

# STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Underlag för utvärdering 2021



## Riksgäldens uppdrag

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

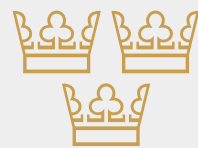
Förvaltningen av statsskulden styrs övergripande genom budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden. Här framgår exempelvis vad staten får låna till och vad målet för skuldförvaltningen är. Regeringen fastställer dessutom riktlinjer för förvaltningen, som bland annat styr hur statsskulden ska vara sammansatt och hur lång löptid den ska ha.

Regeringen beslutar om riktlinjerna varje år senast den 15 november. Beslutet fattas efter att Riksgälden lämnat ett förslag på riktlinjer som Riksbanken fått yttra sig över.

Riksgäldens operativa roll innefattar sedan att inom de givna ramarna låna de pengar som behövs för att finansiera underskott i statsbudgeten och ersätta lån som förfaller.

När året gått lämnar Riksgälden i februari underlag för utvärdering av skuldförvaltningen till regeringen. Regeringen ska i sin tur lämna en utvärdering till riksdagen vartannat år i april. Ekonomistyrningsverket (ESV) bistår regeringen i utvärderingarna till riksdagen.

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



# Innehåll

<b>Året i korthet</b>	<b>4</b>
<b>Statsskuldens förvaltning</b>	<b>5</b>
Övergripande strategi fastställs i regeringens riktlinjer	6
Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid	8
Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis	11
Positionstagning inom givna riskmandat	11
Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer	12
<b>Förutsättningar under året</b>	<b>14</b>
Återhämtning i ekonomin	14
Både budgetsaldot och primärsaldot visade överskott	15
Styrkan i den ekonomiska återhämtningen överraskade	16
Statsskulden vände nedåt	21
Försämrade likviditet på statspappersmarknaden	22
Högre marknadsräntor och svagare krona	24
<b>Den operativa förvaltningen</b>	<b>26</b>
Minskat utbud av statspapper	27
God efterfrågan i både auktioner och syndikeringar	31
Minskat totalt nyttjande av marknadsvårdande repofaciliteter	32
Stora svängningar i likviditetsförvaltningen	32
Oförändrad volym ränteswappar	34
Oförändrad position för en starkare krona	35
<b>Marknadsaktörernas syn på Riksgälden</b>	<b>36</b>
Lägre helhetsbetyg 2021 efter uppgång föregående år	37
Marknadsvårdande repor viktigast för återförsäljarna	37
Kommunikationen är en styrka men agerandet får lägre betyg	38
<b>Redovisning av kostnad och risk</b>	<b>39</b>
Löptid inom styrintervall och oförändrad valutaexponering	39
Fortsatt låg kostnad för statsskulden	44
Realobligationerna gav ökad kostnad under 2021	46
Sista premieobligationen förföll – fortsatt merkostnad under 2021	48
Löpande positionstagningen gav positivt resultat för året	48

Lägre korträntor gav positivt resultat från ränteswappar	49
Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil	51
Begränsad motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner	53

## Året i korthet

- Statsfinanserna stärktes och budgetsaldot återgick till överskott 2021 efter det stora underskottet året före. Svensk ekonomi återhämtade sig överraskande snabbt och Riksgälden höjde prognosen för budgetsaldot flera gånger under året.
- Osäkerheten kring budgetsaldots utveckling var påtaglig och därför planerade Riksgälden för en relativt stor kortfristig upplåning som anpassades under året i takt med att utfallet för budgetsaldot visade sig bli starkare än väntat.
- Till följd av de starkare statsfinanserna minskade statens upplåningsbehov och statsskulden vände nedåt.
- Riksgälden drog ned emissionsvolymerna gradvis under året. Samtidigt förlängde Riksgälden statspapperskurvan ytterligare genom att ge ut en 50-årig statsobligation.
- Enligt Riksgäldens årliga marknadsundersökning upplevde aktörerna på marknaden allt sämre likviditet i statspappersmarknaden och den bedömdes som underkänd av både återförsäljare och investerare.
- Marknadsaktörernas syn på Riksgälden visade enligt undersökningen en nedgång i helhetsbetyget efter föregående års uppgång. Ett tydligt och konsekvent agerande var den faktor som försämrades mest, medan de marknadsvårdande reporna och kommunikationen om lånebehovet och finansieringen fortsatt ses som Riksgäldens främsta styrkor.
- Marknadsräntorna på statsobligationer steg något mot bakgrund av högre inflation och den svenska kronan försvagades något mot dollarn och euron.
- Riksgälden slutade att låna i utländsk valuta för Riksbankens räkning till följd av att Riksbanken beslutade att själv finansiera valutareserven. För att vara fortsatt närvarande på den internationella marknaden avser Riksgälden att i stället emittera obligationer i utländsk valuta för egen räkning med en viss regelbundenhet.
- Statsskuldens löptid låg inom det övergripande styrintervallet och valutaexponeringen hölls oförändrad 2021 enligt regeringens riktlinjer. Kostnaden för statsskulden var 9 miljarder kronor eller motsvarande 0,17 procent av BNP och innebär att kostnaden ligger kvar på en historiskt låg nivå. Det kalkylmässiga resultatet för realobligationerna var negativt för året och positionen för en starkare krona visade en orealiserad vinst.

## Statsskuldens förvaltning

---

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

---

Riksgälden lånar pengar för statens räkning genom att emittera skuldinstrument (räntebärande värdepapper). Huvuddelen av lånen tas upp i svenska kronor genom emissioner av nominella statsobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar. Dessa skuldinstrument kallas tillsammans statspapper. Obligationerna är lån som är längre än ett år, medan statsskuldväxlarna har kortare löptid. Riksgälden lånar också på den internationella marknaden genom att ge ut obligationer och räntebärande värdepapper med kortare löptid i utländsk valuta.

Investerare som köper de statspapper och andra skuldinstrument som Riksgälden emitterar lånar på så vis ut pengar till staten. Köparna kan exempelvis vara försäkringsbolag, banker och fonder (se rutan på sidan 12). Riksgälden emitterar statspapper i auktioner och därefter kan investerare sälja och köpa dem på andrahandsmarknaden. Ju mer investerarna är villiga att betala för svenska statspapper, desto lägre blir räntan på statens lån.

Vad staten ska låna till framgår av budgetlagen. Det handlar dels om att finansiera underskott i statsbudgeten som uppstår när utgifterna är större än inkomsterna, dels om att betala tillbaka tidigare tagna lån som löper ut och ska återbetalas. Vid hot mot den finansiella marknadens funktion får Riksgälden dessutom ge ut extra statspapper för att tillgodose behovet av säkra tillgångar. Ett ytterligare ändamål är att vid behov ta upp lån till Riksbankens valutareserv.

Lite förenklat kan man säga att de lån som Riksgälden tagit upp genom åren tillsammans utgör Sveriges statsskuld (se rutan på nästa sida om olika skuldmått). När staten betalar ut mer pengar än den får in i skatter och avgifter under ett år blir det ett underskott i statsbudgeten som finansieras med nya lån, vilket innebär att statsskulden ökar. Och vice versa: om budgeten visar överskott låter Riksgälden bli att refinansiera lån som förfaller och statsskulden minskar.

Riksgälden hanterar även dagliga under- och överskott i statens kassa. De dagar då staten har stora utbetalningar, till exempel då ett obligationslån förfaller eller transfereringar och statliga löner betalas ut, finansierar Riksgälden det underskott som uppstår genom att låna kortfristigt på penningmarknaden. Andra dagar kommer det i stället in mer pengar i statskassan än det går ut och då behöver överskottet placeras. Genom att Riksgälden hanterar nettot av alla myndigheters in- och utbetalningar tillsammans med betalningsflödena från statsskuld-förvaltningen får staten en centraliserad och kostnadseffektiv likviditetsförvaltning.

## Olika skuldmått

Det finns olika sätt att mäta statens skuldsättning. Riksgälden redovisar den *okonsoliderade statsskulden*. Måttet visar statens bruttoskuld och inkluderar alla lån och derivattransaktioner som Riksgälden tagit upp för statens räkning (inklusive Riksbanken). Skulden redovisas till nominellt slutvärde, det belopp som betalas tillbaka när lånet förfaller, enligt de principer som tillämpas inom EU.

Några statliga myndigheter äger statsobligationer och statsskuldväxlar. I den *konsoliderade statsskulden* räknas sådant inomstatligt ägande bort. Måttet ger en samlad bild av statens ekonomiska ställning och används i regeringens budgetproposition och i årsredovisningen för staten. Den konsoliderade statsskulden beräknas av ESV.

Ett skuldmått som ofta används i internationella jämförelser är den *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*. Där ingår staten, kommuner, regioner och pensionssystemet. Beräkningen baseras på villkor i Maastrichtfördraget. Enligt EU:s skuldkriterium får den så kallade Maastrichtskulden inte överstiga 60 procent av BNP. Maastrichtskulden är också det mått som avses i budgetramverket och för det skuldankare som gäller från 2019, det vill säga att skulden ska vara 35 procent av BNP på medellång sikt. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld publiceras av SCB.

Målet för statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden samtidigt som risken beaktas. Hänsyn ska också tas till de krav penningpolitiken ställer. Långsiktigheten innebär att Riksgälden strävar efter en så låg kostnad som möjligt för skulden som helhet över tid.

Förvaltningen styrs mot målet på olika nivåer – övergripande genom riktlinjer som beslutas av regeringen och operativt genom interna riktlinjer, förvaltningsstrategier, policy och praxis.

## Övergripande strategi fastställs i regeringens riktlinjer

På övergripande nivå görs avvägningen mellan kostnad och risk i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Regeringen fattar beslut om riktlinjerna årligen baserat på ett förslag från Riksgälden som Riksbanken får yttra sig om. En viktig fråga att ta ställning till är hur skuldportföljen bör se ut i termer av olika skuldslag och löptider, men det finns flera andra faktorer som också påverkar möjligheten till en långsiktigt låg upplåningskostnad. Det handlar bland annat om att värna en väl fungerande statspappersmarknad och upprätthålla förtroendet för svenska staten som emittent.

Långsiktigheten i målet innebär att riktlinjerna fastställs utifrån strukturella förhållanden som har en systematisk påverkan på kostnaden för statsskulden eller riskerna i förvaltningen. Ett viktigt skäl till långsiktigheten är att staten är en stor och unik aktör på den inhemska räntemarknaden som kan påverka prissättningen med sitt agerande. Detta ställer särskilda krav på förvaltningen.

## Riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid

Riktlinjerna visar hur statsskulden i termer av exponering ska vara fördelad på olika skuldslag och vilken löptid den ska ha.

### Statsskuldens sammansättning

Hur statsskulden är sammansatt påverkar både kostnaden och risken. Syftet med att ha exponering mot flera skuldslag är att sprida risker. Riskspridningen följer av att kostnaden för de olika skuldslagen vanligtvis inte varierar på samma sätt över tiden.

Riktlinjerna för statsskuldens sammansättning 2021:

- Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.
- Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska vara oförändrad.
- Resterande del ska bestå av nominell kronskuld.

### Statsskuldens löptid

Löptiden påverkar också både kostnaden och risken. Riktvärdet för löptiden bestäms genom att väga nyttan av att minimera kostnaden (ha kort löptid) mot nyttan av att ha låg ränteomsättningsrisk (ha lång löptid).

Historiskt har korta (rörliga) räntor varit lägre än långa (fasta) räntor vid lånetillfället, vilket innebär att det har varit billigare att ha en förhållandevis kort löptid. Samtidigt blir räntan mindre förutsägbar eftersom den ändras ofta. Kostnaden varierar därför i normalfallet mer när löptiden är kort.

De senaste åren har styrningen av löptiden blivit mer övergripande. I riktlinjerna för 2020 beslutades att de tidigare separata löptidsmålen för kronskuld respektive valutaskuld skulle slås ihop till ett gemensamt löptidsmål för hela statsskulden. Enligt det övergripande målet ska statsskuldens löptid ligga inom intervallet 3,5–6 år.

Riktvärdena för sammansättning och löptid sätter ramarna för statsskuldens exponering mot risk i form av kostnadsvariation. Exponeringen uppstår delvis genom de lån Riksgälden tar upp, men kan också justeras genom användning av olika typer av derivat i kronor och utländsk valuta. På så vis kan exponeringen styras utan att upplåningen behöver påverkas. Denna flexibilitet att styra risken är viktig för att Riksgälden ska kunna låna på ett förutsägbart sätt, bygga upp volymer i de obligationer som ges ut och upprätthålla olika lånekanaler över tid. På detta sätt kan Riksgäldens agerande bidra till kostnadsminimering över tid.

Att Riksgälden ska ha en god låneberedskap och bidra till en väl fungerande statspappersmarknad framgår också av regeringens riktlinjer. Eftersom staten finansierar underskott och förfall löpande genom upplåning på marknaden behöver Riksgälden hela tiden ha tillgång till upparbetade lånekanaler. På så vis begränsas statens finansieringsrisk, det vill säga risken att det blir svårt och/eller kostsamt att ta upp nya lån. Andra exempel på risker som beaktas är refinansieringsrisk och motpartsrisk. Dessa beskrivs närmare i sista kapitlet.



Utifrån regeringens riktlinjer ska Riksgälden fastställa principer för den operativa förvaltningen och besluta om interna riktlinjer. Dessa samlas övergripande i Riksgäldens finans- och riskpolicy och uppdateras årligen. Baserat på principerna har Riksgälden formulerat ett antal förvaltningsstrategier, vilka beskrivs härnäst.

## Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid

Riksgälden kan framför allt påverka kostnaden för statsskulden genom att föreslå en välavvägd skuldportfölj i riktlinjeförslaget och genom att verka för att marknaden för svenska statspapper är attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Ytterligare en aspekt är att låneberedskapen stärks om många investerare är villiga att placera i svenska statspapper.

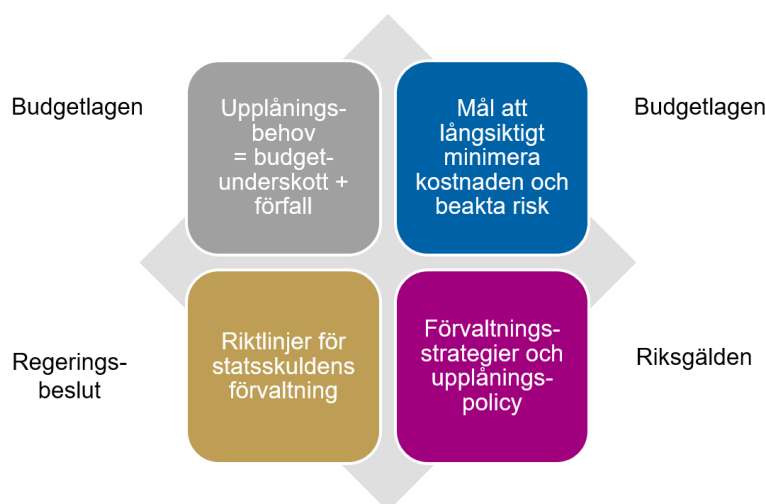
Svenska statspapper efterfrågas framför allt på grund av att de har låg kreditrisk mot bakgrund av att Sverige är ett stabilt land med ett etablerat finanspolitiskt ramverk, en egen valuta och en egen centralbank. Attraktionskraften beror också på den likviditet som andrahandsmarknaden normalt kan erbjuda och som gör att svenska statspapper är förhållandevis lätta att omsätta utan för stor prispåverkan.

Riksgälden använder flera förvaltningsstrategier för att göra marknaden för statspapper i kronor attraktiv. De huvudsakliga strategierna är att:

- låna på ett transparent och förutsägbart sätt
- stödja likviditeten och infrastrukturen på marknaden.

Förvaltningsstrategierna är en viktig del i ramverket för upplåningen som beskrivs i figur 1. Ramverket ger tydliga utgångspunkter för planeringen av statens upplåning. Hur mycket som ska lånas bestäms av definitionen i budgetlagen av vad staten ska låna till. Och hur upplåningen fördelas mellan olika skuldinstrument och löptider styrs av målet och riktlinjerna, som operationaliseras genom Finans- och riskpolicyn, förvaltningsstrategierna och upplåningspolicy.

Figur 1. Utgångspunkter för planeringen av statens upplåning



## Låna på ett transparent och förutsägbart sätt

Ett verktyg för att kunna kommunicera transparent och agera förutsägbart i marknaden är Riksgäldens upplåningspolicy som beskrivs i rutan nedan. Genom policyn och regelbunden kommunikation om Riksgäldens låneplan kan återförsäljare och investerare skapa sig en god bild av emissionsvolymerna i olika statspapper och förstå hur Riksgälden kommer att agera om det ekonomiska läget förändras. Detta tillvägagångssätt gör att osäkerheten kring svenska statspapper blir mindre och att investerare därmed kräver en lägre riskpremie för att låna ut pengar till svenska staten, allt annat lika.

En viktig kommunikationskanal är rapporten Statsupplåning – prognos och analys, som publiceras tre gånger om året. Där presenteras låneplanen för de kommande två åren och prognoser för den ekonomiska utvecklingen och budgetsaldot (nettolånebehovet). I rapporten lyfts också vilka avvägningar som gjorts utifrån riktlinjer, upplåningspolicy och rådande förutsättningar. I början av varje månad publiceras sedan utfallet av statens betalningar och avvikelser från prognosen förklaras.

I samband med utfallet av statens betalningar publiceras även rapporten Sveriges statsskuld. Där redovisas statsskuldens storlek och sammansättning månad för månad. Riksgäldens årliga förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning är ytterligare en publikation som ger en bild av hur statens upplåning och styrningen av statsskulden kommer att utvecklas framöver.

## Upplåningspolicy ligger till grund för låneplaneringen

Riksgälden följer en upplåningspolicy för bland annat vilka typer av skuldinstrument som används och hur prioritering görs mellan instrumenten och mellan olika löptider.

### Nominella statsobligationer är den viktigaste finansieringskällan

Nominella statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste finansieringskälla. Dessa prioriteras därför framför andra instrument i upplåningen. Riksgälden erbjuder regelbundna emissioner via auktioner enligt en fastställd låneplan. Genom att sälja mindre volymer vid många tillfällen minskar risken för att staten behöver låna stora volymer vid ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till statsobligationer via primärmarknaden.

En viktig del i strategin för att minimera upplåningskostnaderna på lång sikt är att agera förutsägbart och bygga upp tillräckligt stor volym i vissa prioriterade löptider för att säkerställa god likviditet. Det innebär att Riksgälden endast i begränsad utsträckning anpassar upplåningen i statsobligationer efter kortsiktiga förhållanden på marknaden.

Riksgälden strävar också efter att hålla förfallen i obligationsstocken relativt jämna i både storlek och tid, för att undvika alltför stora refinansieringsbehov under enskilda år.

### Realobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer

Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna. Realupplåningen i

realobligationer bör vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel, men inte så stor att den tränger undan nominella statsobligationer och försämrar likviditeteten på den marknaden.

Även när det gäller realobligationerna emitterar Riksgälden regelbundet i auktioner och strävar efter jämna förfall. För att underlätta återinvesteringar vid förfall strävar Riksgälden efter att begränsa den utestående volymen i obligationer genom att erbjuda bytes mot längre obligationer.

### **Obligationer i utländsk valuta bidrar till god låneberedskap**

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgälden nå fler investerare och låna stora belopp på kort tid. Det finns därför skäl att ge ut obligationer i utländsk valuta även när lånebehovet är litet för att på så vis upprätthålla beredskapen att låna större belopp. Riksgälden ger även ut värdepapper med kortare löptid i utländsk valuta.

Eftersom Riksgälden är en liten aktör på den internationella kapitalmarknaden, till skillnad från på kronmarknaden, är möjligheterna större att agera flexibelt och anpassa upplåningen efter rådande marknadsförhållanden.

### **Statsskuldväxlar används för att parera svängningar i lånebehovet**

Med statsskuldväxlar kan Riksgälden låna på korta löptider i kronmarknaden. Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner och kan också säljas inom likviditetsförvaltningen. I den planerade upplåningen används växlarna framför allt för att parera svängningar i lånebehovet, i syfte att hålla utbudet av statsobligationer stabilt.

## **Stödja likviditet och infrastruktur på marknaden**

Riksgälden eftersträvar flera och effektiva försäljningskanaler. Ett system med regelbundna auktioner och återförsäljaravtal borgar för en väl fungerande infrastruktur och främjar likviditeten på den svenska statspappersmarknaden. Återförsäljarna lägger bud i auktionerna och ställer priser på andrahandsmarknaden.

När det gäller likviditeten på andrahandsmarknaden för statspapper i kronor kan Riksgälden bidra med indirekt stöd genom så kallade marknadsvårdande faciliteter. En sådan är den obegränsade möjligheten för återförsäljarna att repa in – låna – statspapper från Riksgälden. Vetskapen om denna möjlighet underlättar för återförsäljarna att ställa priser, vilket främjar marknadslikviditeten.

Riksgälden erbjuder även byten mellan olika statspapper. När en ny obligation introduceras erbjuds byten för att det nya lånet snabbt ska nå upp i en viss utestående volym. Återförsäljarna kan dessutom löpande byta en realobligation mot en annan.

En annan försäljningsform än auktioner är syndikering. Det innebär att en grupp banker anlitas för att genomföra emissionen. Obligationerna som ska säljas marknadsförs och investerare erbjuds att teckna sig för köp. Riksgälden använder syndikering främst för obligationer i utländsk valuta, men under 2021 gavs även en ny 50-årig statsobligation ut på detta sätt.

En av fördelarna med syndikering, jämfört med auktioner, är att Riksgälden kan emittera stora volymer vid enskilda tillfällen. Syndikering ger även större flexibilitet i valet av tidpunkt och därmed möjlighet att anpassa volym och pris efter efterfrågan och rådande marknadsförhållanden.

## Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis

Statens kassa hanteras dagligen inom likviditetsförvaltningen. Nettot av in- och utbetalningar i svenska kronor samlas varje dag på statens centralkonto hos Riksbanken. Riksgälden ansvarar för att låna för att täcka underskott eller placera överskott, så att saldot på centralkontot är noll vid dagens slut. Även betalningar i utländsk valuta hanteras i likviditetsförvaltningen. Genom att centralisera statens betalningar och valutaväxlingar kan motstående flöden kvittas och transaktionskostnaderna hållas nere.

Det övergripande målet är att säkerställa att staten kan fullgöra sina betalningar i tid, vilket kräver planering baserad på tillförlitliga prognoser för låne- och placeringsbehovet. Planeringen gör det också möjligt att låna eller placera till fördelaktigare villkor. Samtidigt krävs en hög grad av flexibilitet i likviditetsförvaltningen för att kunna hantera oväntade betalningsflöden. Det är därför varken lämpligt eller möjligt att i detalj reglera varje tänkbar situation som kan uppstå i likviditetsförvaltningen.

Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning innehåller inga närmare regler för likviditetsförvaltningen. Däremot fastställs vägledande principer i Finans- och riskpolicyn. Där framgår bland annat vilka instrument som får användas och hur kredit- och motpartsrisiker ska begränsas. I övrigt utförs den operativa verksamheten enligt en intern instruktion som vägleder i de val av motpart, instrument och löptid som görs vid varje enskild transaktion.

## Positionstagning inom givna riskmandat

Riksgälden kan inom givna mandat ta positioner i utländska räntor och valutor för att sänka kostnaden för statsskulden eller minska finansiella risker. Positionerna tas med derivatinstrument på likvida marknader.

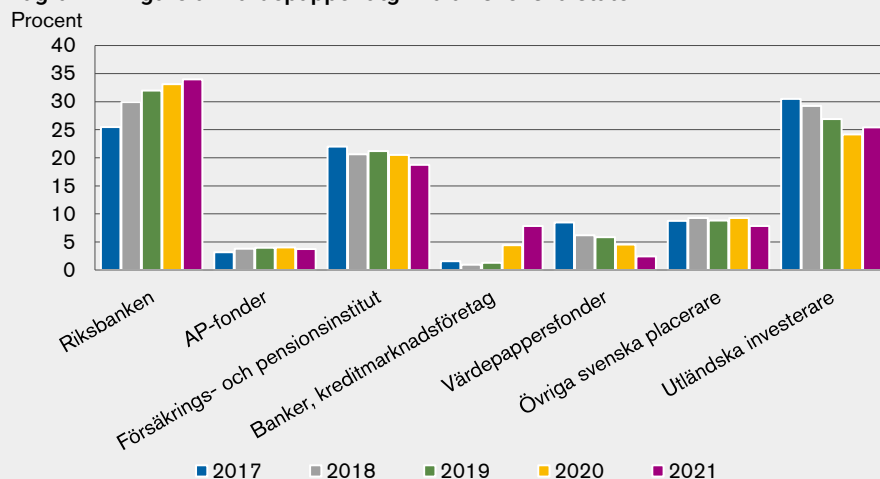
Riksgälden har mandat att ta mindre positioner i den löpande verksamheten, medan beslut om större positioner fattas av styrelsen. Styrelsen ska även fatta beslut om positioner i kronan. Riksgälden får inte ta positioner i svenska räntor. Riskmandatet för positionstagningen styrs på tre nivåer: i regeringens riktlinjer, i Riksgäldens finans- och riskpolicy samt genom beslut av riksgäldsdirektören.

## Vem äger den svenska statsskulden?

Historiskt har försäkringsbolag, pensionsinstitut och utländska investerare varit stora ägare av de skuldinstrument som getts ut av svenska staten (se diagram 1). Sedan 2015 har Riksbanken köpt statspapper i penningpolitiskt syfte och därmed blivit den största ägaren. Under 2021 höll Riksbanken i genomsnitt omkring en tredjedel av statsskulden.

I takt med Riksbankens köp har utländska investerare minskat sitt ägande, men under 2021 vände andelen uppåt och nådde en fjärdedel. Svenska investerares innehav sjönk under året medan andelen för banker och kreditmarknadsföretag fortsatte att växa.

Diagram 1. Ägare av värdepapper utgivna av svenska staten



Anm.: Innehav till marknadsvärde. För 2021 är siffrorna ett genomsnitt av de tre första kvartalen.

Källor: SCB, Finansräkenskaperna.

## Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer

Att utvärdera om det övergripande målet om att minimera kostnaden med beaktande av risk har uppnåtts är komplicerat. En anledning till det är att kostnaden för statsskulden beror på de rådande marknadsräntorna samtidigt som Riksgäldens utbud av statspapper påverkar marknadsräntorna. För att veta om Riksgälden minimerat kostnaden behövs kunskap om vilka kostnader som alternativa upplåningsstrategier skulle ha resulterat i. Det är således svårt att sätta kvantitativa mål för statens lånekostnad.

Utvärderingen görs därför framför allt i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Men när det är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.

Som grund för utvärderingen beskrivs i denna rapport först förutsättningarna för förvaltningen under året i nästa kapitel. Det handlar framför allt om utvecklingen av budgetsaldot, statsskuldens storlek och förhållandena på de finansiella marknaderna.

I det efterföljande kapitlet redogörs för den operativa förvaltningen. De avvägningar som gjorts i upplåningen under året och de beslut som fattats följs upp och förklaras. Riksgäldens agerande och förvaltningsstrategier utvärderas dessutom i en årlig enkätundersökning riktad till återförsäljare och investerare. Resultatet av undersökningen presenteras i näst sista kapitlet.

Slutligen följs förvaltningen upp mot dels de uppsatta riktvärdena för sammansättning och löptid, dels de interna riktlinjerna i Finans- och riskpolicyn. I det sista kapitlet redovisas också kostnaden för statsskulden som helhet, risken i termer av kostnadsvariation och resultatet för de delar av förvaltningen som har kvantitativa mål. Även refinansieringsrisker och motpartsrisker följs upp.

## Förutsättningar under året

---

Statsfinanserna stärktes och budgetsaldot återgick till överskott 2021 efter det stora underskottet året före som följde av pandemin. Svensk ekonomi återhämtade sig överraskande snabbt och Riksgälden höjde prognosen för budgetsaldot flera gånger under året. Därmed minskade statens lånebehov och statsskulden vände ner. Likviditeten på statspappersmarknaden försämrades och bedömdes som underkänd av både återförsäljare och investerare. Marknadsräntor på statsobligationer steg något mot bakgrund av högre inflation och den svenska kronan försvagades något mot dollarn och euron.

---

Den huvudsakliga utgångspunkten för statens upplåning är utvecklingen av statsfinanserna. Upplåningen planeras utifrån prognoser på statens budgetsaldo, som i sin tur påverkas av den ekonomiska utvecklingen och finanspolitiken. Ett negativt budgetsaldo (underskott) innebär ett positivt nettolånebehov, vilket Riksgälden finansierar med nya lån som ökar statsskulden.

Även statsskuldens storlek i sig påverkar förvaltningen och avvägningen mellan olika risker. Om skulden ligger på en hög nivå får variationer i kostnaden för skulden större effekt på statsfinanserna. Risker i form av kostnadsvariation hanteras då bland annat genom att diversifiera skulden. Vid en låg skuldnivå blir det i stället viktigare att koncentrera upplåningen för att upprätthålla väl fungerande marknader i de skuldinstrument som kan säkra god låneberedskap och låga kostnader över tid.

Riksgälden följer utvecklingen på statspappersmarknaden och dess funktion genom en löpande dialog med återförsäljare och investerare. Varje år görs också en enkätundersökning för att få en samlad bild av hur återförsäljare och investerare upplever marknadslikviditeten.

Sist i detta kapitel beskrivs utvecklingen av marknadsräntor och valutakurser under året. Dessa yttre faktorer har stor påverkan på kostnaden för statsskulden.

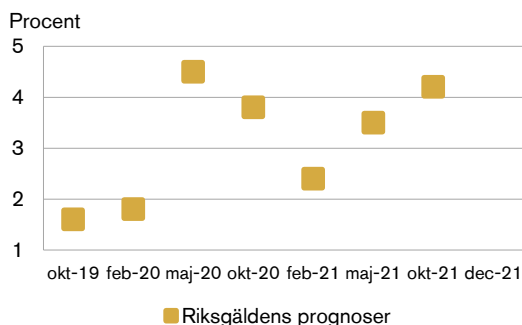
### Återhämtning i ekonomin

Den svenska ekonomin 2021 präglades av fortsatt återhämtning från de ekonomiska konsekvenserna av coronapandemin. Återhämtningen tog framför allt fart under andra halvåret och drevs då främst av hushållens konsumtion som ökade i takt med att vaccinationsgraden steg och restriktionerna togs bort. Investeringarna ökade relativt mycket under hela året. Även exporten ökade i takt med omvärldens återhämtning men hämmades av utbudsproblem i flertalet leveranskedjor såsom brist på halvledare, höga containerpriser och försenade leveranser.

Återhämtningen i ekonomin speglades även på arbetsmarknaden. Arbetslösheten minskade 2021 efter att ha ökat kraftigt 2020. Efterfrågan på arbetskraft ökade, framför allt under hösten när

flertalet av de kontaktnära restriktionerna släpptes, vilket ledde till både ökad sysselsättning och minskad arbetslöshet.<sup>1</sup>

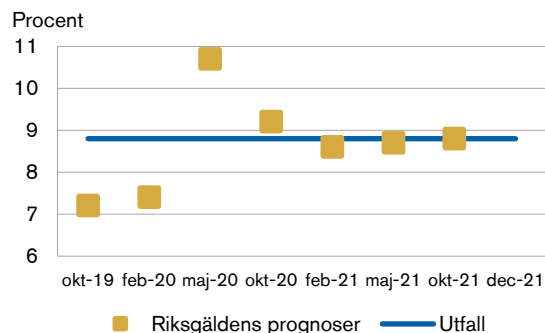
Diagram 2. BNP 2021 – prognos över tid



Anm.: Avser procentuell BNP-utveckling i fasta priser. Den första prognosen för 2021 publicerades i oktober 2019. Prognosen uppdaterades sedan tre gånger under 2020 respektive 2021. Utfallet för 2021 publiceras efter denna rapport, ingen jämförelse med utfallet kan göras här.

Källa: Riksgälden.

Diagram 3. Arbetslöshet – prognos och utfall



Anm.: Avser arbetslöshet som andel av arbetskraften enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU). Den första prognosen för 2021 publicerades i oktober 2019. Prognosen uppdaterades sedan tre gånger under 2020 respektive 2021.

Källor: Riksgälden och SCB.

I den första prognosen för BNP-tillväxten för helåret 2021 såg Riksgälden en snabb återhämtning (se diagram 2). I takt med att nya vågor av höga smittotal och nya ekonomiska störningar uppenbarades reviderades tillväxten först ned. Bilden ljusnade dock åter och BNP-utvecklingen reviderades upp relativt mycket i maj och oktober. Riksgäldens prognoser för arbetslösheten enligt AKU överskattades initialt men låg därefter relativt nära utfallet (se diagram 3).

## Både budgetsaldot och primärsaldot visade överskott

Återhämtningen i ekonomin präglade även utvecklingen av budgetsaldot. Sammantaget landade statens budgetsaldo på ett överskott på 78 miljarder kronor 2021 (se tabell 1). Det är en väsentlig förbättring jämfört med underskottet på 221 miljarder kronor 2020. Exklusive Riksbankens återbetalning av lån var överskottet 21 miljarder kronor 2021.

Primärsaldot, som är nettot av statens inkomster och utgifter exklusive Riksgäldens nettoutlåning och räntor på statsskuden, visade ett knappt överskott på 3 miljarder kronor. Det är en förbättring med 176 miljarder kronor jämfört med 2020. I stort sett hela förbättringen beror på ökade skatteinkomster, vilket till stor del var drivet av den starka makroekonomiska återhämtningen. Utgifter och övriga inkomster var i stort sett oförändrade jämfört med 2020.

Riksgäldens nettoutlåning bidrog till att stärka budgetsaldot 2021 med 74 miljarder kronor. Det förklaras främst av minskad utlåning till Riksbanken. I januari 2021 meddelade Riksbanken att de själva avsåg att finansiera sin valutaserv. Det innebar att Riksgälden inte refinansierade

<sup>1</sup> Utvecklingen på arbetsmarknaden 2021 jämfört med 2020 är dock tillfälligt svårtolkad på grund av genomförda statistikförändringar under 2021. Förändringar i hur utfallet mäts i AKU gjordes i januari 2021 och bidrog till att utfallen under 2021 jämfört med föregående år blev svårtolkat. Arbetslösheten minskade till exempel betydligt långsammare enligt arbetskraftsundersökningarna (AKU) jämfört med statistik på inskrivna arbetslösa hos Arbetsförmedlingen.



upptagna lån för Riksbankens räkning som förföll under året. Detta stärkte budgetsaldot utöver konjunktoreffekter med 57 miljarder kronor.

Även de kassamässiga räntebetalningarna på statsskulden stärkte budgetsaldot – med 1 miljarder kronor. Det innebär en minskning av räntebetalningarna på 21 miljarder kronor jämfört med föregående år. Nivån för de kassamässiga räntorna är historiskt lågt till följd av att räntorna som fallit under en lång period successivt får genomslag i räntebetalningarna. Minskningen mellan 2020 och 2021 beror också på att Riksgälden betalade ut relativt mycket inflationskompensation under 2020. När en realobligation förfaller eller köps tillbaka av Riksgälden betalas kompensation för den inflation som varit sedan obligationen gavs ut. I slutet av 2020 förföll dessutom obligationer med hög kupongränta och kupongbetalningarna blev därför lägre 2021. De kostnadsmässiga räntorna redovisas i det sista kapitlet.

Tabell 1. Statens budgetsaldo

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Primärsaldo <sup>1</sup>	69	98	65	-173	3
Riksgäldens nettoutlåning <sup>2</sup> (-)	-3	4	-69	28	-74
Räntor på statsskulden (-)	10	13	22	19	-1
<b>Budgetsaldo<sup>3</sup></b>	<b>62</b>	<b>80</b>	<b>112</b>	<b>-221</b>	<b>78</b>
<b>Budgetsaldo exkl. vidareutlåning till Riksbanken</b>	<b>71</b>	<b>91</b>	<b>45</b>	<b>-215</b>	<b>21</b>

<sup>1</sup> Primärsaldot är statens inkomster minus utgifter exklusive Riksgäldens nettoutlåning och räntebetalningar.

<sup>2</sup> Riksgäldens nettoutlåning utgörs i huvudsak av nettoförändringar av myndigheters lån och placeringar hos statens intermbank. Nettoutlåningen påverkar budgetsaldot (nettolånebehovet) och statsskulden, men omfattas inte av det statliga utgiftstaket. En siffra med positivt tecken innebär ett lägre budgetsaldo, medan negativt tecken innebär ett högre budgetsaldo.

<sup>3</sup> Budgetsaldot med omvänt tecken är statens nettolånebehov.

Källa: Riksgälden.

## Styrkan i den ekonomiska återhämtningen överraskade

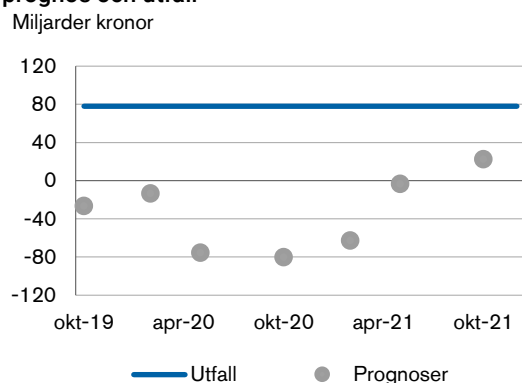
Riksgälden gör detaljerade prognoser på budgetsaldot på både mycket kort sikt och på längre. Syftet med prognoserna är att skapa förutsättningar för stabila låneplaner och en effektiv likviditetsförvaltning. Något förenklat kan sägas att årsprognoserna styr den långfristiga obligationsupplåningen, medan månadsprognoserna styr den kortfristiga upplåningen i statsskuldväxlar och commercial paper. Dagsprognoserna används i likviditetsförvaltningen.

Fortsatt mycket stor osäkerhet kring utvecklingen av pandemin präglade prognoserna för 2021. Det handlade till exempel om antaganden om utvecklingen av smittspridningen, om hur länge införda restriktioner skulle finnas på plats och prognoser över hur detta skulle påverka den makroekonomiska utvecklingen och i förlängningen budgetsaldot. Samtidigt infördes många nya finanspolitiska stödåtgärder under kort tid 2020. Antaganden behövde också göras kring hur mycket av dessa nya stödåtgärder som skulle utnyttjas. Många av åtgärderna förlängdes vid olika tillfällen även in i 2021.

## Årsprognoser

Riksgäldens prognoser för budgetsaldot underskattade genomgående utfallet för 2021 (se diagram 4). De första prognoserna gjordes innan pandemin var ett faktum i Sverige. I maj 2020 när pandemin för första gången var en del av underlaget reviderades prognosen för budgetsaldot ned kraftigt. Under 2021 ljusnade bilden givet den starka ekonomiska återhämtningen och budgetsaldot reviderades successivt upp.

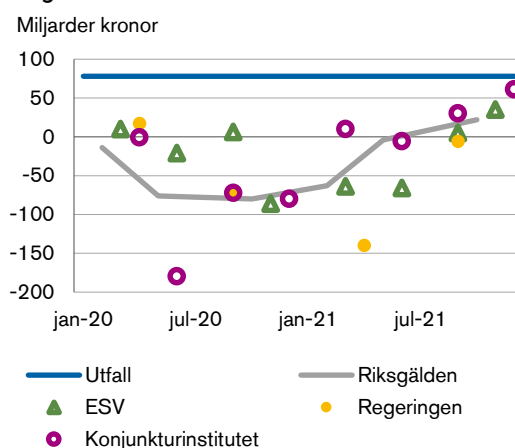
**Diagram 4. Budgetsaldot för 2021 – Riksgäldens prognos och utfall**



Anm.: Den första prognosen för budgetsaldot 2021 publicerades i oktober 2019. Prognosen uppdaterades sedan tre gånger under 2020 respektive 2021.

Källa: Riksgälden.

**Diagram 5. Olika bedömares prognoser för statens budgetsaldo 2021**

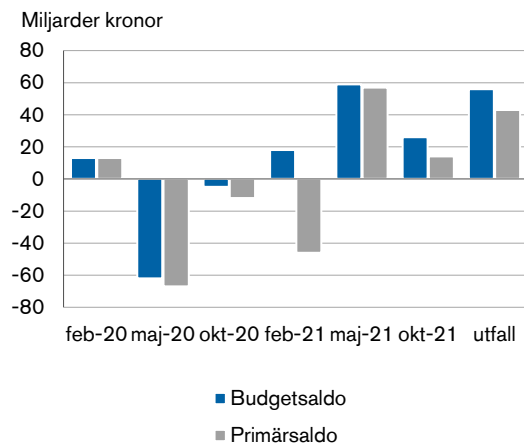


Anm.: Prognosmetoder kan skilja sig mellan prognosmakare, detta gäller särskilt kommande prognosår. Detta innebär att differenser mellan prognoser för 2021 gjorda under 2020 även kan inkludera metodskillnader. För prognoser 2021 gjorda under 2021 är dessa skillnader betydligt mindre.

Källor: Riksgälden, ESV, Regeringen och Konjunkturinstitutet.

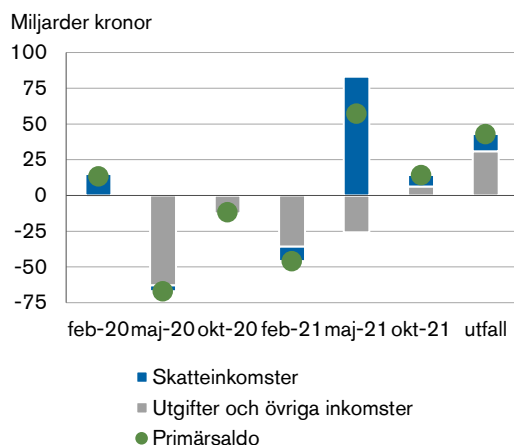
Även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen gör prognoser på statens budgetsaldo. Samtliga prognosmakare underskattade genomgående utfallet (se diagram 5). Spridningen av prognoserna var stor, vilket visar på osäkerheten kring utvecklingen. Riksgäldens prognoser följer i stort samma revideringstendenser som andra prognosmakares. Samtliga prognoser gjorda runt årsskiftet 2020/2021 visade på relativt stora underskott i budgetsaldot 2021. Därefter reviderades prognoserna för budgetsaldot successivt upp för att efter sommaren ligga på överskott eller balans.

Revideringarna av Riksgäldens prognoser beror främst på revideringar av primärsaldot (se diagram 6). Skillnaden mellan budgetsaldot och primärsaldot avser Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter m.fl. och räntor på statsskuden. Undantaget till detta samband är revideringen i februari 2021. Då reviderades primärsaldot ned på grund av en svagare ekonomisk utveckling. Samtidigt reviderades budgetsaldot upp. Förklaringen var en stor nedrevidering av Riksgäldens nettoutlåning till följd av Riksbankens beslut att återbetala lån som tidigare nämnts.

**Diagram 6. Prognosrevideringar för budgetsaldot och primärsaldot för 2021**

Anm.: Staplarna visar prognosrevidering mellan enskilda prognosomgångar i nivå. Till exempel visar staplarna för maj 2020 prognosrevidering mellan februari 2020 och maj 2020, staplarna för oktober 2020 visar prognosrevidering mellan maj 2020 och oktober 2020 och så vidare.

Källa: Riksgälden.

**Diagram 7. Prognosrevideringar av primärsaldot fördelat på skatter och utgifter m.m.**

Anm.: Staplarna visar prognosrevidering mellan enskilda prognosomgångar i nivå. Till exempel visar stapeln för maj 2020 prognosrevidering mellan februari 2020 och maj 2020, stapeln för oktober 2020 visar prognosrevidering mellan maj 2020 och oktober 2020 och så vidare.

Källa: Riksgälden.

Revideringarna av primärsaldot är främst kopplade till synen på pandemin. Mellan maj 2020 och maj 2021 reviderades utgifterna successivt upp och bidrog därmed till en nedrevidering av primärsaldot (se diagram 7). Det handlade till exempel om ökade utgifter för testning, vaccinering, extra statsbidrag till kommuner och regioner och stöd till näringslivet. I slutet av året reviderades dock utgifterna ned när delar av de prognosticerade finanspolitiska stöden inte såg ut att användas innan årets slut. Mer konjunktur känsliga utgifter, såsom utgifter för arbetsmarknaden och utbildning, reviderades upp i prognoserna under 2020 men sänktes därefter gradvis under 2021 i takt med den starkare makroekonomiska utvecklingen.

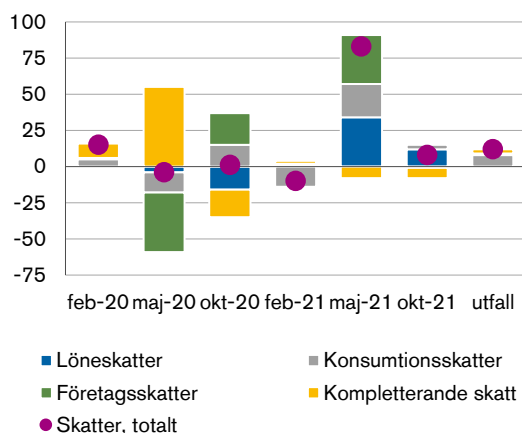
Skatteinkomsterna för 2021 reviderades ned marginellt i prognoserna mellan maj 2020 och februari 2021. Därefter höjdes de i de efterföljande prognoserna (se diagram 7). Utvecklingen av skatteinkomsterna följer i stor utsträckning synen på den makroekonomiska utvecklingen men påverkas även av andra faktorer, till exempel skattesänkningar. De relativt små totala prognosändringarna döljer i några fall större revideringar av skatteslag som gått åt olika håll, bland annat inom kompletterande skatt (se diagram 8). För 2021 påverkades kompletterande skatt i stor grad av finanspolitiska beslut om beviljade anstånd, det vill säga att företag fick lov att skjuta upp skattebetalningar från 2020 till 2021.

Prognoserna för skatteinkomsterna har även påverkats av utvecklingen av så kallade kapitalplaceringar på skattekonton. Räntan på intäkter på skattekontot är sedan 2017 noll procent. I oroliga tider med lågt ränteläge kan skattekontot dock ändå ses som ett attraktivt alternativ att placera i. Företag och hushåll har därför satt in pengar i större omfattning än vad som krävs för att täcka skattebetalningar (se diagram 9). Detta kapital är volatilt och svårt att prognosticera. In- och utflöden har dock en direkt påverkan på budgetsaldot och därmed på upplåningen och

statskulden. Riksgälden uppskattar att kapitalplaceringarna ökade med 15 miljarder kronor 2021 och därmed landade på en nivå omkring 70 miljarder kronor i slutet av 2021 men det är svårt att uppskatta hur stora dessa kapitalplaceringar är.

**Diagram 8. Prognosrevideringar av skatteinkomsterna för 2021**

Miljarder kronor

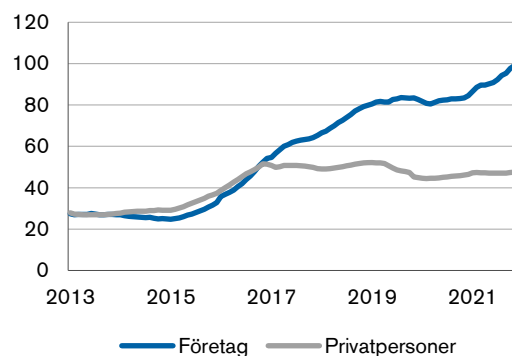


Anm.: Staplarna visar prognosrevidering mellan enskilda prognosomgångar i nivå. Till exempel visar staplarna för maj 2020 prognosrevidering mellan februari 2020 och maj 2020. Stapeln längst till höger visar totala revideringen mellan februari 2020 och utfallet.

Källa: Riksgälden.

**Diagram 9. Saldo på skattekonton**

Miljarder kronor



Anm.: Avser 12 månaders glidande medelvärde.

Källor: Skatteverket och Riksgälden.

## Pandemieffekter på budgetsaldot mildare än först väntat

Prognoserna för helåret 2021 påverkades givetvis mycket av synen på pandemins utveckling. Ett sätt att få en ungefärlig uppskattning om hur den påverkat är att göra jämförelser med prognosen i februari 2020 eftersom den publicerades innan pandemin slog till i Sverige. Prognosrevideringarna vid en sådan jämförelse inkluderar givetvis alla effekter på budgetsaldot men pandemirelaterade effekter både avseende den makroekonomiska utvecklingen och finanspolitiken kan antas vara dominerande.

För att få en bättre överblick av revideringarna, och därmed synen på utvecklingen framöver, delas prognosperioden upp. Den första delen avser den inledande perioden av pandemin – från februari 2020 till februari 2021. Den andra delen avser perioden då återhämtningen successivt blev allt tydligare och överraskade positivt – från och med februari 2021 fram till utfallet. Uppdelningen visar hur budgetsaldot och primärsaldot reviderades ned under första perioden för att sedan reviderades upp igen (se tabell 2).

Totalt sett blev utfallet för budgetsaldot 91 miljarder kronor högre för helåret 2021 än prognostiserat i februari 2020. Detta drevs i hög utsträckning av att nettoutlåningen blev 94 miljarder lägre jämfört med prognosen. Primärsaldot blev 10 miljarder kronor lägre än prognosen efter att först reviderats ned med 124 miljarder kronor och därefter reviderats upp med 115 miljarder kronor. Nedrevideringen drevs framför allt av ökade utgifter medan upprevideringen främst förklaras av högre skatteinkomster (se tabell 2).

Tabell 2. Prognosrevideringar för 2021

Miljarder kronor	Prognos februari 2021 jämfört med prognos februari 2020	Utfall jämfört med prognos februari 2021	Utfall jämfört med prognos februari 2020
<b>Budgetsaldo prognosrevidering</b>	<b>-49</b>	<b>141</b>	<b>91</b>
<b>Primärsaldo</b>	<b>-124</b>	<b>115</b>	<b>-10</b>
Skatteinkomster	-19	94	75
Arbetsmarknad	-10	10	0
Utbildning	-9	11	3
Sjukvård och omsorg	-17	-3	-21
Generella statsbidrag till kommunsektorn	-25	0	-25
Övrigt	-44	2	-43
<b>Riksgäldens nettoutlåning<sup>1</sup></b>	<b>63</b>	<b>30</b>	<b>94</b>
<b>Räntor på statsskulden</b>	<b>12</b>	<b>-4</b>	<b>7</b>

<sup>1</sup> Riksgäldens nettoutlåning redovisas i denna tabell såsom den påverkar budgetsaldot, det vill säga med motsatt tecken jämfört med officiell redovisning.

Anm.: Tabellen visar prognosrevideringar för olika komponenter av budgetsaldot. Komponenterna står med det tecken de belastar budgetsaldot.

Källa: Riksgälden.

## Månadsprognoser

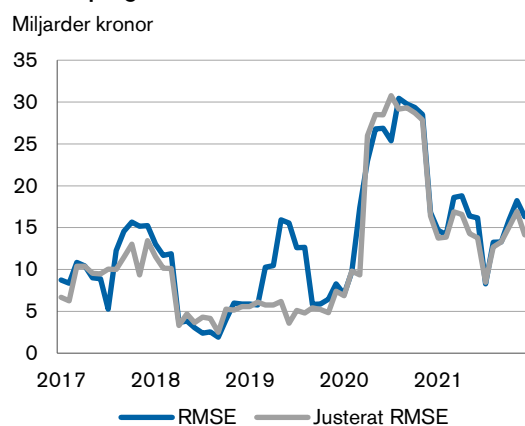
Riksgälden är för närvarande den enda myndighet som publicerar månadsprognoser för budgetsaldot. Det innebär att jämförelser med andra prognosmakare inte kan göras. Riksgälden följer däremot upp precisionen i månadsprognoserna med måttet medelkvadratfel.<sup>2</sup>

Avvikelsen mellan prognos och utfall, mätt med medelkvadratfelet, minskade 2021 jämfört med 2020 men var fortsatt större än åren innan (se diagram 10). De stora avvikelserna visar på det historiskt snabba förloppet och illustrerar svårigheten i att förutsäga hur pandemin skulle

<sup>2</sup> Medelkvadratfelet, eller Root Mean Square Error (RMSE), definieras  $\sqrt{(e_1^2 + e_2^2 + e_3^2 + e_4^2)/4}$  där  $e_t$  är prognosfelet (utfallet i förhållande till den senast publicerade prognosen) för månad t. Riksgälden uppdaterar prognoserna ungefär var fjärde månad, varför RMSE beräknas på basis av prognosfelet de senaste fyra månaderna.

komma att påverka den svenska ekonomin. Effekterna av detta unika krisförlopp var svårbedömda och ledde till förhöjd osäkerhet och minskad träffsäkerhet.

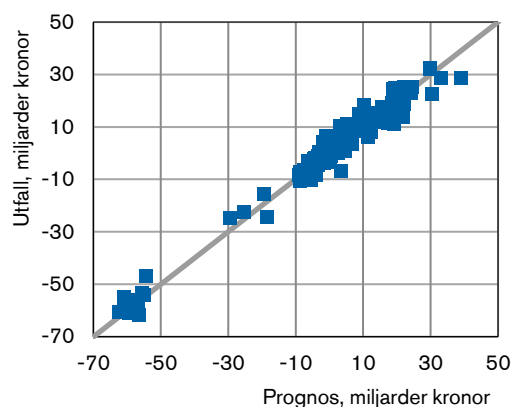
**Diagram 10. Avvikelser Riksgäldens månadsprognoser**



Anm.: Avvikelser enligt måttet medelkvadratfel. Justerat RMSE avser RMSE exklusive nettoutlåningen och engångshändelser såsom utförsäljningar.

Källa: Riksgälden.

**Diagram 11. Riksgäldens prognos och utfall för budgetsaldot på dagsbasis**



Källa: Riksgälden.

## Dagsprognoser

För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgälden även dagsprognoser på minst sex månaders sikt. Dessa publiceras inte och till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras de löpande när ny information blir tillgänglig. Diagram 11 visar dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov, vilket exkluderar Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter m.fl. Avståndet från linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Om prognoserna saknade informationsvärde skulle punkterna i diagrammet varit slumpmässigt fördelade. Om prognoserna i stället hade träffat utfallet fullt ut hade alla punkter legat på linjen.

Den genomsnittliga avvikelsen per dag var ungefär 413 miljoner kronor under 2021. Det är en förbättring jämfört med 2020 då den var 593 miljoner kronor. Däremot var den högre än den genomsnittliga avvikelsen för 2019 som var 46 miljoner kronor per dag. De största avvikelserna rörde de dagar omkring den tolfte i månaden då större delen av skatteinbetalningarna görs.

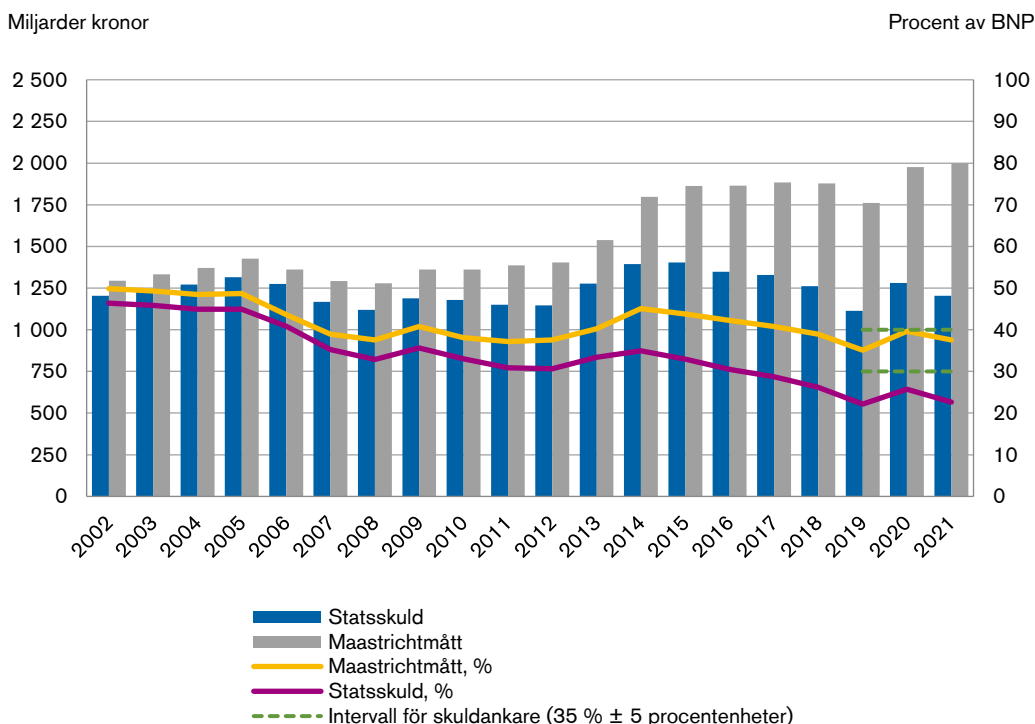
## Statsskulden vände nedåt

Statsskulden minskade som en följd av budgetöverskottet och landade på 1 204 miljarder kronor i slutet av 2021, vilket motsvarar 23 procent av BNP (se diagram 12). Det innebär en minskning med 76 miljarder kronor jämfört med ett år tidigare.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Statsskulden påverkas utöver nettolånebehovet av andra poster som till exempel inflationskompensation och valutakurseffekter. För en generell beskrivning av hur nettolånebehovet översätts till förändring i statsskulden, se tabell 4 i rapporten Statsupplåning – prognos och analys 2021:3.

Maastrichtskulden minskade från 40 procent av BNP i slutet av 2020 till 38 procent 2021. Måttet omfattar den konsoliderade skulden för hela den offentliga sektorn och används vid internationella jämförelser. Det är också detta mått som ligger till grund för skuldankaret på 35 procent av BNP ( $\pm 5$  procentenheter) i det finanspolitiska ramverket.

Diagram 12. Sveriges statsskuld



Anm.: För 2021 baseras andelen på Riksgäldens BNP-prognos eftersom utfallet ännu inte publicerats. Även Maastrichtskulden vid slutet av året är enligt Riksgäldens senaste prognos.

Källor: Riksgälden och SCB.

## Försämrad likviditet på statspappersmarknaden

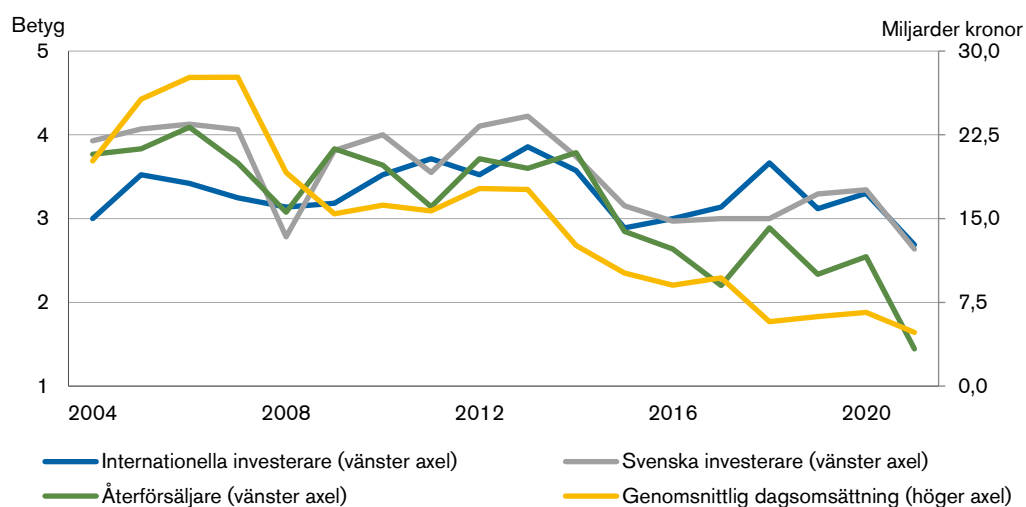
I en årlig enkätundersökning som Riksgälden låter göra betygsätter marknadsaktörerna likviditeten på statspappersmarknaden med avseende på volym, spread (skillnad mellan köp- och säljkurs) och pristransparens. Med likviditet avses möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. En väl fungerande marknad med god likviditet är en viktig faktor för att attrahera investerare och hålla nere kostnaden för statskulden. Om likviditeten blir alltför dålig finns det risk att vissa investerare lämnar marknaden (se diagram 1 som visar olika aktörers innehav av statspapper över tid).

Resultatet i undersökningen som genomfördes i slutet av 2021 visar att marknadsaktörerna sammantaget upplevde försämrad likviditet jämfört med 2020 (se diagram 13). För nominella statsobligationer bedömer nu såväl återförsäljarna som svenska och utländska investerare likviditeten som underkänd (lägre än 3), i termer av både volym och spread. Återförsäljarna ger underkänt betyg även avseende pristransparens, medan investerarna där ligger runt 3.

Likviditeten för realobligationer bedömdes fortsatt som underkänd och jämfört med föregående år sänkte återförsäljarna och de utländska investerarna sina betyg. Svenska investerare låg kvar på ungefär samma nivå som i 2020 års mätning. När det gäller statsskuldväxlar fick likviditeten underkänt i alla avseenden utom pristransparens där de svenska investerarna gav betyget 3,3.

Det mest frekventa skälet till de låga värderingarna av likviditeten är påverkan på marknaden av Riksbankens köp av statspapper i kombination med Riksgäldens minskade utbud. En annan aspekt som lyfts är att regleringar har medfört att återförsäljarna inte håller lager på samma sätt som tidigare.

Diagram 13. Upplevd likviditet och dagsomsättning på marknaden för nominella statsobligationer



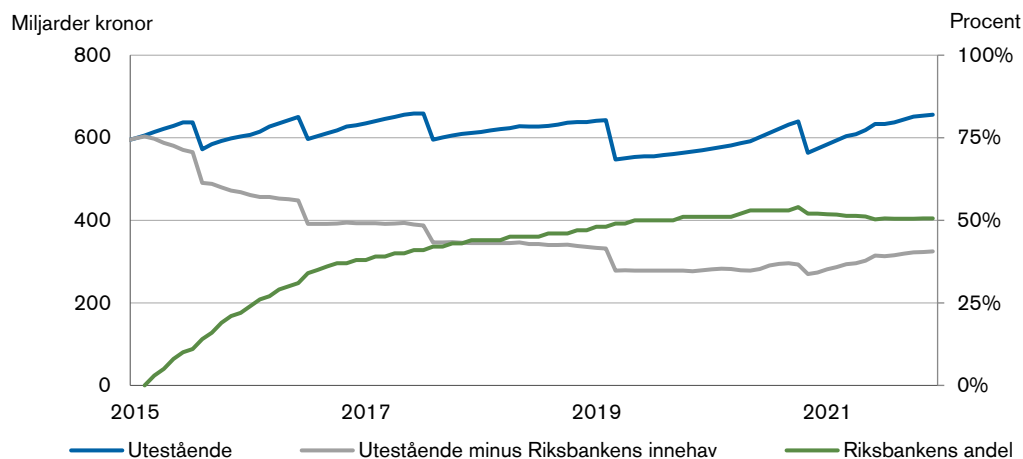
Anm.: Betyg för likviditeten i termer av volym mätt i årlig undersökning av Kantar Prospera. Betygsskala 1–5, där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt.

Källor: Riksgälden och Riksbanken.

Diagrammet ovan visar även att den genomsnittliga dagliga omsättningen av nominella statsobligationer minskade under året från en redan låg nivå (den gula linjen). Sett över de senaste fem åren är den nästan halverad. Utvecklingen mot en lägre omsättning över tid beror sannolikt både på att investerare har sökt sig till placeringsalternativ med högre avkastning och att den volym statsobligationer som är tillgänglig för handel på andrahandsmarknaden har minskat.

Förklaringen till att den handelsbara volymen statsobligationer har minskat är kombinationen av att Riksbanken köpt statsobligationer och att Riksgälden dragit ned emissionsvolymen de senaste åren (med undantag för ökningen under 2020). Diagram 14 visar att Riksbanken ägde drygt hälften av den utestående volymen nominella statsobligationer vid slutet av 2021 och att den utestående volym som inte innehas av Riksbanken har minskat från knappt 600 miljarder kronor 2015 till drygt 320 miljarder kronor 2021.



**Diagram 14. Utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav**

Anm.: Riksbankens ägarandel visas i procent på höger axel. Total utestående volymen och utestående volym minus Riksbankens innehav visas i miljarder kronor på vänster axel.

Källor: Riksgälden och Riksbanken.

Riksgälden kan inte erbjuda ett större utbud av statspapper än vad som krävs för att finansiera statens lånebehov. Däremot bidrar de marknadsvårdande faciliteter som beskrivs i föregående kapitel till att främja likviditeten. Att marknadsvården spelar en viktig roll bekräftas av resultatet i enkätundersökningen som redovisas i kapitlet Marknadsaktörernas syn på Riksgälden.

Resultatet av undersökningen finns publicerad på Riksgäldens webbplats. Även Riksbanken undersöker marknadsaktörernas syn på likviditeten och marknadens funktionssätt i en enkät, medan Finansinspektionen redovisar ett mått för marknadslikviditeten i sin stabilitetsrapport.

## Högre marknadsräntor och svagare krona

Marknadsräntorna på statsobligationer steg mellan 0,25 till 0,50 procentenheter sett över statspapperskurvan under 2021. Högre inflation än väntat i stora delar av världen ledde till ändrade penningpolitiska signaler och åtgärder från centralbankshåll, framför allt i den anglosaxiska världen. På valutamarknaden försvagades den svenska kronan mot både euron och den amerikanska dollarn.

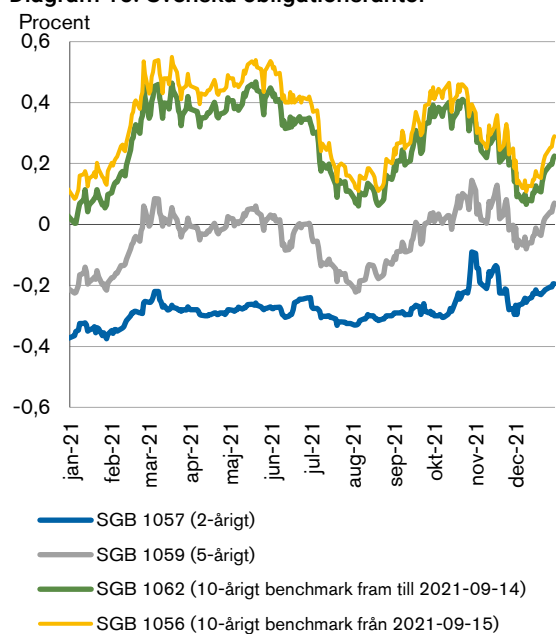
Den tioåriga statsobligationsräntan i Sverige slutade året på 0,29 procent, jämfört med 0,03 procent i slutet av 2020 (se diagram 15). Korta räntor steg förhållandevis mindre, vilket gjorde att avkastningskurvan blev brantare sett över året.

I Europa steg räntorna, även där mot bakgrund av oro för stigande inflation. Ränteuppgången skedde trots fortsatt stora obligationsköp av Europeiska centralbanken (ECB) som ökade sin balansräkning med cirka 22 procent. Den tioåriga statsobligationsräntan i Tyskland steg från -0,57 procent till -0,18 procent. Skillnaden mellan den tyska och svenska räntan minskade med 0,13 procentenheter till 0,47 procent.

I USA steg den tioåriga statsobligationsräntan snabbt från 0,9 procent i början av året till 1,7 procent, men vände under den senare delen av året tillbaka nedåt och landade på 1,5 procent.

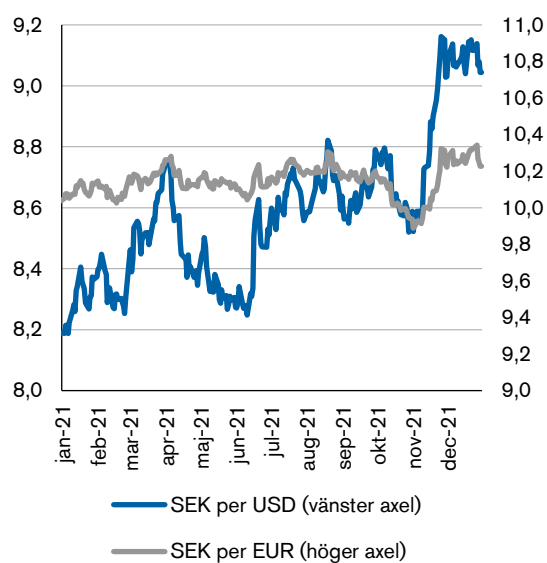
Den svenska kronan försvagades mot euron och den amerikanska dollarn sett över året (se diagram 16). Kronan handlades till 9,04 mot dollarn i slutet av 2021, jämfört med 8,23 ett år tidigare. Mot euron försvagades kronan från 10,05 till 10,23.

Diagram 15. Svenska obligationsräntor



Källa: Makrobond.

Diagram 16. Kronans valutakurs



Källa: Makrobond.

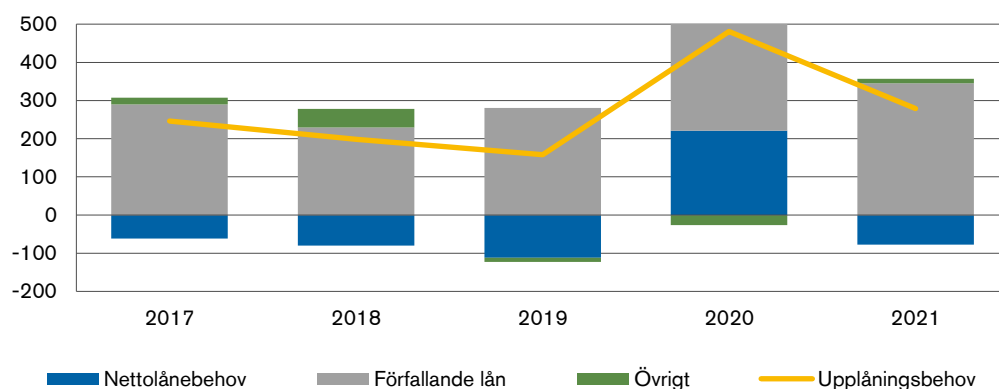
## Den operativa förvaltningen

Till följd av återhämtningen i ekonomin och de starkare statsfinanserna minskade statens upplåningsbehov. Riksgälden drog därför ned emissionsvolymerna gradvis under året. Samtidigt förlängde Riksgälden statspapperskurvan ytterligare genom att ge ut en 50-årig statsobligation. Eftersom osäkerheten kring budgetsaldots utveckling var fortsatt påtaglig planerade Riksgälden för en relativt stor kortfristig upplåning som anpassades under året i takt med att utfallet för budgetsaldot visade sig bli starkare än väntat. Trots det hade Riksgälden periodvis stora kassaöverskott att hantera. Här beskrivs Riksgäldens agerande och de avvägningar som gjordes inom den operativa förvaltningen under året.

Riksgälden lånar åt staten dels för att täcka underskott i statsbudgeten (nettolånebehovet), dels för att refinansiera lån som förfaller. Det totala upplåningsbehovet minskade åter under 2021 efter ökningen under 2020 (se diagram 17). Omsvängningen från underskott till överskott i statens budget innebar ett minskat nettolånebehov, medan volymen lån som förföll under 2021 ökade till följd av att lånebehovet 2020 till stor del finansierades med kortfristig upplåning. Sammantaget sjönk upplåningsbehovet till 279 miljarder kronor 2021 från 481 miljarder kronor 2020.

**Diagram 17. Statens lånebehov**

Miljarder kronor



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

Källa: Riksgälden.

## Minskat utbud av statspapper

I årets första statsupplåningsrapport som publicerades i februari förväntades den totala upplåningen för 2021 uppgå till 422 miljarder kronor, men i takt med återhämtningen reviderades prognosen ned och de planerade emissionsvolymerna sänktes. Som en följd av de förbättrade budgetutsikterna reviderades planerna ned även för upplåningen 2022.

I februarirapporten var de större förändringar som gjordes i låneplanen kopplade till Riksbankens beslut att inte längre refinansiera de lån som Riksgälden tagit upp för finansiering av valutareserven. För att upprätthålla en närvaro på den internationella marknaden omfördelade Riksgälden då en del av den egna obligationsupplåningen från kronor till utländsk valuta. I rapporten meddelades också att Riksgälden skulle pröva om det fanns skäl och förutsättningar att emittera en så kallad ultralång obligation som flera andra stater då hade gjort.

När den andra statsupplåningsrapporten publicerades i maj hade återhämtningen i svensk ekonomi lett till starkare statsfinanser än förutspått och prognosen för lånebehovet sänktes. I låneplanen drog Riksgälden därför ned emissionsvolymen i både nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. Samtidigt meddelades att en ny 50-årig nominell statsobligation skulle introduceras i juni (se sidan 29). Upplåningen i realobligationer lämnades oförändrad för att styra realandelen av statsskulden mot riktmärket.

I den sista statsupplåningsrapporten för året var budskapet återigen minskade emissionsvolymen till följd av ett starkare budgetsaldo. Dels avstod Riksgälden från det planerade obligationslånet i utländsk valuta för egen räkning under 2021, dels sänktes utbudet av nominella statsobligationer igen. Denna gång drogs även upplåningen i realobligationer ned.

Under hela 2021 valde Riksgälden att fortsatt hålla andelen kort finansiering på en högre nivå än före pandemin för att hantera osäkerheten i prognoserna för budgetsaldot. På så vis kunde Riksgälden justera upplåningen snabbt genom att dra ned volymen statsskuldväxlar i de löpande auktionerna när de månatliga budgetutfallen blev starkare än prognosticerat. I tabell 3 visas den totala upplåningen fördelad på olika instrument. Hur Riksgälden använder olika skuldinstrument beskrivs i upplåningspolicyn på sidan 9.

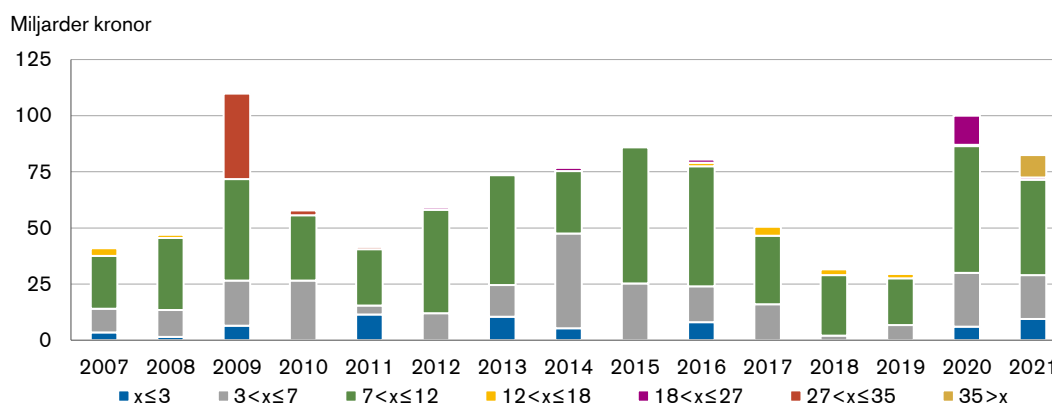
Tabell 3. Total upplåning fördelad på olika marknader och skuldinstrument

Miljarder kronor	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Penningmarknad, upplåning	256	284	144	122	70	101	305	234
Kapitalmarknad, upplåning	177	194	157	124	128	57	176	103
Nominella statsobligationer	77	86	81	51	32	30	100	83
Realobligationer	17	17	16	12	9	8	13	21
Gröna obligationer	0	0	0	0	0	0	20	0
Obligationer i utländsk valuta	84	91	61	61	88	19	43	0
statens egen del	59	53	61	61	88	19	43	0
vidareutlåning till Riksbanken	25	38	0	0	0	0	0	0
<b>Upplåning, brutto</b>	<b>433</b>	<b>479</b>	<b>302</b>	<b>246</b>	<b>198</b>	<b>158</b>	<b>481</b>	<b>337</b>

## Lägre emissionsvolym i nominella statsobligationer och nytt 50-årigt lån

I början av 2021 planerades emissionsvolymen av nominella statsobligationer uppgå till 96 miljarder för 2021 – i linje med de 100 miljarder som emitterades under 2020. Den reviderades sedan ned under året och landade på 83 miljarder kronor. Hur emissionsvolymen fördelades mellan olika löptider framgår av diagram 18. Som kan utläsas i diagrammet varierar den totala emissionsvolymen och hur den fördelas över olika löptider från år till år. Det beror till stor del på storleken på lånebehovet, men även förfalloprofilen och riktlinjerna (andelar och löptid) är viktiga faktorer att ta hänsyn till vid låneplaneringen.

Diagram 18. Emissionsvolym nominella statsobligationer uppdelat på löptid



Anm.: Emissionsvolym per år uppdelat på löptid.

Källa: Riksgälden.

Emissionsvolymen i auktionerna sänktes gradvis från 5 miljarder kronor i början av året till 3,5 miljarder kronor i augusti och vidare till 2,5 miljarder kronor i november. Dessutom plockades två auktionstillfällen bort under andra halvåret. Huvuddelen av auktionerna gjordes i det tioåriga segmentet, men även de två- och femåriga referenslånen prioriterades. Utrymmet för emissioner i övriga löptider, så kallade icke-benchmarklån, var begränsad under året.

I juni introducerade Riksgälden den ultralånga statsobligationen med förfall 2071. Emissionen aviserades i statsupplåningsrapporten i maj efter att analysarbete genomförts sedan februarirapporten. Skälen för att ge ut en 50-årig obligation beskrivs i rutan nedan.

## Varför gav Riksgälden ut en 50-årig statsobligation?

De senaste åren har flera stater, bland annat Frankrike, Belgien och Österrike, gett ut ultralånga obligationer mot bakgrund av historiskt låga räntor. Riksgälden har vid olika tillfällen tittat på om det finns skäl och förutsättningar även för Sverige att låna på mycket lång löptid och i juni 2021 emitterade Riksgälden en 50-årig statsobligation.

Frågan lyftes redan 2019 men Riksgälden konstaterade då att befintliga löptider behövde prioriteras för att värna likviditeten på marknaden (se Statsupplåning – prognos och analys 2019:3). I februari 2021 meddelade Riksgälden att man på nytt skulle pröva frågan (se Statsupplåning – prognos och analys 2021:1). Eftersom en ultralång obligation skulle vara ett avsteg från Riksgäldens strategi och upplåningspolicy var det viktigt att kommunicera om det pågående analysarbetet.

Prövningen innefattade analyser av hur en obligation med så lång löptid skulle påverka kostnader och risker i statsskuldförvaltningen och hur efterfrågan såg ut. Beslutet fattades i särskild ordning baserat på en samlad bedömning efter en bred beredning.

Den samlade bedömningen var att en 50-årig obligation skulle minska risken i statsskulden till en kostnad som var låg sett i ett historiskt perspektiv. Förväntade positiva effekter av ett minskat refinansieringsbehov och lägre ränteomsättningsrisk bedömdes överväga risken att kostnaden för den samlade upplåningen över tid skulle påverkas negativt (se Statsupplåning – prognos och analys 2021:2).

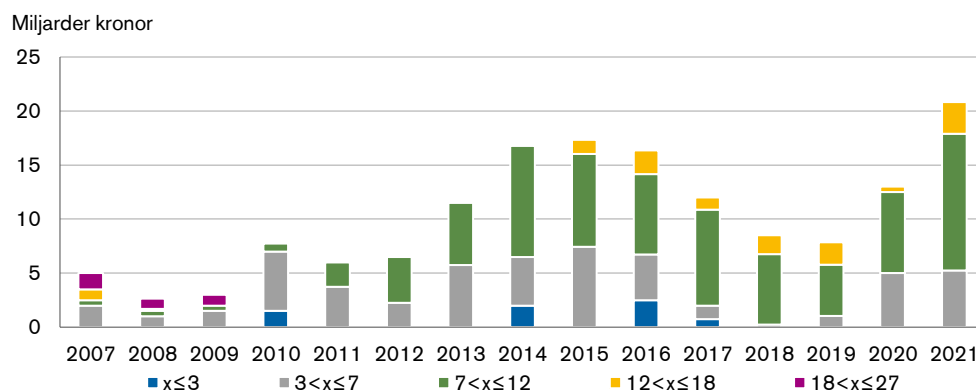
Osäkerheten talade dock för försiktighet och Riksgälden meddelade att avsikten var att bygga upp den utestående volymen gradvis genom att emittera mindre volymer i de löpande auktionerna. Resultatet i den första emissionen redovisas längre fram i kapitlet.

## Volymen realobligationer ökade för att nå andelsmålet

Emissionsvolymen i realobligationer uppgick till 21 miljarder för 2021, vilket är en ökning från 13 miljarder 2020 (se diagram 19). För att styra andelen realskuld mot det långsiktiga riktvärdet på 20 procent av statsskulden drogs inte volymen ned som för andra skuldslag, trots det minskade lånebehovet. Under föregående år då statsskulden ökade snabbt låg realandelen under målet (se diagram 35). Att behålla emissionsvolymen konstant då statsskulden vände nedåt igen bidrog till att nå det långsiktiga andelsmålet.

Realandelens utveckling påverkas alltså huvudsakligen av statsskuldens storlek och emissionsvolymer, men också av planerade byten och förfall av realobligationer samt löpande marknadsvårdande byten.

Diagram 19. Emitterad volym realobligationer uppdelat på löptid

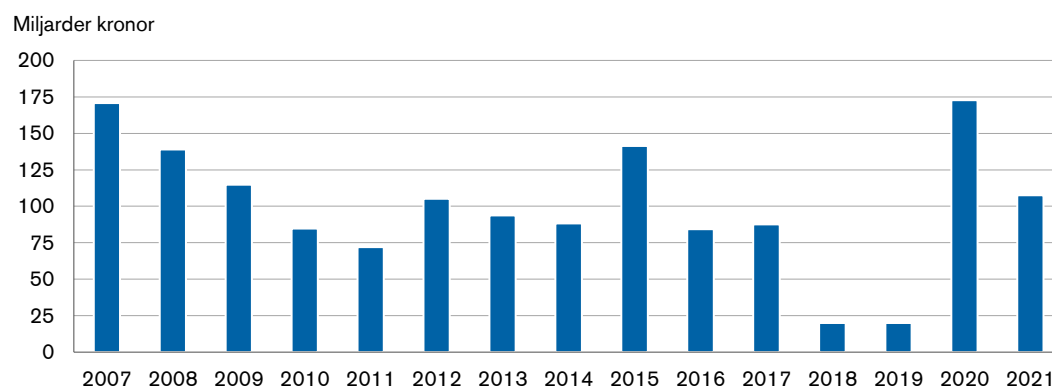


Källa: Riksgälden.

## Mindre volym statsskuldväxlar när utfallet blev starkare än prognos

Volymen i statsskuldväxlar drogs ned från den höga nivån 2020. Jämfört med övriga skuldslag minskades volymen i mindre utsträckning eftersom växlarna framför allt användes för att parera svängningar i lånebehovet. På så vis kunde upplåningen i statsobligationer hållas stabil. Den utestående stocken av statsskuldväxlar uppgick till 120 miljarder kronor vid utgången av 2021, att jämföra med 173 miljarder ett år tidigare (se diagram 20).

Diagram 20. Utestående stock av statsskuldväxlar



Källa: Riksgälden.

## Riksgälden slutar låna i utländsk valuta för Riksbankens räkning

Sedan 2009 har Riksgälden tagit upp lån i utländsk valuta som sedan lånats vidare till Riksbanken för att förstärka valutareserven. I januari 2021 beslutade Riksbanken att själv finansiera valutareserven samt återbetala de valutalån som Riksgälden tagit upp för Riksbanken. Möjligheten för Riksbanken att ta upp lån i utländsk valuta via Riksgälden kvarstår dock. För att vara fortsatt närvarande på den internationella marknaden avser Riksgälden att i stället emittera obligationer i utländsk valuta för egen räkning med en viss regelbundenhet. Riksgälden planerade en sådan emission mot slutet av 2021, men då budgetunderskottet blev lägre än väntat ströks emissionen och upplåningen i svenska kronor prioriterades. Det är värt att notera att upplåning i utländsk valuta inte påverkar valutaexponeringen i statsskulden eftersom Riksgälden hanterar valutaexponeringen med derivat.

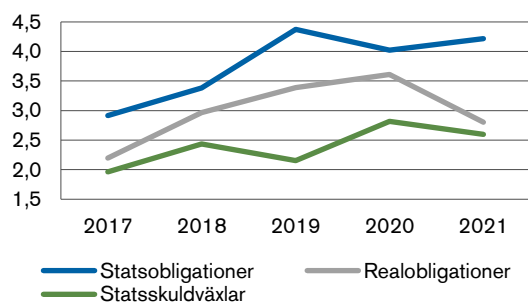
## God efterfrågan i både auktioner och syndikeringar

Efterfrågan var fortsatt god i Riksgäldens auktioner av statspapper och i den emission som genomfördes via syndikering. Auktionerna var övertecknade bortsett från enstaka tillfällen. Den genomsnittliga teckningskvoten för nominella statsobligationer var 4,2 under 2021, vilket är något högre än året innan. Den genomsnittliga teckningskvoten för realobligationer och statsskuldväxlar sjönk efter en uppgång föregående år (se diagram 21).

De räntor som Riksgälden i genomsnitt lånade till i nominella statsobligationer under året var 0,14 procent, jämfört med -0,1 procent 2020 (se diagram 22). Ökningen beror både på att marknadsräntorna steg och till följd av att Riksgälden emitterade obligationer med längre löptid jämfört med året innan.

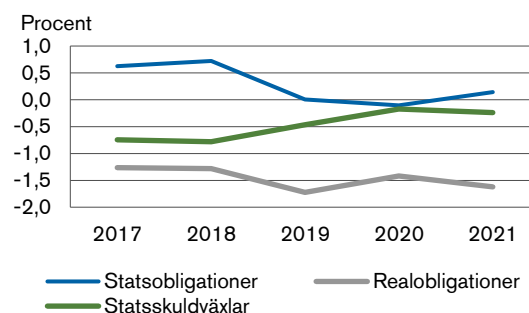
För realobligationer sjönk den genomsnittliga räntan i auktionerna från -1,42 procent under 2020 till -1,62 procent under 2021. Motsvarande ränta för statsskuldväxlar låg i linje med föregående år på cirka -0,2 procent 2021.

Diagram 21. Teckningskvot



Källa: Riksgälden.

Diagram 22. Snittränta i emissioner



Källa Riksgälden.

## Stor budvolym när den 50-åriga obligationen introducerades

Som beskrivits tidigare i kapitlet introducerade Riksgälden i juni en nominell statsobligation med 50 års löptid. Intresset var stort för den nya obligationen som är det längsta lånet i statsskulden. Emissionen uppgick till 10 miljarder kronor och genomfördes med en grupp av

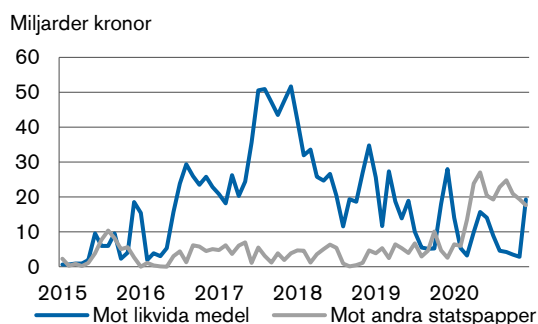


banker genom så kallad syndikering. Det innebär att en grupp banker sålde obligationen till villkor som Riksgälden godkänt. Totalt deltog ett 80-tal investerare med bud för 52 miljarder kronor. Köparna var främst fondförvaltare och försäkring- och pensionsbolag. Cirka 40 procent av volymen utgjordes av svenska investerare. Räntan sattes till 1,386 procent.

## Minskat totalt nyttjande av marknadsvårdande repofaciliteter

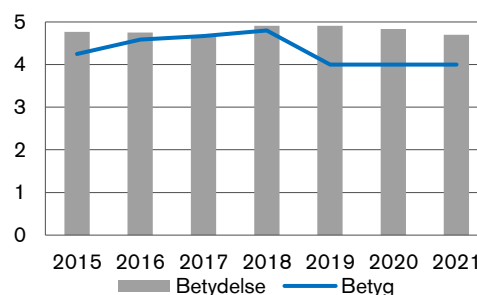
Riksgälden erbjuder två typer av marknadsvårdande repofaciliteter: i den ena kan återförsäljarna repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper lånas i utbyte mot ett annat. Den totala utestående volymen för faciliteterna var i genomsnitt lägre 2021 än 2020 (se diagram 23).

Diagram 23. Volym marknadsvårdande repor



Källa: Riksgälden.

Diagram 24. Värdering av marknadsvårdande repor



Källor: Riksgälden och Kantar Prospera.

Villkoren för reposwapparna ändrades under året. Den 1 september beslutade Riksgälden att återgå till en prissättning på Riksbankens reporänta minus 30 räntepunkter, från reporäntan minus 20 punkter. Denna ändring bidrog sannolikt till att minska nyttjandet av faciliteten. Året innan ökade volymen reposwappar, vilket sannolikt förklaras av att en del av det ökade utbudet av statsskuldväxlar nyttjades för att låna in statsobligationer via reposwapparna.

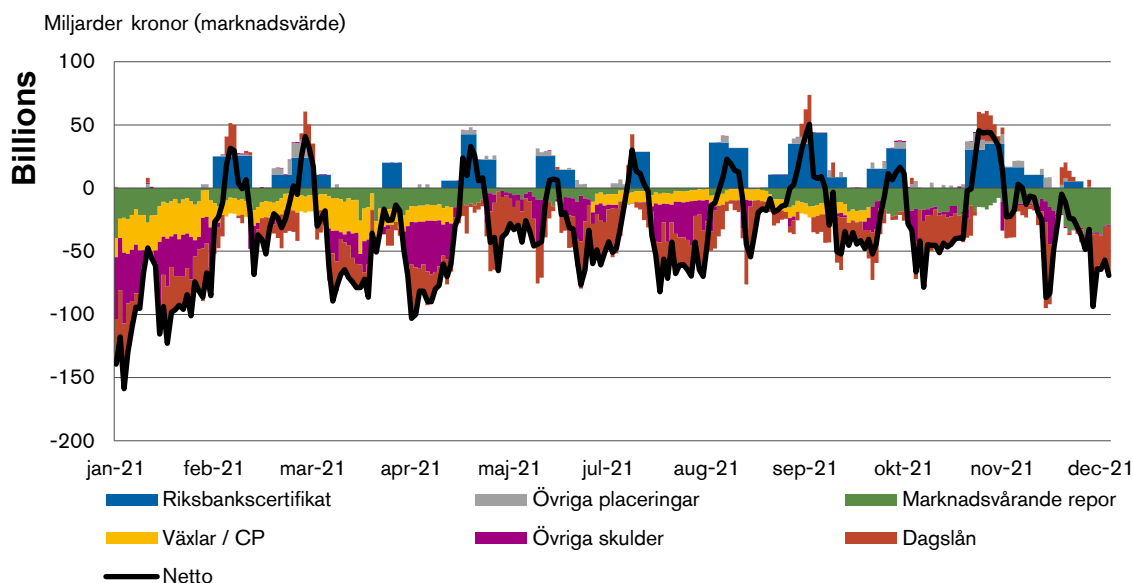
Volymen repor mot likvida medel var i genomsnitt 10,9 miljarder kronor per dag under 2021, vilket är något högre än 8,8 miljarder kronor per dag under 2020. Prisjusteringen på reposwapparna kan ha bidragit till volymökningen i denna facilitet. Återförsäljarna bedömde fortsatt faciliteten som mycket viktig i den årliga enkätundersökningen (se diagram 24 och nästa kapitel).

## Stora svängningar i likviditetsförvaltningen

Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgälden låna stora belopp för att täcka underskott på kort sikt genom att ge ut värdepapper med kort löptid både i kronor (statsskuldväxlar) och i utländsk valuta (commercial paper) på penningmarknaden. Om det i stället är överskott i kassan placeras detta tillfälligt i penningmarknadstillgångar. Kassan påverkas också av utnyttjandet av den marknadsvårdande repofaciliteten. Genom bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna i likviditetsförvaltningen. Strategin är att möta perioder med stora låne- eller placeringsbehov i god tid.

Under 2021 behövde Riksgälden låna i genomsnitt 34 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen, jämfört med ett genomsnittligt lånebehov på 24 miljarder kronor per dag under 2020. Svårigheterna att prognosticera budgetsaldot, som beskrivs i föregående kapitel, bidrog till större oväntade svängningar att hantera inom likviditetsförvaltningen. Variationen i kassan var stor under året (se diagram 25) och Riksgälden hade periodvis stora överskott att hantera.

Diagram 25. Tillgångar och skulder i likviditetsförvaltningen



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

Källa: Riksgälden.

Överskott i kassan innebär att Riksgälden behöver hitta placeringsalternativ inom de ramar som styr likviditetsförvaltningen i Finans- och riskpolicyn, exempelvis finns det begränsningar för motpartsrisiker (se sista avsnittet i rapporten). Detta var fortsatt mer utmanande än vanligt under 2021 eftersom centralbankernas tillförsel av likviditet i systemet medförde stor efterfrågan på säkra penningmarknadstillgångar. Riksgälden placerade främst i riksbanks-certifikat (se den blå markeringen i diagram 25). Därutöver gjordes placeringar i säkerställda obligationer, omvända repor och växlar i utländsk valuta.

De över- eller underskott som återstår efter ovan nämnda placeringar respektive upplåning på penningmarknaden hanteras på dagslånemarknaden. Riksgälden siktar på att varje dag ha ett visst underskott att finansiera på dagslånemarknaden, men svängningarna i likviditetsförvaltningen gör att det i undantagsfall kan uppstå placeringsbehov även här.

Posten Marknadsvård i diagrammet visar den skuld som uppstår löpande när Riksgälden repar ut statspapper mot likvida medel. Marknadsvärdet av denna skuld uppgick till 12,0 miljarder kronor i genomsnitt per dag under 2021, vilket är en ökning från 9,5 miljarder kronor per dag 2020.

## Flöden i utländsk valuta och valutaväxlingar

Riksgälden har även flöden i utländska valutor och gör regelbundet växlingar på valutamarknaden. Nya och förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar, terminsförfall och säkerhetsöverföringar (CSA-flöden) är exempel på sådant som genererar betalningar i utländsk valuta. Ytterligare ett exempel på valutaflöden är de växlingar som Riksgälden gör för andra myndigheters räkning. Det handlar antingen om att Riksgälden ställer ut en valutatermin till en myndighet som vill köpa eller sälja en valuta vid ett framtida tillfälle eller att växlingar görs avista via valutakoncernkontot (VKK).

VKK ingår i det ramavtal för statliga betalningstjänster som gäller sedan våren 2017. Syftet med VKK är att samla myndigheternas valutaflöden och låta Riksgälden hantera nettot av dessa flöden. På så sätt minskar kostnaden för myndigheternas valutaväxlingar. Valutasäkringar innebär att Riksgälden övertar myndigheternas valutarisker. Valutasäkringarna bidrar bland annat till att myndigheternas budgetprognoser blir mer förutsägbara och att statens samlade valutarisk tydliggörs.

I slutet av 2021 var 17 myndigheter anslutna till VKK, vilket kan jämföras med 11 myndigheter i slutet av 2020. Försäkringskassan och Migrationsverket var bland de myndigheter som tillkom under året.

## Oförändrad volym ränteswappar

Riksgälden har tidigare använt ränteswappar för att förkorta durationen i den nominella kronskulden och på så sätt sänka den förväntade kostnaden. Strategin har byggt på att det historiskt sett har varit billigare att låna i korta än i långa löptider. Under senare år bedöms den kostnadsfördelen ha minskat. På basis av detta har regeringen beslutat att successivt förlänga durationen i den nominella kronskulden och Riksgälden har därför dragit ned på användningen av ränteswappar som förkortar löptiden. Riksgälden har ändå ingått en liten volym transaktioner i ränteswappar för att vara närvarande på marknaden och upprätthålla kompetens och system.

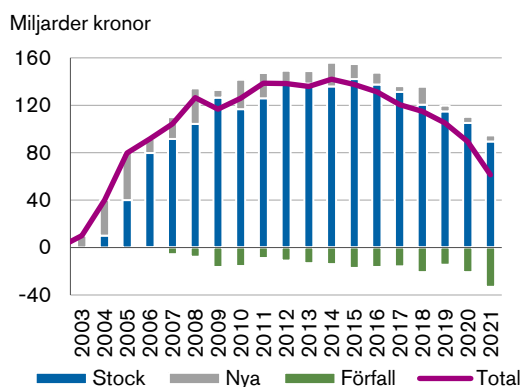
Volymen av nya ränteswappar var 5 miljarder kronor under 2021, vilket var oförändrat från 2020. Samtidigt förföll omkring 28 miljarder kronor och den utestående stocken fortsatte därmed att minska och nådde den lägsta volymen på 17 år (se diagram 26). De senaste åren har nya ränteswappar ingåtts på kortare löptid än under tidigare perioder, vilket ger mindre effekt på durationen än samma nominella belopp i längre löptider (se diagram 27). Swappresultatet redovisas i sista kapitlet.

## Så fungerar ränteswappar

En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgälden erhåller vanligtvis fast ränta och betalar rörlig för att förkorta durationen i skulden.

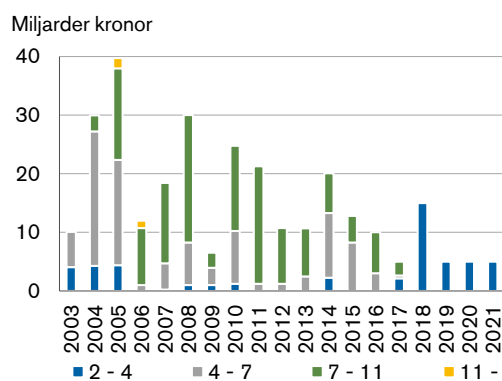
Ränteswappar ger möjlighet att styra durationen utan att påverka refinansieringsriskerna eller upplåningsplanen. Däremot uppstår motpartsrisker genom dessa derivattransaktioner. Hur Riksgälden hanterar motpartsriskerna beskrivs i sista kapitlet av rapporten.

Diagram 26. Nominellt belopp av utestående ränteswappar på årets sista affärsdag



Källa: Riksgälden

Diagram 27. Nominellt belopp av nya ränteswappar per år uppdelat på löptidsintervall



Källa: Riksgälden

## Oförändrad position för en starkare krona

I maj 2018 beslutade Riksgälden att ta en position för en starkare krona mot euron på maximalt 7 miljarder kronor i syfte att sänka den förväntade kostnaden för statsskulden. Bakgrunden var att Riksgälden löpande köpte utländsk valuta för att gradvis minska valutaexponeringen i statsskulden i enlighet med då gällande riktlinjer. Försvagningen av kronan hade gjort dessa valutaväxlingar dyrare och positionen innebar att Riksgälden drog ned på växlingstakten.

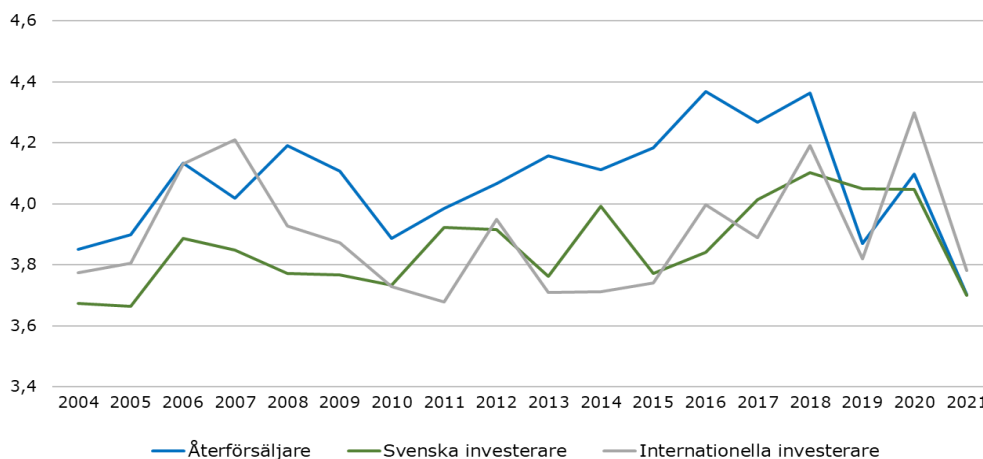
Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron. Under 2021 var positionen oförändrad på 6,8 miljarder kronor. Resultatet av kronpositionen redovisas i sista kapitlet. Där redogörs även för den löpande positionstagningen.

## Marknadsaktörernas syn på Riksgälden

En viktig del i att minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk är att göra marknaden för svenska statspapper så attraktiv som möjligt för investerare. Riksgäldens strategier fokuserar därför på att dels främja likviditeten och infrastrukturen på marknaden, dels kommunicera tydligt och agera konsekvent. Genom en årlig enkätundersökning följer Riksgälden vad återförsäljare och investerare anser om strategierna och sättet att genomföra dem. Resultatet av undersökningen 2021 visar en nedgång i helhetsbetyget efter föregående års uppgång. Ett tydligt och konsekvent agerande var den faktor som försämrades mest, medan de marknadsvårdande reporna och kommunikationen om lånebehovet och finansieringen fortsatt ses som Riksgäldens främsta styrkor.

Undersökningen av förtroendet har genomförts årligen sedan 2004.<sup>4</sup> Resultatet visar dels hur marknadsaktörerna värderar betydelsen av Riksgäldens förvaltningsstrategier (som beskrivs på sidan 21), dels hur väl de anser att strategierna uppfylls. Det görs även en helhetsbedömning där betygen vägs samman utifrån den betydelse faktorerna anses ha. Utvärderingsskalan är 1 – 5 där ett värde på 4 eller högre tolkas som utmärkt och ett värde under 3 som underkänt.

Diagram 28. Sammanvägd bedömning av Riksgäldens strategier och agerande



Anm.: Skala 1–5 där över 4 tolkas som utmärkt och under 3 som underkänt.

Källor: Riksgälden och Kantar.

<sup>4</sup> Den senaste undersökningen genomfördes av Kantar under november och december 2021. Totalt genomfördes 61 intervjuer. Resultatet publiceras på Riksgäldens webbplats.

## Lägre helhetsbetyg 2021 efter uppgång föregående år

Utvecklingen av det sammanvägda betyget visas i diagram 28. I 2021 års undersökning sjönk förtroendet jämfört med 2020 och betyget från alla tre svarsgrupperna – återförsäljare, svenska investerare och utländska investerare – föll under 4. Återförsäljarnas betyg på 3,7 var det lägsta sedan undersökningen startade. Även de svenska investerarna gav 3,7 medan betyget från de utländska investerarna var 3,8. Föregående år låg betygen på 4,1 respektive 4,1 och 4,3.

Resultatet visar en bred nedgång i de underliggande faktorerna, vilket indikerar ett svagare helhetsintryck. De faktorer som stod för störst försvagning var dels ett tydligt och konsekvent agerande, dels information om volymer och andra villkor för nominella statsobligationer (se vidare i avsnitten nedan). De faktorer som marknadsaktörerna bedömer som mest betydelsefulla stämmer fortfarande överens med de främsta styrkorna i Riksgäldens profil, med undantag för ett tydligt och konsekvent agerande (se tabell 4 och tabell 5).

Tabell 4. Mest betydelsefulla faktorer

Strategi (faktor)	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,7
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,7
Information om volymer och andra villkor i nominella obligationer	4,6
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,5
Byten av realobligationer via marknadsvård eller auktioner	4,5

Tabell 5. Riksgäldens främsta styrkor

Strategi (faktor)	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,3
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,0
Information om volymer och andra villkor i nominella obligationer	3,9
Information om volymer och andra villkor i statsskuldväxlar	3,8
Byten av realobligationer via marknadsvård eller auktioner	3,8

Anm.: Frågorna om marknadsvård ställs bara till återförsäljarna.

Källor: Riksgälden och Kantar.

## Marknadsvårdande repor viktigast för återförsäljarna

Riksgälden har små möjligheter att påverka likviditeten på marknaden direkt eftersom utbudet av statsobligationer styrs av statens lånebehov. Strategin är i stället att försöka skapa förutsättningar för god likviditet genom att prioritera vissa instrument och löptider och erbjuda marknadsvårdande faciliteter. I en rangordning av vilka faktorer som är viktigast i Riksgäldens strategier sätter återförsäljarna marknadsvård genom repor i statspapper överst. Den obegränsade repofaciliteten innebär att återförsäljarna alltid har tillgång till obligationer. Läs mer om nyttjandet av repofaciliteten under året i kapitlet *Den operativa förvaltningen*.

Betyget för marknadsvården genom repor i statspapper var det enda som ökade mellan åren – från 4,0 till 4,3. Marknadsvården i form av byten i realobligationer bedömdes marginellt lägre 2021 än 2020 och låg på 3,8.

## Kommunikationen är en styrka men agerandet får lägre betyg

Den strategi som handlar om transparens och förutsägbarhet innebär att Riksgälden strävar efter att:

- kommunicera öppet och tydligt
- publicera prognoser på upplåningsbehovet regelbundet
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer
- upprätthålla goda investerarerelationer.

Kommunikationen om lånebehovet och finansieringen generellt är bland de faktorer som alla tre grupper bedömer som viktigast och ses fortfarande som en av Riksgäldens främsta styrkor. Betyget sjönk visserligen under 2021 men ligger fortfarande på 4. För informationen om volymer och villkor för nominella statsobligationer specifikt gick betyget ner under 4.

Även ett tydligt och konsekvent agerande finns bland de faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast. Här visar årets undersökning en sänkning av betyget från 4,3 till 3,6. Av motiveringarna framgår att den 50-åriga obligationen överraskade marknaden och bidrog till att Riksgäldens agerande upplevdes som mindre förutsägbart än tidigare. Riksgäldens arbete med och kommunikation om den 50-åriga obligationen beskrivs i föregående kapitel (se sidan 30).

När det gäller transparens jämfört med såväl andra skuldkontor som svenska bostadsinstitut och kommuner står sig Riksgälden enligt undersökningen fortsatt väl.

Att ha en bra dialog med marknadsaktörerna är en viktig del av upplåningsverksamheten. Under 2021 var möjligheterna att mötas fysiskt fortsatt begränsade, men Riksgälden träffade investerare på möten i digitalt format. Det samlade betyget för kontakterna sjönk jämfört med 2020 men ligger fortsatt över 3,5. Det var främst utländska investerare som var mindre nöjda.

När det gäller lyhördhet för marknadsaktörernas önskemål ligger både återförsäljarnas och de svenska investerarnas betyg 3,1, jämfört med 3,5 föregående år (frågan ställs inte till utländska investerare). Resultatet visar att det finns önskemål om att Riksgälden ska agera tydligare utifrån de behov som marknadsaktörerna uttrycker. Riksgälden strävar alltid efter att vara uppmärksam på marknadsaktörernas behov och pröva hur de förhåller sig till Riksgäldens mål.

## Redovisning av kostnad och risk

Statsskuldens löptid låg inom det övergripande styrintervall och valutaexponeringen hölls oförändrad 2021 enligt regeringens riktlinjer. Kostnaden för statsskulden var 9 miljarder kronor eller motsvarande 0,17 procent av BNP och innebär att kostnaden ligger kvar på en historiskt låg nivå. Det kalkylmässiga resultatet för realobligationerna var negativt för året och positionen för en starkare krona visade en realiserad vinst.

Den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk bestäms som tidigare beskrivits i regeringens riktlinjer för statsskuld förvaltningen. En del i utvärderingen är därför att följa upp förvaltningen mot de riktvärden för sammansättning och löptid som satts för året. Därefter redovisas den övergripande kostnaden för statsskulden och risken i termer av kostnadsvariation. För de delar av förvaltningen där det finns relevanta jämförelser att ställa kostnaden mot redovisas ett resultat. Det gäller upplåningen i realobligationer och på privatmarknaden samt positionstagningen. Även användningen av ränteswappar utvärderas. Slutligen följs refinansierings- och motpartsrisiker upp.

### Löptid inom styrintervall och oförändrad valutaexponering

Enligt regeringens riktlinjer för löptiden och sammansättningen av statsskulden skulle den övergripande löptiden vara 3,5–6 år, valutaexponeringen hållas oförändrad och realandelen uppgå till 20 procent. I tabell 7 framgår även de enskilda löptidsmål som gällde för respektive skuldslag.

Tabell 6. Riktvärden för sammansättning

Skuldslag	Andel av skulden
Nominell kronskuld	Resterande del
Realskuld	20 procent
Valutaexponering	Oförändrad

Källa: Riksgälden

Tabell 7. Riktvärden för löptid

Skuldslag	Löptid
Statsskuldens löptid	3,5–6 år
Nominell kronskuld	4,1–6,4 år
Real kronskuld	5,1–6,6 år
Valutaexponering	0–1 år

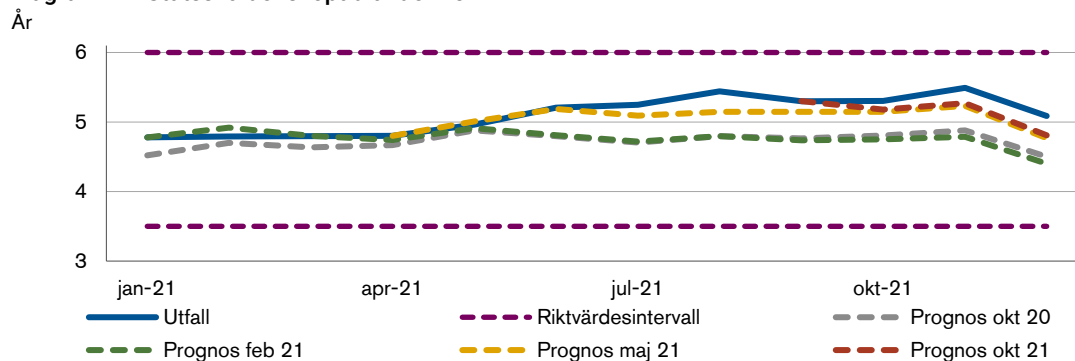
Källa: Riksgälden

### Statsskuldens löptid låg inom riktlinjernas styrintervall

Statsskuldens löptid höll sig inom riktlinjernas styrintervall under året. Förväntningen inför 2021 var att löptiden skulle ligga nära styrintervall mittpunkt. Att utfallen fr.o.m. juni var högre än 5 år berodde framför allt på att den kortfristiga finansieringen minskade i snabbare takt än den långfristiga, men också på den nya 50-åriga obligationen som emitterades den 16 juni 2021.



Diagram 29. Statsskuldens löptid under 2021



Anm.: Löptiden mäts med Macaulayduration. Utfall och prognoser visar ultiomsiffor för respektive månad. Utfall för löptiden visas i vanliga fall som månadsmedel.

Källa: Riksgälden.

Diagram 30. Statsskuldens löptid

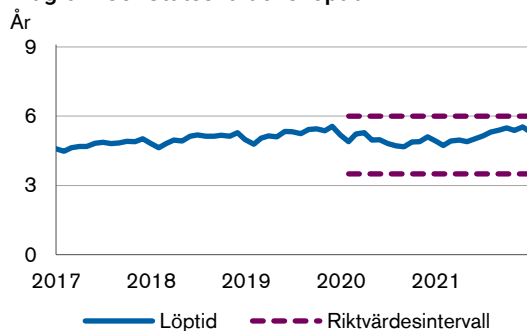


Diagram 31. Nominella kronskuldens löptid

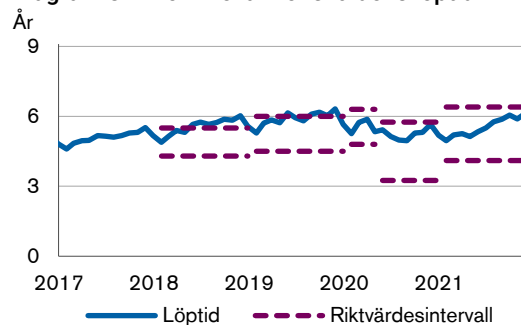


Diagram 32. Reala kronskuldens löptid

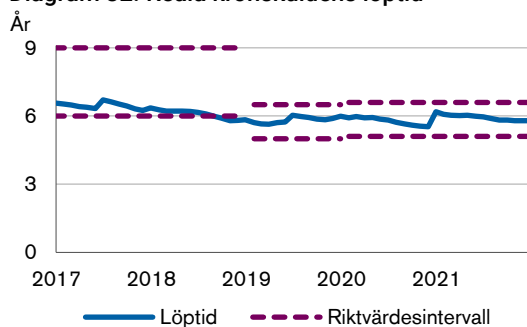
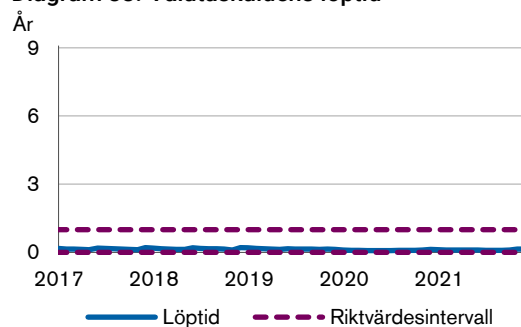


Diagram 33. Valutaskuldens löptid



Anm.: Löptiden mäts med Macaulayduration. Löptiden visar månadsmedel för respektive månad. Riktvärdesintervall för statsskuden infördes i riktlinjer för statsskuld förvaltningen 2020. 2017 fanns det inget riktvärdesintervall för hela nominella kronskulden. Styrningen var uppdelad i en löptidsstyrning för den kortare delen upp till tolv år återstående löptid och ett volymmål för den långa delen.

Källa: Riksgälden.

Svängningarna i lånebehovet under året innebar utmaningar i förvaltningen av statsskulden och särskilt för styrningen av löptiden i den nominella kronskulden. Den nominella kronskulden påverkas mycket mer än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet, eftersom huvuddelen av den kortfristiga finansieringen, dvs. statsskuldsväxlar och stora delar av likviditetsförvaltning, inkluderas i detta skuldslag.

Den reala kronskuldens löptid har legat väldigt stabilt nära mittpunkten av riktvärdesintervall under 2021 (se diagram 32). Löptiden hade inget hopp som t.ex. under 2020 eftersom inga förfall ägde rum i realskulden under året. Löptiden för realskulden minskade gradvis under året vilket inte var helt i linje med planen. Den främsta orsaken var att introduktionen av den nya 18-åriga realobligationen inte föll ut enligt plan. Därmed blev upplåning i realobligationer med längre löptid mindre än planerad, vilket resulterade i en total kortare löptid för realskulden.

Valutaskuldens löptid utvecklades som förväntat under 2021 och höll sig nära den lägre gränsen av löptidsintervallet (se diagram 33). Förutsättningarna att styra löptiden i valutaskulden är goda eftersom den generellt utvecklas på ett förutsägbart sätt samtidigt som valutaskulden till största del består av derivatinstrument.

### **Valutaexponeringen hölls oförändrad i enlighet med riktlinjerna**

Statsskulden är exponerad mot flera utländska valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc, som framgår av tabell 8. Under 2021 siktade Riksgälden mot att hålla valutaexponeringen oförändrad i enlighet med regeringens riktlinjer.

Regeringens beslut om oförändrad valutaexponering i riktlinjerna för 2020 innebar att den gradvisa minskning som pågått sedan 2015 avbröts. Bakgrunden till att valutaexponeringen började avvecklas 2015 var en analys som visade att det inte fanns kostnads- eller riskskäl att ha en bestående valutaexponering. Inför 2020 påbörjade Riksgälden en ny översyn av förutsättningarna för statsskuldens valutasammansättning för att se om det finns skäl att ompröva de tidigare slutsatserna. Regeringen beslutade då att valutaexponeringen skulle lämnas oförändrad i avvaktan på översynen. Även under 2021 beslutade regeringen att hålla valutaexponeringen, eftersom översyn inte blev genomförd.

Även om Riksgälden planerar sina valutaväxlingar för att uppnå en viss valutaexponering i statskulden kan den faktiska exponeringen bli en annan. Det beror på att det uppstår kassaflöden i valuta dels inom ramen för förvaltning av statsskulden, dels genom valutatransaktioner inom andra uppdragsområden som Riksgälden hanterar (se ruta på sidan 43). Under 2021 minskade den faktiska valutaexponeringen, mätt till fasta referenskurser, med 4 miljarder kronor (se tabell 8).

Tabell 8. Valutaexponering i slutet av året

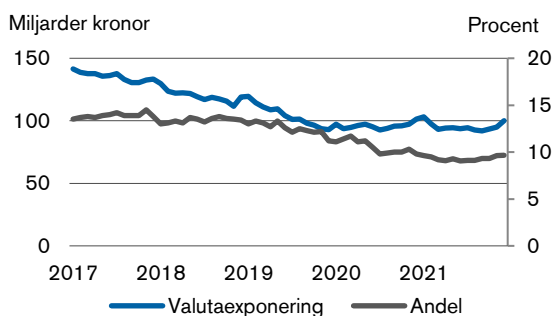
Valuta	2020-12-30			2021-12-30		
	Riktvärde, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner kronor	Riktvärde, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner kronor
CAD	31	31	206	31	34	227
CHF	3 280	3 282	30 990	3 280	3 282	30 988
EUR	Resterande del	7 009	71 669	Resterande del	6 638	67 879
GBP	29	29	333	29	31	353
USD	34	34	291	34	19	166
Övriga			94			-57
<b>Totalt</b>			<b>103 582</b>			<b>99 556</b>

Anm.: Utfallet i kronor är beräknat enligt fast valutakurs per 2020-11-30 vid slutet av respektive år. En positiv valutaexponering innebär en ökad kostnad för statsskulden när svenska kronan försvagas mot respektive utländsk valuta. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

Källa: Riksgälden.

Diagram 34 visar att valutaexponeringen minskade successivt till och med november 2019. Att andelen valutaexponering fortsatte att falla även under 2020 är en konsekvens av att statsskulden ökade medan valutaexponeringen var i stort sett oförändrad. Under 2021 har valutaexponeringen hållit sig på en relativt konstant nivå både mätt i kronor och som andel av statsskulden.

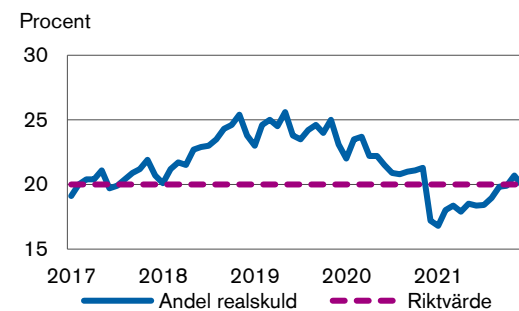
Diagram 34. Valutaexponeringen och dess andel av statsskulden



Anm.: Mätt till aktuella valutakurser, månadsgenomsnitt. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

Källa: Riksgälden.

Diagram 35. Realskuldens andel av statsskulden



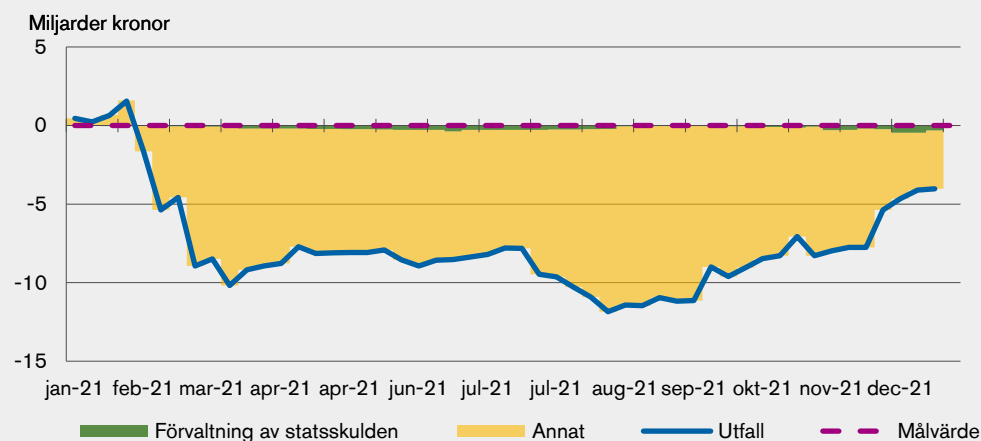
Källa: Riksgälden.

## Riksgäldens valutahantering

Enligt regeringens riktlinjer skulle statsskuldens valutaexponering vara oförändrad under 2021. Valutaexponeringen förändras över tid genom att det uppstår kassaflöden i valuta (t.ex. på grund av kupongbetalningar eller valutakursförändringar) och att instrument denominerade i utländsk valuta ges ut eller förfaller. Riksgälden försöker parera dessa förändringar genom valutaväxlingar. Nettoeffekten av samtliga förändringar visas i det gröna fältet i diagram 36. Eftersom Riksgäldens växlingar mellan svensk och utländsk valuta ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet, avviker valutaexponeringen tidvis från målvärdet.

Det finns även andra faktorer som påverkar statsskuldens valutaexponering på kort sikt. Det handlar om att Riksgälden gör valutatransaktioner för att hantera bland annat EU-betalningar, andra myndigheters valutasäkringar och statens valutakoncernkonto (det gula fältet i diagrammet). Dessa transaktioner får ingen bestående effekt på valutaexponeringen och omfattas därför inte av regeringens styrning av den långsiktiga skuld-sammansättningen.

Diagram 36. Förändring i statsskuldens valutaexponering



Anm.: Förändringen är beräknad med valutakurser per den 30 november 2020. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

Källa: Riksgälden.

Att myndigheternas valutaflöden enbart påverkar exponeringen på kort sikt beror på att Riksgälden inte omedelbart gör transaktioner på valutamarknaden för att återställa exponeringen. I stället sprids växlingarna ut över en längre period. På så sätt minskar risken att kronkursen påverkas av växlingarna då varje transaktion blir mindre. Samtidigt ökar möjligheten att kvitta motgående flöden.

## Andelen realskuld understeg riktvärdet

Andelen realskuld har återigen etablerats nära riktvärde efter en gradvis ökning under 2021 (se diagram 35). Att realandelen har kunnat återföras till målet under så kort tid berodde på att det inte fanns några förfall i realskulden under året och att nettolånebehovet blev mindre än väntad under 2021.

Under 2020 sjönk andelen realskuld under riktvärdet på 20 procent efter att ha legat påfallande över de senaste tre åren. Den minskande realandelen under första halvan av 2020 beror främst på att statskulden växte snabbt. Riksgälden ökade visserligen upplåningen i realobligationer men inte lika mycket som i nominella skuldinstrument. Den kraftiga nedjusteringen i slutet av 2020 var kopplad till ett förfall av en realobligation i december (realobligation 3102).

Det är svårt av flera skäl att på kort sikt styra andelen realskuld. Marknaden för realobligationer är relativt liten och likviditeten är sämre än för nominella statsobligationer. Därmed är det svårt att göra stora förändringar i upplåningen utan att kostnaden blir hög. Det är inte heller möjligt för Riksgälden att styra andelen med derivat eftersom marknaden för inflationssvappar i kronor är ytterst begränsad i Sverige.

## Fortsatt låg kostnad för statsskulden

Kostnadsmässiga räntor för statsskulden uppgick till 9 miljarder 2021 (se tabell 9).<sup>5</sup> Det motsvarar 0,17 procent av BNP. Utfallet var lägre än genomsnittet för de senaste fem åren men drygt 3 miljarder högre än 2020. Ökningen jämfört med föregående år beror huvudsakligen på att kronan försvagades under året vilket påverkade kostnaden för valutaskulden. Detta var i motsats till 2020 då omvärderingseffekterna i stället gjorde att kostnaden för valutaskulden blev lägre jämfört med tidigare år.

I viss mån påverkas kostnaderna av återköp relaterade till marknadsvårdande byten under 2021. När Riksgälden köper tillbaka tidigare utgivna obligationer som i genomsnitt emitteras till högre ränta än rådande marknadsräntor realiseras en förlust. Å andra sidan blir kostnaden lägre för de nya obligationerna som ges ut till en lägre ränta. Detta är en så kallad periodiseringseffekt och den långsiktiga kostnaden för skulden påverkas inte av bytena.

Sett i ett längre perspektiv har statens räntekostnader sjunkit i takt med att skulden minskat och successivt omsatts till lägre räntor.

---

<sup>5</sup> Från och med 2018 redovisar Riksgälden kostnaden för statsskulden utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Metoden följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder och tillgångar som hålls till förfall och innebär att instrumenten värderas till sin emissionsränta med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

Tabell 9. Kostnad för statsskulden, miljarder kronor

Skuldslag	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt 5 år
Nominell kronskuld	6	8	6	6	4	6
Realskuld	8	7	6	2	2	5
Valutaskuld	-3	6	2	-2	2	1
Totalt	12	20	14	6	9	12

Källa: Riksgälden.

Kostnaden för statsskulden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv ränta. Uttryckt på detta sätt var kostnaden 0,8 procent 2021, vilket är lägre än genomsnittet de senaste fem åren (se tabell 10). Kostnaden varierar mellan olika skuldslag, bland annat för att löptiden skiljer sig åt.

Tabell 10. Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta, procent

Skuldslag	2017	2018	2019	2020	2021	Snitt 5 år	Standardavvikelse 5 år
Nominell kronskuld	0,9	1,3	1,0	0,9	0,6	0,9	0,2
Real kronskuld	3,9	3,1	2,7	1,1	1,1	2,4	1,1
Valutaskuld	-2,0	4,9	2,7	-2,2	2,7	1,2	2,8
Totalt	1,1	2,1	1,6	0,6	0,8	1,3	0,5

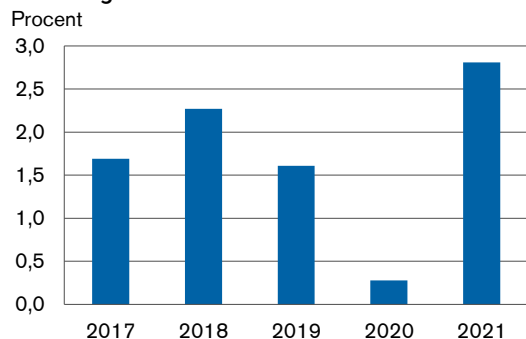
Källa: Riksgälden.

Under 2021 var kostnaden lägst för den nominella kronskulden. Nivån 0,6 var lägre än genomsnittet för de senaste fem åren. Kostnaden för realskulden var oförändrad jämfört med 2020. Inflationsuppräknningen uppgick till omkring 2,8 procent 2021, upp från 0,3 procent 2020 (se diagram 37). Kostnaden för valutaskulden ökade till 2,7 procent, vilket förklaras av att kronan försvagades mot valutorna i valutaskulden (se diagram 38).

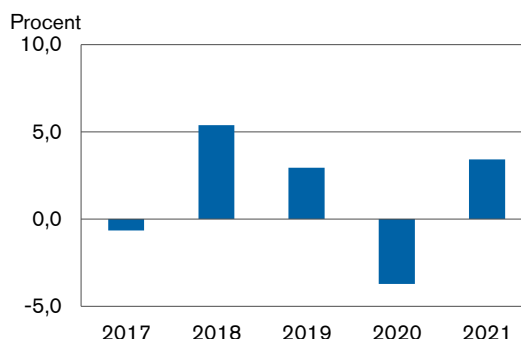
Riksgälden redovisar statsskuld räntorna enligt två principer:

- kassamässiga ränteutgifter (betalningar),
- kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde.

De kassamässiga räntebetalningarna redovisas mot anslaget "Räntor på statsskulden" i statsbudgeten medan den kostnadsmässiga redovisningen återfinns i Riksgäldens resultaträkning. De kassamässiga räntebetalningarna beskrivs mer utförligt i avsnittet om budgetsaldot.

**Diagram 37. Årlig förändring av inflation mätt som förändring av KPI oktober–oktober**

Källa: SCB.

**Diagram 38. Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden**

Anm.: Plus innebär en kronförsvagning, minus en kronförstärkning.

Källor: Makrobond och Riksgälden.

## Risk i form av kostnadsvariation drivs av valutakursrörelser

Olika skuldslag innebär olika stor risk. Tabell 10 visar risken i termer av standardavvikelse för kostnaden de senaste fem åren. För valutaskulden är kostnadsvariationen högre än för kronskulden. Det beror främst på variationer i valutakurser men även på den kortare löptiden i valutaskulden.

## Realobligationerna gav ökad kostnad under 2021

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer.<sup>6</sup> Beräkningsmetoden som det kalkylmässiga resultatet baseras på är en ex-post indikator för kostnadsskillnaden och det finns ett flertal praktiska och teoretiska skäl till varför detta resultat måste tolkas med försiktighet. För 2021 gav realskulden upphov till ett negativt kalkylmässigt resultat – en merkostnad – på 2,8 miljarder kronor. Det beror främst på att inflationsuppräknningen på 2,81 procent 2021 var betydligt högre än den genomsnittliga

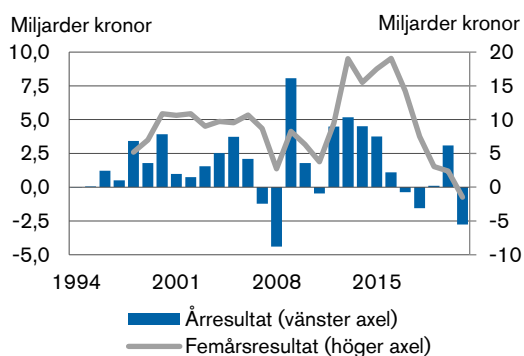
<sup>6</sup> Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Beräkningen baseras på de månatliga förändringarna i den utestående stocken av realobligationer. Sedan beräknas transaktionsvolymen för en hypotetisk nominell upplåning med samma löptid så att likvidbeloppet motsvarar den reala upplåningen. Både den reala och den nominella upplåningen sker till genomsnittliga marknadsräntor. Marknadsräntor för den nominella upplåningen baseras på den nominella statsobligationen som närmast matchar den respektive reala statsobligationens återstående löptid.

breakeven-inflationen för realskulden vid ingången av året som var kring 1,6 procent.<sup>7</sup> Resultatet påverkades även av de förändringar som skett i stocken under året.

Sett över den senaste femårsperioden är det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen en merkostnad på 1,5 miljarder kronor (se diagram 39). Det är första gången ett negativt kalkylmässigt resultat har uppstått för en rullande femårsperiod. Sedan 1994 har det kalkylmässiga resultatet ackumulerats till knappt 44 miljarder kronor (se diagram 40). En stor del av resultatet kommer från tre perioder då inflationen varit låg i förhållande till den genomsnittliga breakeven-inflationen för realskulden.<sup>8</sup>

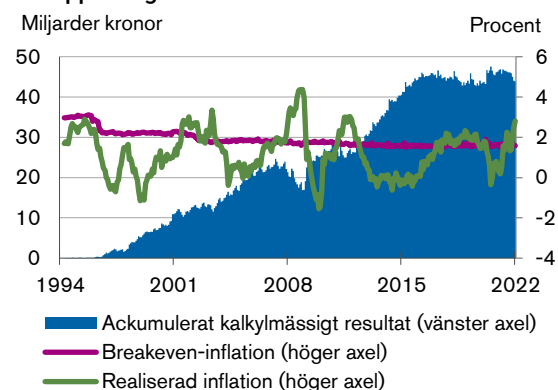
När realobligationsmarknaden byggdes upp i Sverige i mitten av 1990-talet var skillnaden mellan nominella och reala statsobligationsräntor med samma löptid väsentligt högre än i dag vilket resulterade i att breakeven-inflationen för realskulden låg kring 3 procent. Som framgår av diagram 40 har breakeven-inflationen för realskulden successivt minskat sedan dess och ligger nu på cirka 1,6 procent. Sedan introduktionen 1994 har den realiserade inflationen emellertid i huvudsak varit lägre än den genomsnittliga breakeven-inflationen i realskulden (se diagram 40). Därför har kostnaden varit lägre för realskulden än för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

Diagram 39. Kalkylmässigt resultat av realupplåningen



Källa: Riksgälden.

Diagram 40. Ackumulerat kalkylmässigt resultat av realupplåningen



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

Källa: Riksgälden.

<sup>7</sup> Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2020 till oktober 2021.

<sup>8</sup> Perioderna 1998-2000, 2003-2006 och 2012-2015.



## Sista premieobligationen förföll – fortsatt merkostnad under 2021

Under året förföll den sista utestående premieobligationen. Därmed är upplåningen på privatmarknaden avvecklad enligt plan. Stocken premieobligationer var 0 vid utgången av 2021.

Kostnaden för utestående premieobligationslån var fortsatt högre jämfört med motsvarande upplåning på den institutionella marknaden. Det beror på att lånet emitterades med förlust. Dessutom har Riksgälden fasta kostnader för systemstöd och tjänster som krävs för att upprätthålla verksamheten tills dess att den sista premieobligationen förföll i år. De sista kontona i Riksgäldsspar förföll under 2020, men system och tjänster för produkten avvecklades under våren 2021. Under 2021 var merkostnaden 5 miljoner kronor vilket betyder att besparingen var negativ (se tabell 11). För perioden 2017–2021 uppgick merkostnaden till totalt 51 miljoner kronor.

Tabell 11. Besparing genom privatmarknadsupplåning, miljoner kronor

	2017	2018	2019	2020	2021	Totalt
Premieobligationer	-21	-3	-4	-4	-3	-35
Riksgäldsspar	-4	-3	-5	-3	-2	-16
Summa besparing	-24	-6	-9	-8	-5	-51

Anm.: Ett negativt belopp motsvarar en merkostnad relativt motsvarande upplåning på den institutionella marknaden.  
Källa: Riksgälden.

## Löpande positionstagningen gav positivt resultat för året

Riksgälden har mandat att i begränsad utsträckning justera exponeringen i statsskulden av taktiska skäl. Sådana så kallade positioner kan tas både i syfte att sänka den förväntade kostnaden och för att minska riskerna i förvaltningen. Det handlar dels om löpande positionstagning i utländska valutor och räntor, dels om strategiska positioner i kronan som styrelsen fattar beslut om.

### Vinst från löpande positioner i utländska valutor och räntor

För 2021 visade den löpande positionstagningen en vinst på 16 miljoner kronor, vilket kan jämföras med en vinst på 39 miljoner kronor föregående år.<sup>9</sup> Resultatet fördelade sig på -0,5 miljoner kronor för ränteförvaltningen och 16,5 miljoner kronor för valutaförvaltningen.

Det totala riskutnyttjandet uppgick till 3 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket motsvarar 18 procent av det tilldelade riskmandatet för den löpande positionstagningen.

<sup>9</sup> Sedan mars 2018 bedriver Riksgälden enbart intern positionstagning efter beslut om att avveckla de externa förvaltarna.

Resultatet för Riksgäldens totala positionstagning varierar mellan åren och utvärderas i femårsperioder. Under åren 2017–2021 var det genomsnittliga resultatet -10 miljoner kronor per år, inklusive den externa förvaltningen som numera är avvecklad (se tabell 12).

### Orealiserad vinst från positionen för en starkare krona

I maj 2018 beslutade Riksgälden att ta en position för en starkare krona i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron och som mest uppgå till 7 miljarder kronor. Vid utgången av 2021 omfattade positionen 6,8 miljarder kronor och det realiserade resultatet uppgick till 223 miljoner kronor. Det slutliga, realiserade resultatet kan beräknas först när positionen är avslutad.

Tabell 12. Resultat för positionstagningen, miljoner kronor

	2017	2018	2019	2020	2021	Totalt	Genomsnitt
Egen löpande positionstagning	13	11	14	39	16	93	19
Extern positionstagning	-115	-26	0	0	0	-141	-28
Totalt löpande positionstagning	-102	-15	14	39	16	-48	-10
Position för starkare krona		73	20	278	-101	271	
Positionstagning totalt	-102	58	34	317	-85	223	45

Anm.: Resultatet för den externa positionstagningen redovisas inklusive förvaltningsavgifter.

### Lägre korträntor gav positivt resultat från ränteswappar

Riksgälden använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Det gör Riksgälden genom att erhålla fast ränta och betala rörlig ränta i swapkontrakt. På sid sidan 34 framgår hur räntepapper har ansätts under 2021. Det kalkylmässiga resultatet av ränteswappar som ingåtts i detta syfte redovisas i diagram 41.

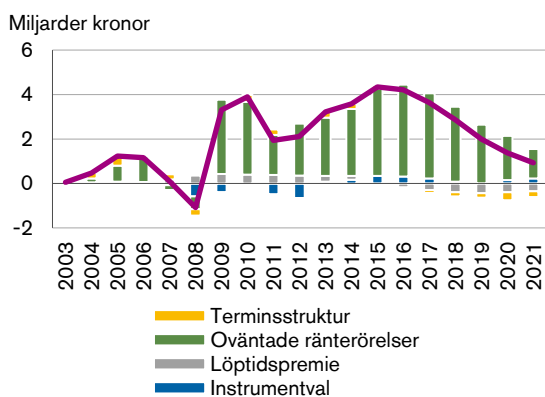
För att bättre förstå vad som driver resultatet delas utfallet upp i fyra olika faktorer som beskrivs närmare i faktarutan på sidan 49. Den faktor som framför allt påverkade resultatet under 2021 var oväntade ränterörelser, dvs. lägre korträntor än förväntat, medan övriga faktorer hade en betydligt mindre inverkan. Sammantaget gav ränteswapparna upphov till en nettointäkt på 0,9 miljarder kronor 2021.

Att de korta räntorna blivit lägre än förväntat bidrog med cirka 1,3 miljarder kronor till nettoresultatet. Detta är också den dominerade faktorn sedan 2009 (se diagram 41). Bidraget har dock minskat sedan 2017 och kommer sannolikt att fortsätta minska i takt med att äldre ränteswappar förfaller.

En annan viktig faktor är löptidspremien, även om dess påverkan på resultatet för 2021 var relativt liten. Löptidspremien motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider. Historiskt sett har investerare krävt högre avkastning för att binda sina pengar under lång tid vilket har gjort att det över tid har varit billigare för staten att låna i korta löptider. På senare år bedöms premien emellertid ha minskat (se diagram 43). Sedan

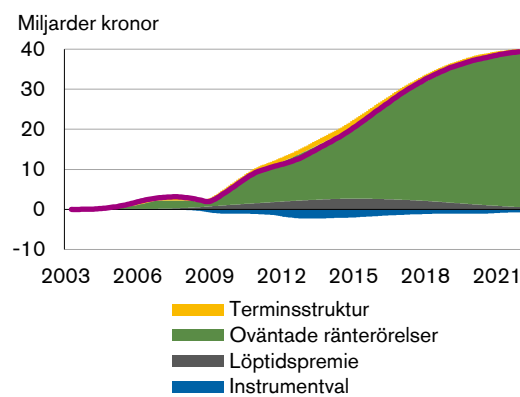
2015 har löptidspremierna bidragit negativt till respektive årsresultat och för 2021 uppskattas merkostnaden till 0,3 miljarder kronor.

Diagram 41. Kalkylmässigt resultat per år av ränteswappar



Källa: Riksgälden.

Diagram 42. Ackumulerat resultat av ränteswappar

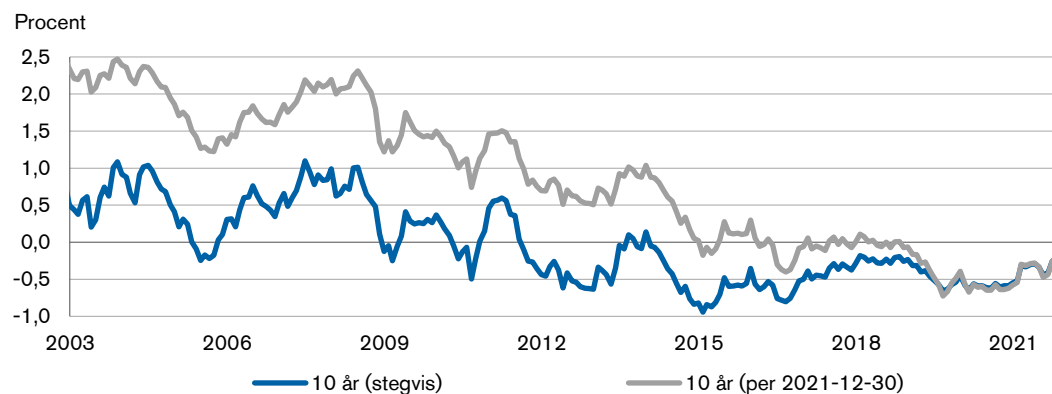


Källa: Riksgälden.

Skattningen av löptidspremierna påverkas av vilken tidsperiod som används i beräkningen. För att skapa en rättvisande resultatuppföljning skattas löptidspremierna baserat på den historik som fanns tillgänglig vid tidpunkten då swapparna ingicks (stegvis skattning). Med stegvisa skattningar är löptidspremierna lägre än med de skattningar som redovisats i riktlinjerna och som baseras på all tillgänglig data fram till beräkningstillfället.

Instrumentval är en faktor som riskerar att bidra negativt till resultatet av ränteswapparna under stressade marknadsförhållanden, se till exempel finanskrisen 2008/09 eller eurokrisen mellan 2010 och 2012 i diagram 41. Trots fortsatt ansträngda marknadsförhållanden under 2021 bidrog instrumentvalet med en besparing på 0,2 miljarder kronor för året. En förklaring till det är att ränteskillnaden mellan Stibor och räntan på en statsskuldväxel, som oftast går i sär under kristider, hölls sig på historiskt relativt låga nivåer.

Diagram 43. Skattning av löptidspremier



Anm.: Skattningarna baseras på månadsdata för svenska swappräntor från juli 1995, se faktaruta.

Källa: Riksgälden.

## Dekomponering av resultatet för ränteswappar

Det kalkylmässiga resultatet för ränteswapparna kan delas upp i fyra beståndsdelar:

*Instrumentval* speglar värdet av själva tekniken att använda swappar för att förkorta löptiden i stället för att ändra fördelningen mellan obligationer och statsskuldväxlar. Resultatet beräknas som nettot av att erhålla skillnaden mellan swapp- och statsobligationsräntan (den så kallade swappspreaden) och att betala skillnaden mellan interbankräntan Stibor och räntan på en statsskuldväxel (den så kallade TED-spreaden).

*Löptidspremien* motsvarar besparingen av att låna i kort löptid relativt lång löptid. Premien beräknas som skillnaden mellan den faktiskt observerbara statsobligationsräntan och den skattade icke-observerbara riskneutrala statsobligationsräntan. Riksgäldens baserar skattningarna av löptidspremien på ACM-modellen.<sup>3</sup>

*Oväntade ränterörelser* är skillnaden mellan den förväntade ränteutvecklingen då swappen ingicks och den realiserade rörliga räntan under swappens löptid. Öväntade ränterörelser kan exempelvis uppstå om Riksbanken höjer eller sänker styrräntan snabbare än förväntat.

*Terminsstrukturen* är den del av resultatet som grundar sig på skillnaden mellan den fasta räntan och den förväntade rörliga räntan över samma löptid. Om det finns förväntningar om att styrräntan kommer att höjas i framtiden är den fasta räntan högre än den rörliga i början av tidsperioden och lägre i slutet av perioden. För en enskild swapp ger det upphov till ett positivt resultat under de första åren och ett negativt resultat under de sista åren. Mätt över hela tidsperioden blir denna komponent nära noll.

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

## Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras överhuvudtaget.

Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling eftersom Riksgälden inte finansierar obligationsförfall genom att vid förfallet ge ut en ny obligation. Med långsiktig låneplanering och jämnt fördelade emissionsvolymerna i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över tid och gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller.

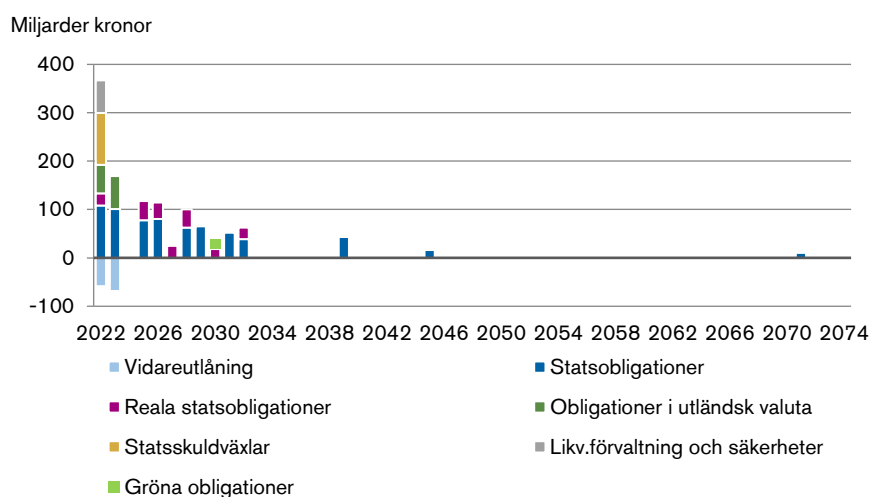
Obligationförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga utgifter och inkomster (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar vara upp emot 100

miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas likviditetsrisk (eller finansieringsrisk), vilken handlar om möjligheten att hantera betalningar i en vidare bemärkelse.

Likväl ska refinansieringsrisken som kan hänföras till förfallande lån beaktas. Regeringens riktlinjer sätter ramarna för statsskuldens löptid och Riksgäldens ambition är att begränsa refinansieringsrisken genom att eftersträva jämna förfall för både nominella och reala obligationer samt genom att bidra till en väl fungerande statspappersmarknad.

Diagram 44 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. Under året emitterade Riksgälden 10 miljarder i en 50-årig obligation med förfall 2071. Diagrammet visar också fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög grad obligationslånen i utländsk valuta.

Diagram 44. Statsskuldens förfalloprofil



Källa: Riksgälden.

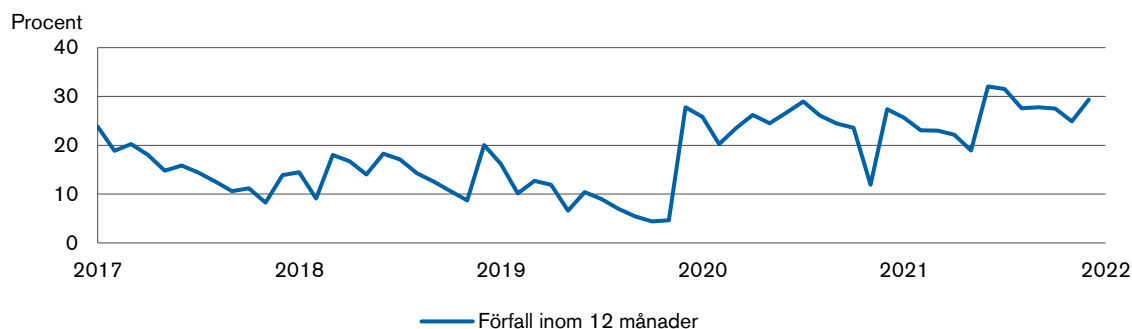
En stor del av skulden förfaller normalt under det närmsta året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är den kortfristiga upplåningen som störs eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Likviditetsförvaltningen beskrivs närmare på sidan 32.

I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år, undantaget upplåning för vidareupplåning till Riksbanken som är koncentrerad till de närmsta två åren. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när stora förfall refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid.

I diagram 45 redovisas ett mått för refinansieringsrisken. Måttet visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader och indikerar därmed hur stor del av skulden som ska refinansieras det närmsta året. Ju högre andel, desto högre refinansieringsrisk. Å andra sidan

bidrar en högre andel förfall det kommande året till flexibilitet att hantera en ökad osäkerhet i nettolånebehovet (se diskussion i kapitlet om den operativa förvaltningen).

Diagram 45. Refinansieringsrisk



Källa: Riksgälden.

Måttet visar en tydlig kalendervariation med uppgångar runt årsskiftena som en följd av omfattande penningmarknadsupplåning då. Det i sin tur beror på att staten har säsongsmässigt stora betalningar i december månad. En persistent nedåtgående trend i refinansieringsrisken uppvisades från 2017 och fram till starten av pandemin då nedgången bröts. Ökningen under 2020 skedde som en följd dels av strategin att parera det ökade lånebehovet genom att använda kortfristig upplåning och dels av två större obligationsförfall i december 2020. Under 2021 låg måttet kvar på ungefär samma nivå som året innan. Nivån är ett utfall av att volymen kort upplåning bedömts bidra till god flexibilitet att hantera oväntade svängningar i nettolånebehovet, obligationsförfall och snabbt ändrade förutsättningar.

## Begränsad motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner

Med motpartsrisk avses risken för att en motpart inte fullgör sina förpliktelser i en transaktion. Sådan risk uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgälden gör derivattransaktioner utan central motpartsclearing. Hur risken hanteras skiljer sig åt mellan placeringar och derivattransaktioner, men gemensamt är att Riksgälden ställer minimikrav på motpartens kreditbetyg.

För att hantera motpartsrisken inom likviditetsförvaltningen finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar exponering och löptid för de placeringar som Riksgäldens gör. Under året förekom perioder med stora placeringsbehov. Placeringarna gjordes med motparter med god kreditvärdighet och överskotten kunde hanteras inom ordinarie limiter.

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs enligt Riksgäldens regelverk att Riksgälden och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet är bilateralt, vilket innebär att motparten måste ställa säkerheter till Riksgälden om värdet på instrumenten är positivt för Riksgälden och vice

versa. Säkerheterna utgör således ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden.

Under året gjordes en översyn av dessa avtal och Riksgälden inledde processen att omförhandla befintliga avtal med derivatmotparterna. De nya avtalen innebär bland annat att säkerheter kommer börja utbytas tidigare och exponeringsnivån för när detta sker kommer vara densamma för alla motparter och inte längre beroende av motparternas kreditbetyg.

För att begränsa motpartsrisken har Riksgälden en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Det sammanvägda kreditbetyget baseras på kreditbetyg från tre olika kreditvärderingsinstitut. Under året skedde endast ett fåtal ändringar i de sammanvägda kreditbetygen för de motparter Riksgälden använder. Samtliga ändringar var i form av höjda kreditbetyg.

**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](mailto:riksgalden@riksgalden.se) | Webb: [riksgalden.se](http://riksgalden.se)