

Fastställt: 2025-12-11
Fastställt av: Riksgäldsdirektören
Informationsägare: Avdelningschef Skuldförvaltning

Riktlinjer för Riksgäldens upplåning

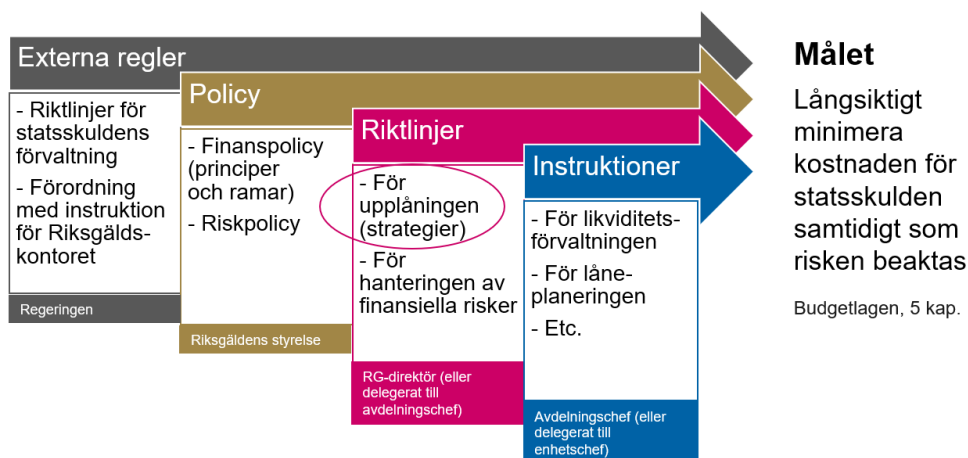
Sammanfattning

Dessa riktlinjer ger vägledning i Riksgäldens arbete med att planera och genomföra statens upplåning. De utgår från målet för statsskuldsförvaltningen och ramarna som ges av regeringens riktlinjer och den finanspolicy som Riksgäldens styrelse beslutar (se figur 1). Dokumentet används även som grund för den externa kommunikationen om upplåningen.

I riktlinjerna framgår vilka strategier vi arbetar efter för att minimera kostnaden för upplåningen över tid och beakta olika risker. Strategierna innefattar bland annat vilka typer av statspapper vi emitterar och hur vi fördelar upplåningen mellan dem. Det handlar också om att kommunicera och agera på ett sätt som främjar den svenska statspappersmarknaden.

Dokumentet ses över årligen i samband med regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldsförvaltningen eller när ändrade förutsättningar eller nya analyser motiverar en uppdatering. Enligt Riksgäldens dokumentstruktur ligger riktlinjerna för upplåningen under finanspolicyn.

Figur 1 Styrande dokument för statens upplåning



Innehåll

1.	Mål och ramverk	4
2.	Principer till grund för hur vi lånar	5
3.	Strategier för lägre kostnad över tid	5
4.	Flera instrument men tydligt fokus	6
4.1	Nominella statsobligationer är viktigast.....	7
4.1.1	Nya statsobligationer introduceras regelbundet.....	7
4.1.2	Löpande emissioner främst i referenslånen.....	8
4.2	Realobligationer utgör ett komplement	9
4.3	Gröna obligationer och hållbarhetsaspekter	9
4.4	Obligationer i utländsk valuta ger flexibilitet.....	10
4.5	Kortfristiga instrument parerar svängningar	10
4.5.1	Statsskuldväxlar basen i den korta finansieringen.....	10
4.5.2	Certifikat i utländsk valuta ger extra flexibilitet	11
4.5.3	Andra instrument för korta lån och placeringar	11
5.	Hantering av risker i upplåningen	12
5.1	Ränteomsättningsrisk	12
5.2	Refinansieringsrisk	13
5.3	Finansieringsrisk.....	14
6.	Återförsäljarsystem och marknadsvård	14
6.1	Skäl till återförsäljarsystem	14
6.2	Återförsäljarnas skyldigheter och incitament	15
6.3	Riksgäldens auktioner (primärmarknaden).....	15
6.4	Riksgäldens marknadsvårdande aktiviteter	16
7.	Kommunikation och investerarrelationer	16
8.	Återkoppling ger grund för utveckling	17

1. Mål och ramverk

Dessa riktlinjer är en del i ramverket för förvaltningen av statsskulden som beskrivs i figur 2. Vad staten ska låna till (upplåningsbehovet) och målet för förvaltningen ges i budgetlagen (SFS 2011:203). Därunder beslutar regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning och en instruktion för Riksgälden, där det bland annat framgår att vi även ska förvalta statens kassa.

De pengar Riksgälden lånar öronmärks inte till specifika utgifter, utan går till att täcka statens samlade upplåningsbehov. Det innefattar dels finansiering av statens budgetsaldo, dels refinansiering av lån i statsskulden som förfaller. Riksgälden får inte låna mer än vad upplåningsbehovet kräver. Det betyder att vi endast får ha tillfälliga överskott i kassan för att parera kortsiktiga svängningar i upplåningsbehovet.

Figur 2 Från det finanspolitiska ramverket till Riksgäldens upplåningsplan



Målet för statsskuldens förvaltning är formulerat i budgetlagen:

Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk gör regeringen genom att fastställa riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid, efter förslag från Riksgälden. Riktvärdena styr statsskuldens *exponering* mot olika marknadsrisker (räntor, valutakurser och inflation). Därutöver innefattar regeringens riktlinjer punkter om andra risker och det som kallas marknads-

och skuldvard. Dessa punkter har en mer direkt bäring på hur Riksgälden ska låna – statsskuldens *finansiering*.

Utifrån dessa externt givna mål och ramar fastställer Riksgäldens styrelse principer för hur riktlinjerna ska genomföras, vilka återges i nästa avsnitt.

2. Principer till grund för hur vi lånar

Riksgäldens styrelse ska besluta om principer för hur regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen ska genomföras i praktiken. Principerna fastställs i en finanspolicy och återges även här.

Av regeringens riktlinjer och målet för statsskuldsförvaltningen följer att Riksgälden ska agera utifrån ett *långsiktigt, strategiskt förhållningssätt* i upplåningen snarare än ett kortsiktigt, taktiskt. Det innebär att Riksgälden ska verka för goda förutsättningar att låna till en låg kostnad över tid genom att:

- emittera statspapper i kronor regelbundet och agera på ett sätt som bidrar till en väl fungerande svensk statspappersmarknad
- kommunicera transparent och förutsägbart om statens upplåningsbehov och utbudet av statspapper i kronor
- upprätthålla kapacitet att låna i utländsk valuta
- hantera finansiella risker i enlighet med fastställda riktvärden och regler
- vid behov använda derivat för att justera statsskuldens löptid och sammansättning i enlighet med riktvärdena för exponeringen
- endast ingå transaktioner som Riksgälden har kompetens, system och rutiner att hantera
- behandla alla motparter på ett sakligt och objektivet sätt och undvika agerande som kan skada anseendet för Riksgälden eller staten.

Principerna ligger till grund för de strategier som vägleder i arbetet med att planera och genomföra upplåningen.

3. Strategier för lägre kostnad över tid

Kostnaden för statsskulden beror på många yttre faktorer som skuldens storlek, förtroendet för statsfinanserna och utvecklingen av räntor, valutakurser och inflation. Riksgälden bidrar till att minimera kostnaden med beaktande av risk genom att föreslå och uppnå en väl avvägd skuldportfölj, upprätthålla väl fungerande lånekanaler och låna på ett transparent och förutsägbart sätt.

De strategier vi tillämpar i upplåningen handlar framför allt om att agera och kommunicera på ett sätt som gör att investerare kan köpa våra statspapper utan att kräva extra avkastning på grund av osäkerhet eller bristande marknadslikviditet. Ju mindre sådana osäkerhets- och likviditetspremier är, desto lägre blir statens upplåningskostnad allt annat lika.

Riksgälden planerar därför upplåningen i olika typer av statspapper och löptider på ett förutsägbart sätt, som beskrivs i avsnitt 4 och 5. Vi emitterar regelbundet i auktioner och använder återförsäljare för att främja marknadslikviditeten (se avsnitt 6). Ett annat viktigt verktyg för att minska osäkerheten är vår kommunikation, där statsupplåningsrapporten är central (se avsnitt 7).

4. Flera instrument men tydligt fokus

Riksgälden emitterar såväl obligationer på kapitalmarknaden (över ett års löptid) som statsskuldväxlar och andra instrument med korta löptider på penningmarknaden (upp till ett år). Hur vi fördelar upplåningen mellan olika statspapper och löptider beror på flera faktorer:

- utvecklingen av upplåningsbehovet på kort och längre sikt
- hur vi beaktar risker och riktvärdena för statsskuldens löptid och sammansättning (även om vi också till viss del kan justera exponeringen med derivat, se avsnitt 5)
- behovet av att kunna hantera både väntade kortsiktiga svängningar i upplåningsbehovet och oväntade utfall av budgetsaldot
- vår strategiska prioritering av statspapper i kronor och vissa löptider
- behovet av att upprätthålla flera lånekanaler av beredskapsskäl.

Den långfristiga upplåningen ska tillgodose statens långsiktiga upplåningsbehov som bland annat följer av det finanspolitiska ramverket. Den bidrar också till att förlänga statsskuldens löptid och begränsa refinansieringsrisken. Den planerade kortfristiga upplåningen behöver vara tillräckligt stor för att vi ska kunna parera kortsiktiga variationer i upplåningsbehovet och dra ner upplåningen om budgetsaldot utvecklas starkare än väntat.

Riksgälden dimensionerar lägstanivån för den kortfristiga upplåningen utifrån skattningar av prognososäkerheten som bygger på våra historiska prognosfel. Målsättningen är att undvika överupplåning genom att ha tillräckligt stor volym kortfristiga lån som kan minskas med kort varsel om lånebehovet blir lägre än väntat. Samtidigt vill vi inte ha en större volym kort upplåning än nödvändigt eftersom vi då ökar refinansieringsrisken.

Inom den långfristiga upplåningen prioriterar Riksgälden nominella statsobligationer, eftersom det är den marknad där vi ser bäst förutsättningar för kostnadsminimering över tid. Därutöver använder vi reala statsobligationer och obligationer i utländsk valuta för att bredda investerarbasen och stärka vår låneberedskap. Härnäst följer en utförligare beskrivning av hur vi använder olika skuldinstrument och prioriterar mellan dem i den planerade upplåningen.

4.1 Nominella statsobligationer är viktigast

Nominella statsobligationer är Riksgäldens viktigaste finansieringskälla och de prioriteras därför framför andra instrument över tid. Vi koncentrerar upplåningen till de obligationer som är tio-, fem- och tvååriga referenslån på den svenska statsobligationsmarknaden¹. En koncentration av den utestående volymen till ett mindre antal obligationer kan främja en mer aktiv handel på andrahandsmarknaden och därmed även en mer rättvisande prisbild.

Vi emitterar statsobligationerna enligt ett fastställt auktionsschema. Genom att sprida ut upplåningen över många tillfällen minskar risken för att behöva låna stora belopp i ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt får investerare löpande tillgång till svenska statsobligationer via auktionerna (primärmarknaden).

4.1.1 Nya statsobligationer introduceras regelbundet

Riksgäldens huvudstrategi är att regelbundet introducera nya statsobligationer med en löptid på drygt tio år.² Tioåriga statsobligationer är de statspapper som handlas mest, vilket ger god pristransparens och ett djup i marknaden. Många andra stater strävar också efter att främja likviditeten i tioårspunkten. Det underlättar prisjämförelser och möjliggör för utländska investerare att köpa våra statspapper.

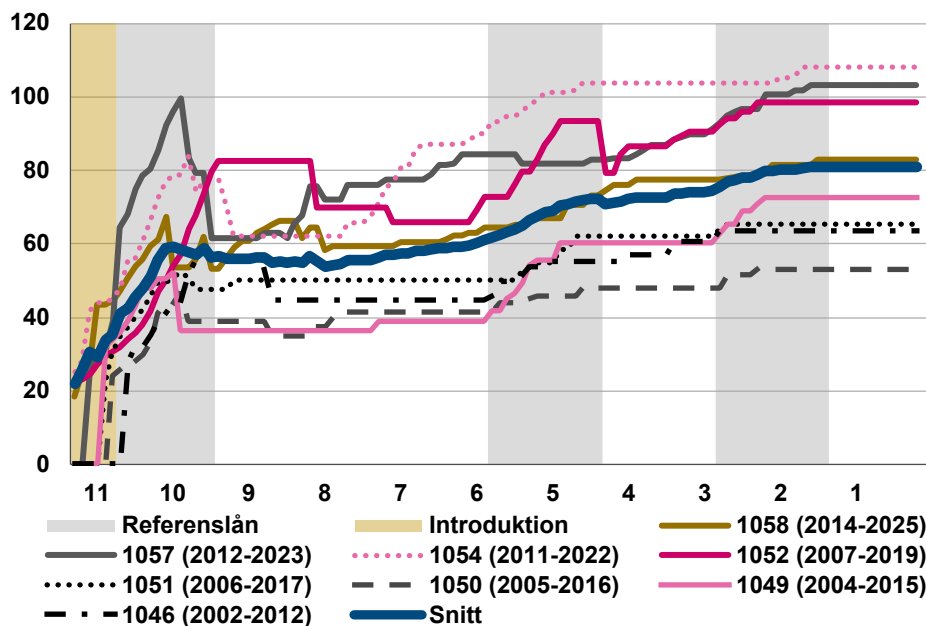
Riksgälden planerar introduktionerna så att de utestående obligationerna förfaller med 12 månaders mellanrum. Vid introduktionen bygger vi snabbt upp volymen till den nivå som krävs för att den nya obligationen ska bli tioårigt referenslån och leveransbar i terminskontrakt. Därefter emitterar vi periodvis i samma obligation under dess löptid. Diagram 1 visar hur den utestående volymen utvecklas i olika faser av obligationens livscykel.

¹ Referenslånen är de lån som löptidsmässigt ligger närmast två, fem respektive tio år. De ändras vid IMM-datum, det vill säga tredje onsdagen i mars, juni, september och december. Ett underliggande lån i ett terminskontrakt är alltid detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

² Riksgälden analyserade under hösten 2025 frågan om att börja introducera statsobligationer med längre löptid (>12 år) på regelbunden basis och den samlade bedömningen då var att det inte fanns skäl att göra det, varken ur ett kostnads- eller riskperspektiv.

Förutom rena säljauktioner genomför vi i samband med introduktioner vanligen även byten mot andra obligationer för att öka den utestående volymen av den nya obligationen. Vi kan också introducera en ny obligation via syndikering för att få ut en större volym snabbt och nå fler investerare. En grupp banker får då i uppdrag att marknadsföra och sälja obligationen.

Diagram 1 Livscykeln för nominella statsobligationer



Anm.: På y-axeln visas den utestående stocken och på x-axeln antal år till förfall för respektive obligation. Den gula perioden markerar introduktionsfasen. De grå perioderna indikerar när en obligation i genomsnitt är referenslån (2, 5 respektive 10 år). Här visas nominella statsobligationer som introduceras från och med 2002 med en maximal initial löptid på 11,5 år och som förfaller till och med 2025. I legenden anges introduktions- och förfalloår efter obligationens referensnummer.

4.1.2 Löpande emissioner främst i referenslånen

I de löpande auktionerna mellan introduktionerna prioriterar Riksgälden att öka den utestående volymen i det tioåriga referenslånet, men vi emitterar också i de fem- och tvååriga referenslånen. På så vis bidrar vi till att upprätthålla en väl prissatt avkastningskurva med likvida punkter. Det bidrar till lägre likviditetspremier och därmed lägre upplåningskostnad för staten.

När vi fördelar emissionsvolymen på olika löptider i låneplaneringen utgår vi från en fördelningsnyckel med störst andel i tioårssegmentet. Andelen är inte fast utan kan variera beroende på bland annat hur stort upplåningsbehovet är. Generellt fördelar vi emissionsvolymen mer spritt över kurvan när upplåningsbehovet ökar, även till icke-referenslån (så kallade off-the-runs). I de

utestående långa obligationerna (>12 år) fyller vi med jämna mellanrum på med en liten volym, för att erbjuda en viss aktivitet i de punkterna.

Riksgälden kommunicerar i statsupplåningsrapporten hur stor volym som ligger i planen i respektive löptidskategori fram till nästa rapport.

4.2 Realobligationer utgör ett komplement

Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som vill försäkra sig mot inflation. Enligt regeringens tidigare riktlinjer för statsskuldsvältningen skulle 20 procent av skulden bestå av realobligationer, men från och med 2025 ska den utestående volymen realobligationer minska. Det nya riktvärdet är ett nominellt belopp på cirka 80 miljarder kronor i slutet av 2029.

Riksgälden minskar alltså den utestående volymen realobligationer men behåller skuldinstrumentet. Vi fortsätter därför att emittera en viss volym löpande. Det gör vi – liksom med nominella statsobligationer – i auktioner. Minskningen av den utestående volymen sker genom att vi emitterar en mindre volym än de belopp som förfaller.

Riksgälden fortsätter att introducera nya realobligationer regelbundet. Löptiden vid introduktionerna planeras till mellan 11–16 år för att komplettera de befintliga löptiderna. Fram till 2029 kommer stocken tillfälligt bestå av upp till åtta löptider innan de kortaste löptiderna hunnit förfalla.

4.3 Gröna obligationer och hållbarhetsaspekter

ESG (som står för Environmental, Social, Governance) är ett begrepp som rymmer alla hållbarhetsaspekter och som kommit att spela en allt större roll i olika investeringsbeslut, även vid köp av statsobligationer. Som statens kontaktpunkt gentemot investerarna behöver Riksgälden därför förmedla information om Sveriges mål, agerande och risker inom hållbarhet. Sådan information används i olika klassificeringar och bedömningar av staten som emittent, oavsett vilken typ av skuldinstrument vi ger ut.

Riksgälden har även emitterat en statlig grön obligation på uppdrag av regeringen. Med den obligationen erbjöds investerare ett placeringsalternativ med koppling till specifika gröna utgifter i statsbudgeten som klimatinvesteringar, naturskydd och järnvägsunderhåll. För att emittera fler gröna obligationer krävs att vissa förutsättningar är på plats: dels ett uppdaterat grönt ramverk och definierade gröna utgifter (regeringsbeslut), dels ett tillräckligt stort upplåningsbehov för att det ska vara ändamålsenligt att diversifiera upplåningen.

4.4 Obligationer i utländsk valuta ger flexibilitet

Att ge ut obligationer i utländsk valuta kommer normalt med en merkostnad för oss, men det finns flera skäl till att vi ändå gör det. På den internationella kapitalmarknaden kan vi låna stora belopp på kort tid. Dessutom når vi investerare som inte frekvent deltar på den inhemska marknaden, vilket kan ge en diversifierad investerarbas. Valutaobligationer är också en flexibel form av upplåning, eftersom vi inte behöver agera lika förutsägbart på den internationella kapitalmarknaden som på vår egen marknad. Det innebär att vi i större utsträckning kan anpassa tidpunkt, volym och löptid för valutaobligationerna.

Vid stora lånebehov kan valutaobligationer avlasta utbudet av statspapper i kronor. Men även när lånebehovet är litet emitterar vi valutaobligationer – med glesare mellanrum – för att inte tappa närvaron på den internationella kapitalmarknaden. Den eventuella merkostnaden ska då ses som en försäkringspremie för att upprätthålla beredskapen att snabbt kunna låna stora belopp i enlighet med principerna i finanspolicyn.

Valutaobligationer säljs vanligen genom syndikering. Vi kan även göra private placements, där vi låter en bank sälja obligationen till en eller få investerare.

När Riksgälden ger ut obligationer eller certifikat i utländsk valuta (se avsnitt 4.5.2) växlar vi likviden till kronor och valutasäkrar lånen med valutaderivat. Upplåningen ger därmed inte upphov till någon valutaexponering.

4.5 Kortfristiga instrument parerar svängningar

På penningmarknaden ger Riksgälden ut skuldinstrument med kort löptid i både kronor och utländsk valuta. Med dessa instrument – som främst innefattar statsskuldväxlar i kronor och certifikat i utländsk valuta (euro commercial paper, ECP) – kan vi möta kortfristiga likviditetsbehov exempelvis vid obligationsförfall, säsongssvängningar eller oväntade statliga betalningar. Om det är överskott i kassan placerar vi detta tillfälligt i penningmarknadstillgångar.

Genom bra framförhållning kan Riksgälden bedöma olika handlingsalternativ och därmed låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna i likviditetsförvaltningen. Strategin är att möta perioder med stora kortfristiga låne- eller placeringsbehov i god tid med planerad upplåning eller placeringar. De över- eller underskott som återstår därefter hanteras på dagslänemarknaden.

4.5.1 Statsskuldväxlar basen i den korta finansieringen

Statsskuldväxlarna emitteras liksom statsobligationerna på ett förutsägbart sätt i auktioner enligt en fastställd plan. Det som skiljer ut statsskuldväxlarna är att

auktionerna i planen innehåller olika volymer vid olika datum och att volymerna sedan även kan justeras utifrån hur statens betalningar utvecklas. Med dessa egenskaper – i kombination med en kort löptid – blir växlarna ett mer flexibelt instrument än obligationer. Genom att variera volymen växlar kan även obligationsupplåningen hållas mer stabil.

Riksgäldens strategi för statsskuldväxlarna innebär att vi var tredje månad introducerar en ny växel som har förfall på ett IMM-datum (tredje onsdagen i mars, juni, september och december) och är minst sex månader lång. Beroende på hur stort lånebehovet är kan IMM-växeln i stället introduceras som en nio- eller tolv månadersväxel. De övriga månaderna introducerar vi en ny tremånadersväxel. Det innebär att det vid varje tillfälle finns åtminstone fyra utestående statsskuldväxlar, varav två förfaller på IMM-datum.

Förutom i auktionerna kan Riksgälden sälja statsskuldväxlar löpande (on tap) inom likviditetsförvaltningen. Det gäller statsskuldväxlar med de två kortaste löptiderna och med skräddarsydda löptider (likviditetsväxlar).

4.5.2 Certifikat i utländsk valuta ger extra flexibilitet

Riksgälden har ett obegränsat program för certifikat i utländsk valuta (euro commercial paper, ECP). Dessa ger vi ut inom likviditetsförvaltningen, där syftet är att finansiera eventuella underskott i statens kassa som återstår efter den planerade upplåningen i obligationer och statsskuldväxlar.

Med certifikaten har vi större möjlighet att vara flexibla med tajming och kan därmed agera utifrån marknadsförhållanden på ett annat sätt än vi gör på den svenska marknaden. Även upplåningen via ECP valutasäkras. Med en effektiv valutahantering kan upplåningskostnaden bli lägre relativt annan kort finansiering.

4.5.3 Andra instrument för korta lån och placeringar

Riksgälden har även möjlighet att låna eller placera i dagslånemarknaden med både svenska och internationella aktörer. Val av motpart, instrument och löptid beslutas i samband med att enskilda transaktioner genomförs.

När staten har kassaöverskott under en längre period kan Riksgälden placera pengar i säkerställda obligationer och certifikat. Vid större belopp köper vi ofta riksbankscertifikat med en veckas löptid, medan placeringar via repor oftast görs med kortare löptid. Vid placeringar följer vi interna limiter för kreditrisk.

5. Hantering av risker i upplåningen

I planeringen av upplåningen tar Riksgälden hänsyn till olika finansiella risker, främst ränteomsättningsrisk, refinansieringsrisk och finansieringsrisk. Det gör vi bland annat genom att styra statsskuldens löptid enligt regeringens riktlinjer, beakta skuldens förfalloprofil och säkerställa god låneberedskap över tid. En ytterligare faktor att beakta är anseenderisk. Den hanterar vi främst genom att kommunicera transparent och agera tydligt och konsekvent på marknaden.

De olika typerna av risk kan ha olika grad av betydelse, såväl sinsemellan som över tid, beroende på hur statsskulden och statens riskaptit utvecklas samt hur marknaden fungerar.

5.1 Ränteomsättningsrisk

Riksgälden planerar upplåningen så att löptiden mätt som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing) ligger inom det riktvärdesintervall som regeringen beslutat och de interna riktlinjerna för de separata skuldslagen. På så vis begränsas statens ränteomsättningsrisk, det vill säga risken för variationer i ränteutgifterna då räntan på skulden omsätts.

Vid planeringen av upplåningen är utgångspunkten som regel att styra löptiden mot mitten av riktvärdesintervallet under prognosperioden. Men ibland kan planen behöva ta hänsyn till exempelvis osäkerhet om lånebehovet eller praktiska förutsättningar som innebär att löptiden inte når målet på kort sikt.

Statsskuldens storlek och i sin tur löptiden påverkas från dag till dag av variationer i budgetsaldot, genom emissioner och förfall, marknadsvårdande repor och säkerhetsbetalningar. Inverkan av dessa faktorer kan periodvis vara stor, men den kan på kort sikt prognostiseras med relativt stor säkerhet. På längre sikt är prognososäkerheten för budgetsaldot betydande, men då blir genomslaget på löptiden begränsad eftersom vi anpassar upplåningen efter utfallen.

Riksgälden påverkar statsskuldens löptid delvis genom att välja hur stor volym vi emitterar av statspapper med olika löptider. Men vi kan också justera den övergripande löptiden med derivatinstrument (främst ränteswappar). Oavsett om vi ändrar i upplåningsplanen eller använder derivat sker anpassningen av löptiden oftast i långsam takt, eftersom vi vill undvika att agera på temporära fluktuationer i exempelvis budgetsaldot eller de marknadsvårdande reporna.

Genom möjligheten att använda derivat för att justera löptiden kan Riksgälden till viss del kan frikoppla upplåningen från styrningen av löptiden i form av exponering. Det är viktigt bland annat för att vi ska kunna låna på ett sätt som

främjar en väl fungerande statspappersmarknad. Vi kan då exempelvis använda ränteswappar för att förkorta löptiden som ett alternativ till att omfördela upplåning från de strategiskt prioriterade statsobligationerna till statsskuldväxlar. Med ränteswappar kan vi också ta tillvara kostnadsfördelar med en kortare räntebindningstid utan att öka refinansieringsrisken. Det kan även finnas kostnadsskäl för att använda ränteswappar när obligationerna är mer fördelaktigt prissatta relativt swappkurvan än vad statsskuldväxlar är.

Riksgälden använder i regel inte byten eller rena återköp av obligationer för att styra statsskuldens löptid. Däremot påverkas löptiden på marginalen av de byten vi gör när vi introducerar nya obligationer (se avsnitt 4.1).

5.2 Refinansieringsrisk

En annan aspekt av löptid är statsskuldens förfalloprofil, som visar när de utestående lånen ska återbetalas och refinansieras. Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya annat än till märkbart högre kostnad, eller i extremfallet inte alls. Denna risk anses vara högre ju större volym som förfaller den närmaste tiden.

Riksgälden beaktar refinansieringsrisker på flera sätt. Ett sätt är att fördela statsskulden över många lån med olika förfallotidpunkter. Det innebär att endast en mindre del av den utestående obligationsstocken förfaller och måste refinansieras varje år. Vi planerar dessutom upplåningen långsiktigt och fördelar emissionsvolymen över olika utestående obligationer i regelbundna auktioner vid många tillfällen. På så vis sprider vi ut refinansieringen över tid och ersätter delar av gamla obligationslån innan de förfaller.

Vi strävar också efter att hålla obligationsförfallen relativt jämna i storlek och lägga förfallen så att de sammanfaller med stora inbetalningar till staten.

I regel förfaller en förhållandevis stor del av statsskulden under det närmsta året. Det beror på att Riksgälden som tidigare nämnts behöver ha en relativt omfattande kortfristig upplåning i planen för att hantera svängningar i budgetsaldot, vilket medför ökad refinansieringsrisk. De kortfristiga lånen behöver dock inte refinansieras om budgetsaldot utvecklas starkare än väntat.

I regeringens riktlinjer finns inga kvantitativa styrmått för refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Det finns däremot en punkt om att Riksgälden

ska beakta refinansieringsrisker. Punkten innebär att vi i efterhand ska redovisa på vilket sätt vi tagit hänsyn till sådana risker.³

5.3 Finansieringsrisk

Finansieringsrisk är ett bredare begrepp än refinansieringsrisk och innefattar även förutsättningarna att hantera upplåningsbehov som uppstår till följd av budgetunderskott. Grunden för en låg finansieringsrisk är ett högt förtroende för den svenska staten som låntagare tack vare robusta statsfinanser, men även Riksgäldens upplåningsstrategier spelar roll.

För att säkra statens finansiering på både kort och lång sikt – och under alla typer av förutsättningar – använder Riksgälden flera skuldinstrument som beskrivs i avsnitt 4. Det betyder att vi både verkar för en väl fungerande inhemsk statspappersmarknad som bas för upplåningen och upprätthåller internationella lånekanaler där vi kan emittera stora belopp vid ett tillfälle.

6. Återförsäljarsystem och marknadsvård

Riksgälden använder ett återförsäljarsystem där återförsäljarna erbjuds vissa marknadsvårdande faciliteter. Både återförsäljarna och marknadsvården ska fungera som smörjmedel och stödja likviditeten på statspappersmarknaden.

6.1 Skäl till återförsäljarsystem

Det finns huvudsakligen två sätt att organisera värdepappershandel. Det ena är orderdrivna marknader, en princip som främst tillämpas på aktiemarknaden. Det andra är marknader med återförsäljare (marknadsgaranter), vilket dominerar räntemarknaden. De flesta länder använder sig av återförsäljare på statspappersmarknaden, så även Sverige. Systemen skiljer sig dock åt mellan olika länder vad gäller bland annat återförsäljarnas åtaganden och ersättning.

Återförsäljarna kan bidra till en väl fungerande marknad genom att:

- jämna ut orderflöden
- ställa köp- och säljräntor och på så vis bidra till en genomlyst prisbild
- skapa konkurrens om orderflödet och på så vis öka effektiviteten på marknaden
- diversifiera investerarbasen.

³ Riktlinjerna kompletterades 2013 med en punkt om att beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden. Frågan analyserades i Riksgäldens riktlinjeförslag inför regeringens beslut och en slutsats var att det inte vore lämpligt att begränsa refinansieringsriskerna med kvantitativa styrmått.

6.2 Återförsäljarnas skyldigheter och incitament

Riksgälden har avtal med ett antal återförsäljare (banker). I avtalen regleras de krav som återförsäljarna har förbundit sig att leva upp till. Till exempel ska de lägga bud i auktionerna (på primärmarknaden). De ska även agera marknads-garanter i det elektroniska handelssystemet och löpande tillhandahålla indika-tiva köp- och säljräntor. På sekundärmarknaden ska de underlätta handeln.

Återförsäljarna lägger antingen bud i auktionerna för kunders räkning eller för att hålla statspapper i egen bok och sedan erbjuda dem till investerare på andrahandsmarknaden. Återförsäljarnas roll – som budförmedlare och prisställare – gör att investerare kontinuerligt kan köpa och sälja statspapper. Det främjar likviditeten på sekundärmarknaden, vilket i sin tur innebär att investerarna kan kräva en lägre likviditetspremie som kompensation för en osäker prisbild. På så sätt kan Riksgälden låna till en lägre ränta.

Om återförsäljarna fullgör sina åtaganden på primär- och sekundärmarknaden får de provision. Den består dels i en fast del, dels en rörlig del kopplad till marknadsandel. Provisionerna är större i primär- än sekundärmarknaden.

Riksgäldens återförsäljaravtal finns publicerade på vår webbplats.

6.3 Riksgäldens auktioner (primärmarknaden)

Det är bara återförsäljarna som får lägga bud i Riksgäldens auktioner, det som brukar kallas primärmarknaden. Buden kan vara för egen del eller för kunders räkning. Tildelning görs enligt olika auktionsförfaranden beroende på instrument. Vi använder multiprisauktioner för nominella statsobligationer men enhetsprisauktioner för realobligationer (från januari 2025) och statsskuldväxlar (från februari 2026).

Riksgälden tilldelar normalt så många bud att den annonserade auktions-volymen emitteras, men vi har inte något åtagande att i varje situation emittera hela den annonserade volymen. Vi kan därmed förkasta bud om de bedöms vara onödigt dyra för staten. Detta kan bli aktuellt om ett bud avviker från vad som kan bedömas som marknadsmässigt motiverat.

Riksgälden har inte har någon mekanisk regel för när ett bud förkastas. På en volatil och osäker marknad kan vi acceptera större avvikelser från indikativa marknadspriser. Vid stor spridning av buden i en i övrigt stabil marknad och vid liten budvolym kan det finnas skäl att vara mer restriktiv.

Vi kan alltid hantera en undertecknad auktion genom att finansiera oss mer med kortfristig upplåning. Volymen i de följande annonserade auktionerna justeras inte för att kompensera för en undertecknad auktion.

6.4 Riksgäldens marknadsvårdande aktiviteter

När en auktion är genomförd övergår handeln till sekundärmarknaden. Där deltar inte Riksgälden, men vi erbjuder olika faciliteter och genomför vissa återkommande aktiviteter för att indirekt stödja marknadens funktion.

I de marknadsvårdande faciliteterna lånar Riksgälden kortfristigt ut statspapper till återförsäljarna genom repor. På så vis kan återförsäljarna erbjuda att sälja statspapper till investerare utan att riskera att det uppstår leveransproblem. Genom de marknadsvårdande reporna ökar volymen statspapper temporärt, vilket minskar risken för att det uppstår en bristsituation som kan göra återförsäljarna ovilliga att visa säljkurser och därmed hämma marknadslikviditeten.

Riksgäldens stående faciliteter innefattar *repor i statspapper mot likvida medel* och *reposwappar i statspapper*. För att utnyttja faciliteterna betalar återförsäljarna en premie i förhållande till Riksbankens styrränta. Repofaciliteten är helt efterfrågestyrd, medan reposwappfaciliteten är volymbegränsad. Den obegränsade repofaciliteten blir en form av oplanerad upplåning och Riksgälden gör därför prognoser på repovolymerna och anpassar den planerade upplåningen därefter.

En annan marknadsvårdande aktivitet – utöver de stående faciliteterna – är att vi normalt erbjuder bytesemissioner vid introduktion av nya statsobligationer (se avsnitt 4.1). Vi köper då tillbaka före detta referenslån till förmån för att bygga upp den nya obligationen. Det främjar sekundärmarknaden genom att marknadslikviditeten snabbare konsolideras till referenslånen.

7. Kommunikation och investerarrelationer

Tydlig kommunikation om statens upplåning minskar osäkerheten om förutsättningarna på statspappersmarknaden. Mindre osäkerhet medför i sin tur lägre riskpremier förknippade med svenska statspapper, vilket kan förväntas hålla nere statens långsiktiga upplåningskostnader. Kommunikation spelar även en viktig roll i att attrahera investerare till den svenska statspappersmarknaden.

Bilden nedan ger en överblick över hur kommunikationen med målgruppen marknadsaktörer (återförsäljare och investerare) är strukturerad.

Figur 3 Struktur för Riksgäldens kommunikation kopplad till upplåningen



Kärnan i kommunikationen är information om statens upplåningsbehov och emissionsplaner. Här är den främsta kommunikationskanalen *Statsupplåning – prognos och analys*, en rapport som publiceras två gånger om året. Genom att förmedla våra prognoser och planer på ett konsekvent sätt, med framförhållning och samtidigt till alla aktörer, undviker vi att överraska marknaden. Exakt vilka obligationer vi planerar att emittera annonseras en vecka före varje auktion. Hur prognoserna och upplåningsplanen i den senaste rapporten står sig går att följa genom den månatliga publiceringen av statens budgetsaldo och statsskulden. Sammantaget ger detta marknadsaktörerna goda förutsättningar att bedöma hur utbudet av statspapper kommer att utvecklas.

Riksgäldens kommunikationsarbete innefattar även att hålla en löpande dialog med återförsäljarna. Vi har också direkta kontakter med såväl svenska som utländska investerare, både genom bilaterala möten och på investerarrträffar. En annan viktig målgrupp är kreditvärderingsinstituterna som vi har regelbunden kontakt med inför att de uppdaterar sina kreditbetyg för svenska staten.

8. Återkoppling ger grund för utveckling

Riksgälden genomför mot slutet av varje år en undersökning där återförsäljare och investerare värderar de strategier som beskrivs i dessa riktlinjer och bedömer hur Riksgälden genomför dem. Återkopplingen från marknadsaktörerna är en viktig aspekt att beakta i vårt löpande arbete med att utveckla strategierna för upplåningen. Ändrade förutsättningar och nya analyser av kostnads- och riskaspekter kan också ge skäl att ompröva strategierna.