (PSPP) eller Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) för att stödköpa statsobligationer. PSPP användes för nettoköp av obligationer utgivna av offentlig sektor 2015–2019, samt i samband med pandemin under perioden 2019–2022. PEPP är ett stödköpsprogram inriktat på värdepapper utgivna av både privata och offentliga aktörer som initierades när pandemin inleddes i mars 2020. Både PSPP och PEPP innehar alltså betydande volymer värdepapper, i skrivande stund drygt 3 300 miljarder euro. Men innehaven minskar gradvis då ECB låter värdepapperen förfalla utan att göra några nya köp.⁵²

ECB skulle även kunna använda Instrumentet för transmissionsskydd (TPI) för köp av enskilda länders statsobligationer. TPI är främst avsett för köp av skuldinstrument utgivna av offentlig sektor, men även köp av värdepapper utgivna av privata aktörer kan potentiellt vara möjliga. Detta instrument kan användas om räntorna stiger kraftigt och det inte beror på ekonomiska fundamenta, samt om den penningpolitiska transmissionen äventyras; det fenomen som kallas fragmentering och som har berörts tidigare.

Då ECB ska fatta beslut om att köpa ett lands statsobligationer via TPI kommer de att utgå från huruvida landet uppfyller vissa kriterier:

1. Landet följer EU:s finanspolitiska ramverk, där stabilitets- och tillväxtpakten utgör ett fundament. Landet ska ej vara föremål för förfarandet vid alltför stora underskott, Excessive Deficit Procedure (EDP) alternativt ej bedömts ha underlåtit att vidta effektiva åtgärder för att hantera det alltför stora underskottet.
2. Inga allvarliga makroekonomiska obalanser. Landet ska ej vara föremål för förfarandet vid alltför stora obalanser, Excessive Imbalance Procedure (EIP) alternativt ej bedömts ha underlåtit att vidta effektiva åtgärder för att hantera de alltför stora obalanserna.
3. Hållbar utveckling av offentliga skuldsättning. Här görs bedömningen av hållbarhet baserat på tillgängliga analyser från bland andra EU-kommissionen, European Stability Mechanism (ESM), IMF samt även ECB:s egna analyser.

⁵² Se <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>.

4. Väl avvägd och hållbar makroekonomisk politik. Landet följer sina åtaganden i planen för återhämtning och resiliens och EU-kommissionens finanspolitiska rekommendationer.⁵³

Att ett land kan få stöd via TPI trots att det är föremål för EDP, så länge det har bedömts vidtagit åtgärder, kan potentiellt medföra att stabilitets- och tillväxtpakten undermineras, och att risken för oro på statspappersmarknaderna i ett inledande skede snarare ökar. Även det faktum att ECB anger att kriterierna för att komma i fråga för TPI kommer att justeras beroende på rådande omständigheter kan indikera att medlemsländernas incitament att sköta sina offentliga finanser minskar.^{54, 55}

I sammanhanget bör även lyftas att i en miljö med högre inflationstryck än tidigare är möjligheterna att fritt använda krisverktyg också sannolikt mer begränsade. Främst styrräntesänkningar och storskaliga tillgångsköp kan då innebära att inflationen blir för hög och att förankringen av inflationsförväntningarna vid inflationsmålet går förlorad.

Den sista kategorin av verktyg för att motverka finansiella kriser är att centralbanker, i egenskap av reglerande och övervakande institutioner, kan ändra regleringar som direkt påverkar finansiella intermediärer och marknader. Dessa inkluderar bankernas reservkrav, som normalt brukar betraktas som ett penningpolitiskt verktyg. Vidare, beroende på vilka befogenheter centralbanken har fått, kan det även handla om exempelvis kapital- och likviditetskrav. Om verktygen finns hos andra myndigheter sker en gemensam koordinering av lämpliga åtgärder.

Sammanfattningsvis har centralbankerna många verktyg att använda för att förebygga och motverka störningar på statspappersmarknaderna. Sannolikt har dock Federal Reserve något större möjligheter än ECB att agera snabbt och potentiellt även fatta effektivare beslut.

Till att börja med är beslutsfattandet i Federal Reserve mer centraliserat vilket talar för att beslut kan fattas snabbare. I Federal Reserve fattas policybesluten av styrelsen, Board of Governors, samt chefer för de regionala centralbankerna. I ECB är det direktionen och de nationella centralbankscheferna som beslutar. I Federal Reserve är mer av beslutsfattandet koncentrerat till styrelsen jämfört med vad som

⁵³ Se

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> samt Fromlet (2023).

⁵⁴ För skrivningen om justering av kriterier, se

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>.

⁵⁵ Det råder även oklarheter kring hur ECB ska bedöma om transmissionsmekanismen är hotad. Även detta bidrar till att ge ECB vissa frihetsgrader att potentiellt stödja länder som har misskött sina offentliga finanser.

är fallet för direktionen i ECB.⁵⁶ Till detta kan läggas att Federal Reserve har färre beslutsfattande medlemmar än ECB; 12 jämfört med 26.⁵⁷

Främst handlar skillnaderna ändå om att i ECB:s fall påverkas beslutsfattandet av ett större antal nationella centralbanker, vilka värnar sina individuella länders intressen och dessutom styrs av egna nationella regelverk. I Federal Reserve representerar istället varje regional centralbank flera stater. Denna skillnad kan medföra att det blir svårare att nå konsensus i ECB och att besluten heller inte nödvändigtvis blir optimala för euroområdet som helhet.⁵⁸

⁵⁶ Se Orphanides (2013).

⁵⁷ Se <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm> samt <https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/govc/html/index.en.html>.

⁵⁸ Se bland annat Orphanides (2013).

Sammanfattande slutord

Den stora offentliga skuldbördan i USA och i flera länder i euroområdet i kombination med högre realräntor utgör en risk för den ekonomiska utvecklingen och de finansiella marknaderna. Effekterna av störningar på statspappersmarknaderna kan potentiellt bli betydande även för Sverige. Riksgälden följer därför noggrant utvecklingen på detta område.

Bedömare såsom IMF pekar på fortsatt stigande offentliga skulder i USA och länder som Frankrike och Italien. Långsiktigt ohållbara statsfinanser kan leda till turbulens på statspappersmarknaderna, som är av central betydelse för det finansiella systemet. Men långsiktigt ohållbara statsfinanser är inte bara en risk i sig utan ökar också sårbarheten för effekter av att andra typer av risker realiseras. Det finns ett antal riskfaktorer som på olika sätt ökar sannolikheten för oro på statspappersmarknaderna i USA och euroområdet.

Omvärldsläget präglas av en hög osäkerhet kopplat till den ekonomiska utvecklingen, där betydande risker är kopplade till den nya amerikanska administrationens politik, gällande exempelvis handelsfrågor. Centralbankernas kvantitativa åtstramningar medför också nya köpare av statspapper som är mer priskänsliga, vilket kan öka volatiliteten på marknaderna. Vidare finns det tecken på att de finansiella marknaderna inte har prissatt den höga ekonomiska osäkerheten helt, vilket ökar risken för att turbulens ska uppstå. På alltmer sammanlänkade marknader kan också ekonomisk turbulens i USA sprida sig och bland annat destabilisera statspappersmarknaderna i euroområdet.

Federal Reserves och ECB:s möjligheter att hantera störningar på statspappersmarknaderna och deras följdverkningar fungerar samtidigt som en motvikt mot ovan nämnda risker. Centralbankerna har många verktyg att använda för att förebygga och motverka störningar på statspappersmarknaderna. Förutom styrräntesänkningar finns bland annat stående likviditetsfaciliteter och utlåning, vilka kan fungera som en backstop för institutioner i behov av likvida medel. I samband med tidigare episoder med stress på den amerikanska statspappersmarknaden tillförde exempelvis Federal Reserve likviditet genom utlåning till sina motparter.

Centralbankernas utlåning kan även ske via valutamarknaden, exempelvis genom valutaswappar. Både Federal Reserve och ECB har upprättat swapfaciliteter sinsemellan och för andra centralbanker, för tillfällig utlåning av amerikanska dollar och euro.

Ett annat verktyg som centralbankerna kan använda för att hantera oro på statspappersmarknaderna är köp av statsobligationer för att motverka ränteuppgångar. Vid störningar kan exempelvis ECB använda Instrumentet för transmissionsskydd (TPI) för köp av enskilda länders statsobligationer.

Samtidigt kan den högre inflationen än tidigare år begränsa centralbankernas möjligheter att vidta stödåtgärder, då främst styrräntesänkningar och tillgångsköp också kan medföra att inflationen blir för hög.

Referenser

Armendariz, S., Cabezon, E. R., Qiang Cui, L., Domit, S., Iancu, A. C., Magistretti, G., Srinivas, R. och Wong, Y. C. (2024). *Taming Public Debt in Europe. Outlook, Challenges, and Policy Response*. IMF Working Paper 24/181, Internationella valutafonden.

Bank for International Settlements (2020). *Annual Economic Report, June 2020*.

Bank of England (2024). *Financial Stability Report, November 2024*.

Bank of England (2025). *Financial Stability Report, July 2025*.

Belz, S., Campbell, S., Stojanovic, L. och Wessel, D. (2025). *What is the federal debt ceiling?* Brookings Institution.

Tillgänglig: <https://www.brookings.edu/articles/the-hutchins-center-explains-the-debt-limit/> [Hämtad 2025-09-01]

Board of Governors of the Federal Reserve System. *Federal Open Market Committee*.

Tillgänglig: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomc.htm> [Hämtad 2025-09-16]

Board of Governors of the Federal Reserve System (2024). *Financial Stability Report, November 2024*.

Board of Governors of the Federal Reserve System (2025). *Financial Stability Report, April 2025*.

Choi, J., Dang, D., Kirpalani, R. och Perez, D. (2024). *Exorbitant privilege and the sustainability of US public debt*. VoxEU, augusti 2024.

Tillgänglig: <https://cepr.org/voxeu/columns/exorbitant-privilege-and-sustainability-us-public-debt> [Hämtad 2024-10-16]

Congressional Budget Office (2025). *The Long-Term Budget Outlook: 2025 to 2055*.

COREEcon. *Public debt: threat or opportunity?*

Tillgänglig: <https://www.core-econ.org/insights/public-debt/text/01.html#find-out-more-derivation-of-the-basic-equation-for-debt-dynamics> [Hämtad 2025-01-22]

De Vette, N. och Mosk, B. (2022). *Euro area spread divergence, risk premia and financial stability*. Financial Stability Review, November 2022, European Central Bank.

Duffie, D., Fleming, M., Keane, F., Nelson, C., Shachar, O. och Van Tassel, P. (2023). *Dealer Capacity and U.S. Treasury Market Functionality*. Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, nr. 1070, oktober 2023.

Europeiska centralbanken. *Asset purchase programmes*.

Tillgänglig: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>
[Hämtad 2025-10-14]

Europeiska centralbanken. *Central bank liquidity lines*.

Tillgänglig: https://www.ecb.europa.eu/mopo/international-market-operations/liquidity_lines/html/index.en.html [Hämtad 2025-09-01]

Europeiska centralbanken. *Governing Council*.

Tillgänglig: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/decisions/govc/html/index.en.html>
[Hämtad 2025-09-16]

Europeiska centralbanken. *The Transmission Protection Instrument*.

Tillgänglig: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html> [Hämtad 2025-10-14]

Europeiska centralbanken (2023). *Financial Stability Review, November 2023*.

Europeiska centralbanken (2024). *Financial Stability Review, November 2024*.

Europeiska centralbanken (2025). *Financial Stability Review, May 2025*.

Ennis, H. M. och Huther, J. (2021). *The Fed's Evolving Involvement in the Repo Markets*. Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Brief, nr. 21-31, september 2021.

Fransson, M. och Orelund, C. (2024). *Basis trade i amerikanska statsobligationer och stabilitetsrisker*. Riksgäldskommentar, nr. 3, 2024.

Fromlet, P. (2023). *Effekterna av högre räntor i euroområdet – vad blir påverkan på Sverige?* Riksgäldskommentar, nr. 2, 2023.

Gokhale, J. och Smetters, K. (2023). *When Does Federal Debt Reach Unsustainable Levels?* Brief, Penn Wharton Budget Model, University of Pennsylvania, oktober 2023.

Tillgänglig: <https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/issues/2023/10/6/when-does-federal-debt-reach-unsustainable-levels> [Hämtad 2024-10-17]

Internationella valutafonden (2024). *Fiscal Policy in the Great Election Years. Fiscal Monitor, April 2024*.

Internationella valutafonden (2024). *The Last Mile: Financial Vulnerabilities and Risks. Global Financial Stability Report, April 2024*.

Internationella valutafonden (2024). *Putting a Lid on Public Debt. Fiscal Monitor, October 2024*.

Internationella valutafonden (2024). *Steadying the Course: Uncertainty, Artificial Intelligence, and Financial Stability. Global Financial Stability Report, October 2024*.

Internationella valutafonden (2025). *Enhancing Resilience amid Uncertainty*. *Global Financial Stability Report*, April 2025.

Internationella valutafonden (2025). *Fiscal Policy under Uncertainty*. *Fiscal Monitor*, April 2025.

Internationella valutafonden (2025). *Shifting Ground beneath the Calm*. *Global Financial Stability Report*, October 2025.

Jiang, Z., Lustig, H., Van Nieuwerburgh, S. och Xiaolan, M. Z. (2024). *The U.S. Public Debt Valuation Puzzle*. *Econometrica*, volym 92, nr 4.

Jirasavetakul, L.-B. F. (2023). *Italy's Sovereign Bond Spreads: Evolution and Drivers*. *Italy: Selected Issues*, nr. 274, 2023, Internationella valutafonden.

Kose, M. A., Nagle, P., Ohnsorge, F. och Sugawara, N. (2021). *Global Waves of Debt. Causes and Consequences*. World Bank Group.

Orphanides, A. (2013). *The Federal Reserve and Global Central Banking*. Statement before the Subcommittee on Monetary Policy and Trade of the Committee on Financial Services, United States House of Representatives, november 2013.

Reiter, A. (2025). The debt limit is still a thing. *Financial Times*, 9 juli.
Tillgänglig: <https://www.ft.com/content/b1d70ab7-b679-4ff0-94db-15fb2c046626>
[Hämtad 2025-09-01]

Reinhart, C. M. och Rogoff, K. S. (2011). *From Financial Crash to Debt Crisis*. *American Economic Review*, volym 101, nr. 5.

Rogoff, K. S. (2020). *Falling real interest rates, rising debt: A free lunch?* *Journal of Policy Modeling*, volym 42, nr. 4.

U.S. Department of the Treasury (2025). *Financial Report of the United States Government. Fiscal Year 2024*.

Öberg, E. (2024). *En bubbla sju gånger större än USAs BNP?* *Ekonomistas*.
Tillgänglig: <https://ekonomistas.se/2024/09/30/en-bubbla-sju-ganger-storre-an-usas-bnp/#comments> [Hämtad 2025-01-23]

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