

Statsskuldens förvaltning

Underlag för utvärdering 2022





Riksgäldens uppdrag

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

Förvaltningen av statsskulden 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.

Innehållsförteckning

Året i korthet	4
Så styrs och förvaltas statsskulden	5
Regeringen beslutar om övergripande riktlinjer	7
Förvaltningsstrategier för lägre kostnad över tid.....	9
Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis	12
Positionstagning inom givna riskmandat.....	12
Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer	13
Förutsättningar under året	14
Högre elpriser bidrog till överskott i statens budget	14
Fortsatt osäkerhet i budgetprognoserna för 2022.....	16
Statsskulden tillbaka på rekordlåg nivå.....	20
Allt sämre likviditet på statspappersmarknaden	20
Hög inflation, stigande räntor och volatil kronkurs.....	23
Den operativa förvaltningen	26
Lägre obligationsutbud och ökat fokus på korta lån	27
God efterfrågan i auktioner av statspapper	31
Högre nyttjande av marknadsvårdande repor.....	32
Stora svängningar i likviditetsförvaltningen	33
Oförändrad volym ränteswappar.....	35
Positionen för en starkare krona avvecklades	37
Marknadsaktörernas syn på Riksgälden	38
Stärkt förtroende efter nedgång föregående år	39
Marknadsvårdande repor bedöms som viktigast	39
Även kommunikationen en av de främsta styrkorna	40
Redovisning av kostnad och risk.....	42
Löptid och sammansättning inom riktlinjerna	42
Kostnaden för statsskulden ökade från låg nivå	49
Hög inflation gav merkostnad för realupplåningen	51
Omprövning av valutaexponering gav merkostnad	53
Ränteswappar bidrog till lägre kostnad	54
Kronpositionen stängdes med liten vinst	57
Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil.....	58
Motpartsrisk vid placering och derivattransaktioner	60

Året i korthet

Den högsta inflationen på tre decennier och stigande marknadsräntor påverkade statsskuldförvaltningen på flera sätt under 2022. Det nya läget bidrog å ena sidan till högre inkomster för staten och en historiskt låg statsskuld. Å andra sidan ökade kostnaderna för statsskulden.

- Statens överskott växte under 2022 trots att ekonomin började bromsa in. Det förklaras bland annat av att inflationen bidrog till ökade skatteinkomster och att stigande elpriser medförde stora flaskhalsintäkter för staten.
- Med överskott i statens budget för andra året i rad fortsatte statsskulden att minska. Vid slutet av 2022 var den 1 093 miljarder kronor. Det motsvarar preliminärt 18 procent av BNP, vilket är den lägsta nivån sedan 1971.
- Överskottet innebar att statens upplåningsbehov minskade jämfört med 2021. Riksgälden drog ner utbudet av både nominella och reala statsobligationer i auktionerna och avstod från att ge ut obligationer i utländsk valuta.
- Rysslands invasion av Ukraina och stigande inflation och energipriser bidrog till ökad osäkerhet i budgetprognoserna. Vi hanterade därför prognosändringarna under året genom att justera volymen statsskuldväxlar och annan kort upplåning.
- Efterfrågan på statspapper i auktionerna var fortsatt god, men likviditeten på andrahandsmarknaden försämrades ytterligare. Investerare och återförsäljare gav marknadslikviditeten rekordlåga betyg i Riksgäldens årliga undersökning.
- Förtroendet för Riksgäldens strategier och genomförandet av dem stärktes något under året. Bland annat fick vi högre betyg för våra kontakter med marknadsaktörerna och kommunikationen om lånebehovet och upplåningen.
- Kostnaden för statsskulden ökade till följd av framför allt högre inflation och en svagare krona. Statens kostnadsmässiga räntor mer än tredubblades från föregående år till 34 miljarder kronor, vilket motsvarar 0,6 procent av BNP.
- Realobligationerna medförde den största årliga merkostnaden sedan Riksgälden introducerade instrumentet 1994. Den stora merkostnaden innebar att det ackumulerade resultatet sedan introduktionen nästan halverades.
- Riksgälden avslutade översynen av statsskuldens exponering i utländsk valuta och föreslog att valutaexponeringen ska avvecklas över de kommande fyra åren. Regeringen beslutade i enlighet med förslaget.
- Riksgälden stängde den position som byggts upp sedan 2018 för en starkare krona mot euron. Resultatet blev en liten vinst.

Så styrs och förvaltas statsskulden

Ett av Riksgäldens ansvarsområden är att förvalta statsskulden. I det ingår att hantera statens upplåning och kassa på ett sätt som säkerställer att staten alltid kan fullgöra sina betalningar. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för skulden 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. Vi lånar också på den internationella marknaden genom att ge ut skuldinstrument i utländsk valuta.

Investorerare 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 fondbolag (se rutan på nästa sida). Vi emitterar statspapper i auktioner till ett antal återförsäljare (banker) som därefter kan sälja vidare dem på andrahandsmarknaden. Ju mer köparna 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. I undantagsfall – 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 sidan 7 om olika skuldmått). När staten betalar ut mer pengar än som kommer in i form av 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 förvaltningen av statsskulden, får staten en centraliserad och kostnadseffektiv likviditetsförvaltning.

Fakta

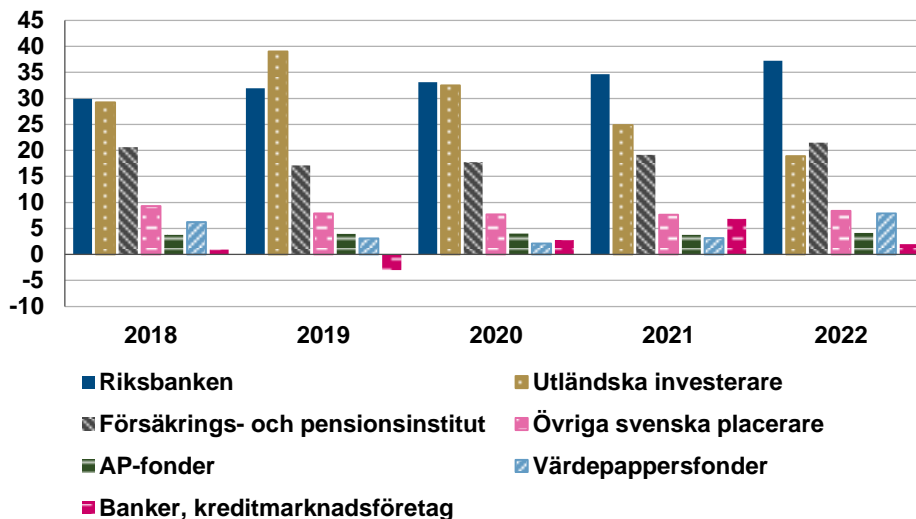
Minskat utländskt ägande av svenska statsskulden

Historiskt har försäkringsbolag, pensionsinstitut och utländska investerare varit stora ägare av de värdepapper som staten gett ut. I dagsläget är dock Riksbanken den största innehavaren efter att ha köpt statspapper i penningpolitiskt syfte sedan 2015. Under 2022 höll Riksbanken i genomsnitt drygt en tredjedel av statsskulden.

Utländska investerare fortsatte att minska sitt ägande och deras andel av statsskulden sjönk till under en femtedel 2022. Svenska investerares innehav ökade å andra sidan, där värdepappersfonder stod för den största förändringen. Andelen för banker och kreditmarknadsföretag minskade efter en uppgång 2021.

Diagram 1 Ägare av värdepapper utgivna av den svenska staten

Procent



Anm. Diagrammet visar årsgenomsnittet för ägandet av värdepapper utgivna av svenska staten (statsskulden). För 2022 är det ett genomsnitt av de tre första kvartalen. Under 2019 uppvisar banker och kreditmarknadsföretag negativa innehav i svenska statspapper. Negativa innehav uppstår när en aktör säljer värdepapper den har lånat och inte äger.

Källa: SCB, Finansräkenskaperna

Målet för statsskuld förvaltningen 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.

Fakta

Olika mått på statsskulden

Det finns olika sätt att mäta statens skuldsättning. Riksgälden redovisar den *okonsoliderade statsskulden*. Måttet visar statens bruttoskuld och inkluderar alla lån som Riksgälden tagit upp för statens räkning, oavsett vem som äger fordringarna på staten. Skulden redovisas till nominellt slutvärde enligt de principer som tillämpas inom EU.

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

Ett skuldmått som ofta används i internationella jämförelser är den *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*, som också kallas Maastrichtskulden. Denna skuld är större än statsskulden eftersom den innefattar hela den offentliga sektorn, det vill säga även kommuner, regioner och pensionssystemet. Beräkningen baseras på villkor i Maastrichtfördraget. Enligt EU:s stabilitets- och tillväxtpakt får Maastrichtskulden inte överstiga 60 procent av BNP.

Maastrichtskulden är också det mått som avses i det finanspolitiska ramverket och som ligger till grund för det skuldankare på 35 procent av BNP som riksdagen har beslutat ska gälla från 2019. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld publiceras av statistikmyndigheten SCB.

Regeringen beslutar om övergripande riktlinjer

Regeringen fastställer den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk i riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Detta sker utifrån ett förslag från Riksgälden som Riksbanken får yttra sig om. En viktig fråga att ta ställning till i riktlinjerna är hur skuldportföljen bör se ut i termer av olika skuldslag och löptid (se rutan på nästa sida). Men även andra faktorer påverkar möjligheten till en långsiktigt låg upplåningskostnad. Det handlar bland annat om att upprätthålla en väl fungerande statspappersmarknad och ett starkt förtroende för svenska staten som emittent.

Långsiktigheten i målet innebär att riktlinjerna fastställs utifrån strukturella förhållanden som förväntas påverka kostnaden för statsskulden eller riskerna i förvaltningen systematiskt (över tid). Kortsiktiga rörelser i räntor och valutor har således ingen inverkan på beslutet. 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.

Riktvärden 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 vårt 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 vi hela tiden ha tillgång till upparbetade lånekanaler. På så vis begränsas statens finansieringsrisk, det vill säga risken att det blir svårt eller kostsamt att ta upp nya lån. Andra exempel på risker som vi beaktar är refinansieringsrisk och motpartsrisk. Dessa beskrivs närmare i sista kapitlet.

Fakta

Riktlinjer för skuldens 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. Enligt riktlinjerna för statsskuldens sammansättning 2022 gällde följande:

- 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

Även löptiden påverkar 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). Riktvärdet avser löptiden mätt som duration.

Historiskt har korta räntor varit lägre än långa räntor vid lånetillfället, vilket innebär att det har varit billigare att ha en förhållandevis kort löptid. Samtidigt blir räntan mindre förutsägbart 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 kron- respektive valuta-skuld skulle slås ihop till ett gemensamt löptidsmål för hela statsskulden. Enligt det övergripande målet ska statsskuldens löptid ligga inom intervallet 3,5–6 år.

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

Förvaltningsstrategier för 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.

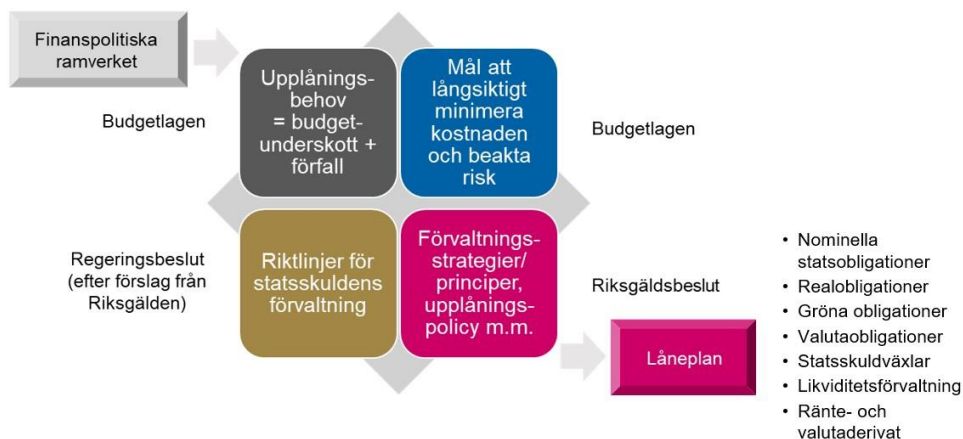
Svenska statspapper efterfrågas framför allt på grund av att de har låg kreditrisk mot bakgrund av att Sverige är ett stabilt land med ett etablerat finanspolitiskt ramverk, en egen valuta och en oberoende centralbank. Attraktionskraften beror också på att statspapper normalt ses som förhållandevis lätta att omsätta, även om likviditeten på andrahandsmarknaden har försämrats under de senaste åren.

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, se figur 1.

Figur 1 Ramverk för av statens upplåning och skuldförvaltning



Anm. Grunden för statens upplåningsbehov ges av det finanspolitiska ramverket och skrivningarna i budgetlagen om av vad staten får låna till. I budgetlagen är även målet för upplåningen och skuldförvaltningen fastställt. Utifrån det beslutar regeringen riktlinjer som styr bland annat vilken löptid och sammansättning statsskulden ska ha. Riksgälden beslutar sedan om strategier för hur riktlinjerna och målet ska uppnås i den operativa upplåningen. Tre gånger om året publicerar vi en plan för hur mycket vi avser att emittera i olika skuldinstrument de kommande två åren.

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 förvaltningsstrategierna, en upplåningspolicy och en regelbundet uppdaterad låneplan.

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 på sidan 11. Genom policyn och regelbunden kommunikation om vår låneplan kan återförsäljare och investerare skapa sig en god bild av emissionsvolymerna i olika statspapper och förstå hur vi kommer att agera om det ekonomiska läget eller finanspolitiken 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 Riksgäldens låneplan för de kommande två åren och prognoser för ekonomin och budgetsaldot (nettolånebehovet). I rapporten lyfter vi också vilka avvägningar vi gjort utifrån riktlinjer, upplåningspolicy och rådande förutsättningar. I början av varje månad publicerar vi sedan utfallet av statens betalningar och förklarar avvikelser från prognosen.

I samband med utfallet av statens betalningar publicerar Riksgälden även rapporten Sveriges statsskuld. Där redovisar vi statsskuldens storlek och sammansättning månad för månad. Våra årliga förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning är ytterligare en publikation som ger en bild av hur statens upplåning och styrningen av statsskulden väntas utvecklas framöver.

Stödja likviditet och infrastruktur på marknaden

Riksgälden eftersträvar flera och effektiva försäljningskanaler. Ett system med regelbundna auktioner och återförsäljaravtal skapar förutsättningar för en väl fungerande infrastruktur och främjar likviditeten på 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 erbjuder vi vanligtvis byten för att det nya lånet snabbt ska nå en viss utestående volym. Återförsäljarna kan dessutom löpande byta en realobligation mot en annan.

Utöver auktioner använder vi även syndikering som försäljningsform. Det innebär att vi anlitar en grupp banker för att genomföra emissionen. Bankerna marknadsför obligationerna som ska säljas och erbjuder investerare att teckna sig för köp. Vi använder syndikering främst för obligationer i utländsk valuta.

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

Fakta

Upplåningspolicy ligger till grund för låneplanering

Riksgälden följer en upplåningspolicy för bland annat vilka skuldinstrument vi använder och hur vi gör prioriteringar mellan olika instrument och löptider.

Nominella statsobligationer den viktigaste finansieringskällan

Nominella statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste finansieringskälla. Dessa prioriteras därför framför andra instrument över tid. Vi 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. Vi strävar också efter att hålla förfallen i obligationsstocken relativt jämna både i storlek och i tid.

Realobligationer komplement till nominella statsobligationer

Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som vill försäkra sig mot inflation. Upplåningen 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 vi regelbundet i auktioner och siktar mot jämna förfall. För att underlätta återinvesteringar vid förfall strävar vi efter att begränsa den utestående volymen i obligationer som förfaller genom att erbjuda byten 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 om det skulle behövas. Vi 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 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 använder vi växlarna framför allt för att parera svängningar i lånebehovet. På så vis kan upplåningen i statsobligationer hållas stabil.

Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis

Riksgälden hanterar dagligen statens kassa inom likviditetsförvaltningen. Nettot av in- och utbetalningar i svenska kronor samlas varje dag på statens centralkonto hos Riksbanken. Riksgälden ansvarar för att finansiera 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 med likviditetsförvaltningen är att säkerställa att staten kan fullgöra sina betalningar i tid. Det 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 detaljerade 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 utför Riksgälden 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. Positionerna tas med derivatinstrument på likvida marknader.

I den löpande verksamheten tar vi mindre positioner, medan beslut om större positioner fattas av styrelsen. Styrelsen ska även fatta beslut om eventuella positioner i kronan. Riksgälden får dock inte ta positioner i svenska räntor.

Riskmandatet för positionstagningen styrs på tre nivåer: i regeringens riktlinjer, i vår finans- och riskpolicy samt genom beslut av riksgäldsdirektören.

Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer

Att utvärdera om statsskuldsförvaltningen har uppnått det övergripande målet om kostnadsminimering med hänsyn till risk är komplicerat. En anledning till det är att kostnaden för statsskulden beror på de rådande marknadsräntorna samtidigt som Riksgäldens utbud av statspapper påverkar dessa räntor. För att veta om vi har 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 marknadsförhållandena.

Det efterföljande kapitlet beskriver den operativa förvaltningen. Här följer vi upp de avvägningar som gjorts i upplåningen under året och de beslut som fattats. Riksgäldens agerande och förvaltningsstrategier utvärderas dessutom i en årlig enkätundersökning riktad till återförsäljare och investerare. Resultatet av undersökningen presenteras i näst sista kapitlet.

Slutligen följer vi upp förvaltningen 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. Där följer vi även upp refinansierings- och motpartsrisiker.

Förutsättningar under året

Statens budget visade överskott för andra året i rad och statsskulden fortsatte att minska. Statsskulden landade på en lägre nivå i slutet av 2022 än före pandemin. Likviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer försämrades ytterligare under året. Både korta och långa marknadsräntor steg mot bakgrund av högre inflation och en omsvängning till stramare penningpolitik. Den svenska kronan försvagades mot både den amerikanska dollarn och euron.

En viktig utgångspunkt för statens upplåning är utvecklingen av statsfinanserna. Riksgälden planerar upplåningen utifrån prognoser på statens budgetsaldo, som i sin tur påverkas av den ekonomiska utvecklingen och finanspolitiken. Ett negativt budgetsaldo (underskott) innebär ett positivt nettolånebehov, som Riksgälden finansierar med nya lån som ökar statsskulden. Vi tar också upp nya lån för att ersätta tidigare tagna lån i statsskulden som förfaller och ska betalas tillbaka.

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. Då finns det skäl att diversifiera skulden för att minska kostnadsvariationen. Vid en låg skuldnivå kan det i stället bli viktigare att koncentrera upplåningen, för att bidra till 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 gör vi också en enkätundersökning för att få en samlad bild av marknadslikviditeten.

Sist i kapitlet beskrivs utvecklingen av inflation, marknadsräntor och valutakurser. Dessa yttre faktorer påverkar både kostnaden för statsskulden och skuldens storlek. Hur räntor och valutor utvecklas spelar också roll för våra beslut inom positionstagningen.

Högre elpriser bidrog till överskott i statens budget

Statens budgetsaldo stärktes för andra året i rad och överskottet växte till 164 miljarder kronor 2022 från 78 miljarder kronor 2021 (se tabell 1). Det stora överskottet förklaras inte främst av den underliggande ekonomiska utvecklingen utan av tillfälliga faktorer. Stigande inflation bidrog till ökade skatteinkomster, medan högre elpriser gav ett stort inflöde av pengar till staten via kapacitetsavgifter till Svenska kraftnät. Även återbetalning av lån som Riksgälden tagit upp åt Riksbanken bidrog till att stärka budgetsaldot.

Året inleddes med svagare tillväxt efter ett starkt 2021 då svensk ekonomi återhämtade sig efter pandemirestriktioner och blockeringar i globala

logistikkedjor. Först väntades denna nedgång vara tillfällig, men i och med Rysslands invasion av Ukraina och stigande energi- och livsmedelspriser övergick det till en tydligare inbromsning av ekonomin. Arbetsmarknaden fortsatte dock att återhämta sig.

Statens primärsaldo – skillnaden mellan inkomster och utgifter exklusive Riksgäldens nettoutlåning och räntebetalningar på statsskulden – stärktes med 75 miljarder kronor jämfört med 2021. Det förklaras av att skatteinkomsterna ökade mer än utgifterna under året. Stigande inflation bidrog till ökade inkomster från bland annat konsumtionsskatter och samtidigt höjde flera statliga bolag sina utdelningar. Finanspolitiska satsningar inom bland annat försvar, migration och socialförsäkringsområdet bidrog till att även utgifterna ökade.

Nettoutlåningen hade den största positiva påverkan på budgetsaldot under året. Det beror främst på två omständigheter. Dels återbetalades enligt plan lån för motsvarande 61 miljarder kronor som Riksgälden tagit upp åt Riksbanken för finansiering av valutareserven, dels ökade inlåningen från Svenska kraftnät. Statens kassamässiga räntor på statsskulden hade motverkande effekt och ökade mot bakgrund av högre marknadsräntor och valutakursförluster.

Tabell 1 Statens budgetsaldo

Miljarder kronor

	2018	2019	2020	2021	2022
Primärsaldo ¹	98	65	-173	3	78
Riksgäldens nettoutlåning ² (-)	4	-69	28	-74	-112
Räntor på statsskulden (-)	13	22	19	-1	27
Budgetsaldo³	80	112	-221	78	164
Budgetsaldo exkl. Riksbanken⁴	91	45	-215	21	102

¹ Primärsaldot är statens inkomster minus utgifter exklusive Riksgäldens nettoutlåning och räntebetalningar.

² Riksgäldens nettoutlåning utgörs i huvudsak av nettoförändringar av myndigheters lån och placeringar hos Statens internbank. Nettoutlåningen påverkar budgetsaldot (nettolånebehovet) och statsskulden, men omfattas inte av det statliga utgiftstaket.

³ Budgetsaldot med omvänt tecken är statens nettolånebehov.

⁴ Avser Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken för finansiering av valutareserven.

Anm. Parentes med minustecken visar att nettoutlåningen och räntor på statsskulden är utgiftsposter. En siffra med positivt tecken innebär därmed ett lägre budgetsaldo, medan negativt tecken innebär ett högre budgetsaldo.

Källa: Riksgälden

Bortsett från 2020, då coronapandemin bröt ut, har statsbudgeten visat överskott sedan 2016. Ett positivt budgetsaldo innebär att statens nettolånebehov är negativt och att statsskulden minskar.

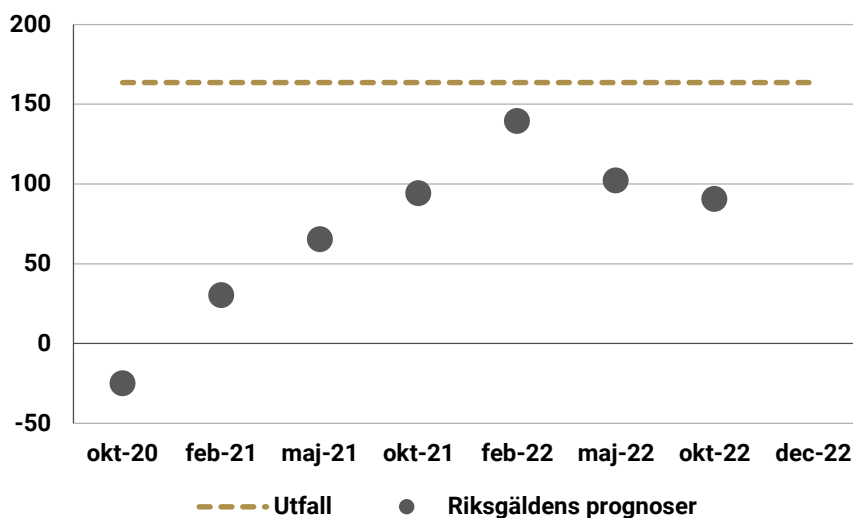
Fortsatt osäkerhet i budgetprognoserna för 2022

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. Förenklat kan sägas att årsprognoserna styr den långfristiga obligationsupplåningen, medan månadsprognoserna styr upplåningen i statsskuldväxlar och värdepapper med kort löptid i utländsk valuta. Dagsprognoserna används i likviditetsförvaltningen.

Riksgäldens årsprognoser för budgetsaldot underskattade utfallet för 2022 vid samtliga prognostillfällen (se diagram 2). Den första prognosen gjordes i oktober 2020. Efter att budgetsaldot försvagats kraftigt under pandemin räknade Riksgälden då med ett fortsatt underskott. Därefter reviderade vi upp budgetsaldot vid varje prognosomgång fram till och med februari 2022. Den starkare återhämtningen i ekonomin resulterade i successivt högre prognoser för skatteinkomsterna fram till dess (se diagram 3).

Diagram 2 Budgetsaldo för 2022 – Riksgäldens prognos och utfall

Miljarder kronor



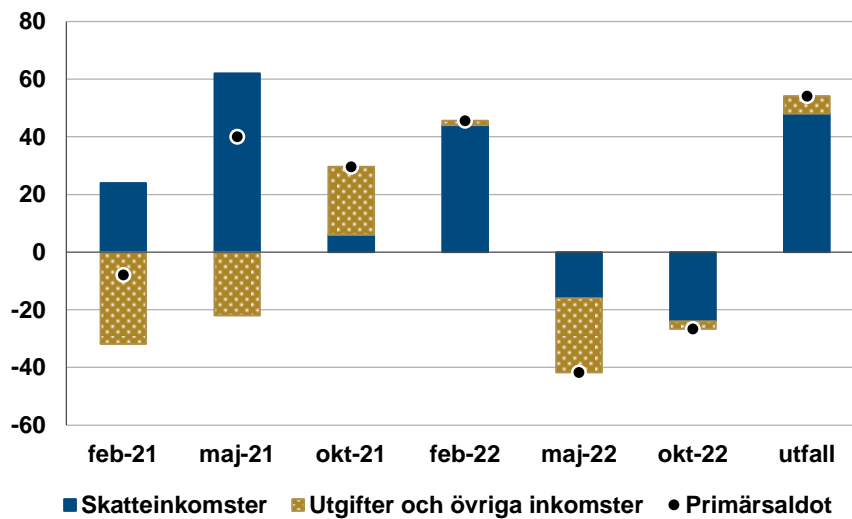
Anm. Den första prognosen för budgetsaldot 2022 publicerades i oktober 2020. Prognosen uppdaterades sedan tre gånger under 2021 respektive 2022.

Källa: Riksgälden

Det lägre budgetsaldot de två sista prognosomgångarna 2022 är främst kopplat till Svenska kraftnäts inlåning. I majprognosen underskattades inlåningen som uppkom via kapacitetsavgifter och i oktoberprognosen fanns ett antagande om utbetalning av en elpriskompensation innan årets slut. Skatterna reviderades dessutom ned i de sista prognoserna (se diagram 3). Det var delvis en följd av en förväntad nedgång i ekonomin, men också av att vi antog att ett högre ränteläge skulle leda till ett nettouttag av kapitalplaceringar på skattekontot. Den förväntade minskningen av skatteinkomsterna uteblev, vilket främst beror på att kompletterande skatt (där kapitalplaceringarna ingår) inte minskade som väntat.

Diagram 3 Revidering av primärsaldot 2022 fördelat på skatter och utgifter

Miljarder kronor



Anm. Staplarna visar prognosrevidering mellan enskilda prognosomgångar. Till exempel visar stapeln för maj 2021 prognosrevidering mellan februari 2021 och maj 2021.

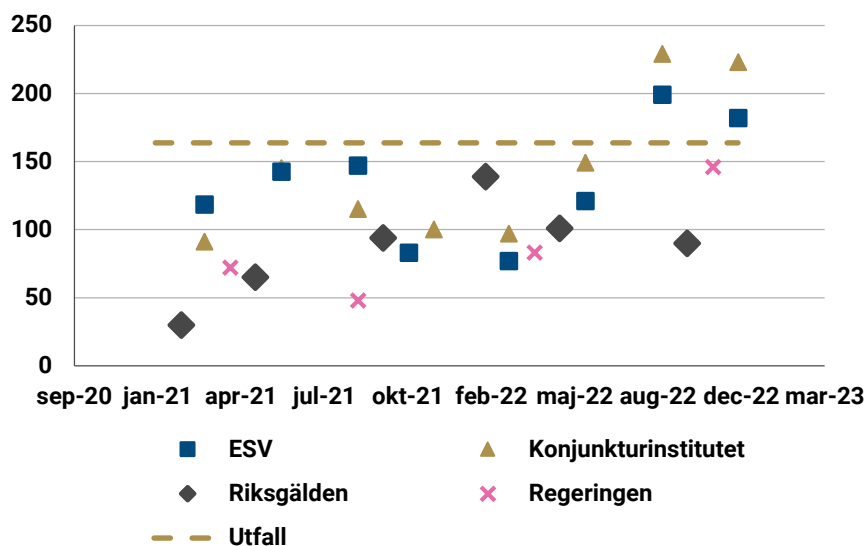
Källa: Riksgälden

Stor spridning i olika bedömares prognoser

Även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen gör prognoser på statens budgetsaldo. Spridningen av prognoserna för 2022 var mindre än för föregående år, men visar fortfarande på en stor osäkerhet kring utvecklingen av budgetsaldot (se diagram 4).

Diagram 4 Olika bedömares prognoser för budgetsaldot 2022

Miljarder kronor



Anm. Prognosmetoder kan skilja sig mellan prognosmakare, särskilt för kommande prognosår. Det innebär att differenser mellan prognoser för 2022 gjorda 2021 även kan

inkludera metodskillnader. För prognoser gjorda under 2022 är dessa skillnader mindre.
Källor: Riksgälden, ESV, Regeringen och Konjunkturinstitutet

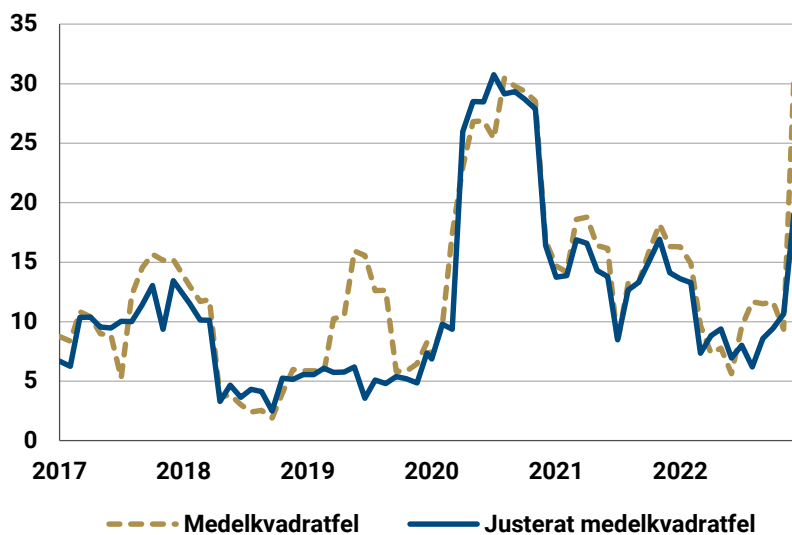
Från 2021 och framåt visade samtliga prognoser ett positivt saldo för 2022. Riksgäldens prognoser var inledningsvis jämförelsevis låga och höjdes gradvis. Överlag var prognosmakarna relativt samstämmiga fram till andra halvan av 2022. De avvikelser som uppstod då är till stor del kopplade till osäkerhet kring inlåningen från Svenska kraftnät och utbetalningen av det aviserade elprisstödet.

Månadsprognoser – svårt att bedöma när betalningar infaller

Riksgälden är för närvarande den enda myndighet som publicerar månadsprognoser för budgetsaldot. Det innebär att jämförelser med andra prognosmakare inte kan göras. Vi följer däremot upp precisionen i månadsprognoserna med måttet medelkvadratfel.¹

Diagram 5 Riksgäldens månadsprognoser för budgetsaldot – avvikelser från utfall

Miljarder kronor



Anm. Avvikelser enligt måttet medelkvadratfel. Det justerade måttet avser medelkvadratfelet exklusive nettoutlåningen och engångshändelser såsom utförsäljningar.

Källa: Riksgälden

Avvikelsen mellan prognos och utfall, mätt med medelkvadratfelet, var sett över hela året lägre 2022 jämfört med pandemiåren 2020 och 2021 (se diagram 5). Avvikelsena var dock fortfarande högre än åren närmast före pandemin och i december var avvikelsen lika hög som under inledningen av pandemin. Det illustrerar svårigheten att förutsäga händelser som inträffar med kort varsel, som i det här fallet utbetalningen av elpriskompensation och högre skattebetalningar

¹ 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.

än väntat under slutet av året. Även händelser i omvärlden som får inverkan på svensk ekonomi är svåra att prognostisera. För 2022 rörde det till exempel kriget i Ukraina och de följd effekter det fick på bland annat energipriser i Europa.

Dagsprognoser – viktiga för likviditetsförvaltningen

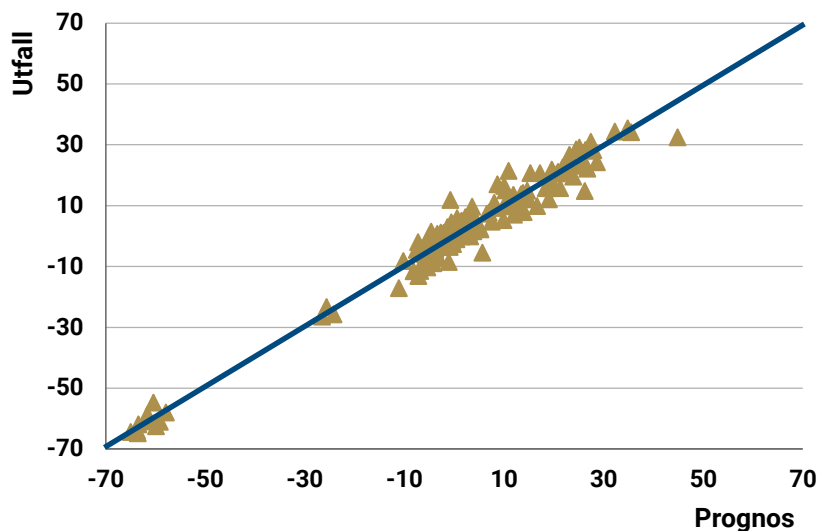
För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgälden även dagsprognoser på minst sex månaders sikt. Dessa publiceras inte och till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras de löpande när ny information blir tillgänglig.

Diagram 6 visar dagliga utfall och den senast justerade prognosen för respektive dag för statens primära nettolånebehov, vilket exkluderar Riksgäldens netto-utlåning. Den genomsnittliga avvikelserna per dag var ungefär 290 miljoner kronor. Det är en förbättring jämfört med pandemiåren 2020 och 2021 då avvikelserna var 593 miljoner respektive 413 miljoner kronor. Det avspeglar att det dessa år var särskilt svårt att prognostisera utvecklingen, samtidigt som även 2022 innehöll händelser som var svåra att förutse.

Ett par av de större avvikelserna under året rörde utdelningar från statliga bolag som med kort tidshorisont ändrade utbetalningsdag. Flera avvikelser rörde även dagar runt mitten och slutet av månaden då de stora skattebetalningarna görs. Eftersom det primära nettolånebehovet inte inkluderar nettoutlåningen visar diagrammet nedan inte prognosavvikelsena kopplade till Svenska kraftnät, som var en av de största källorna till osäkerhet under året.

Diagram 6 Riksgäldens prognos och utfall för det primära saldöt på dagsbasis

Miljarder kronor



Anm. I det primära saldöt ingår inte nettoutlåning eller räntor på statsskulden. Det horisontella 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.

Källa: Riksgälden

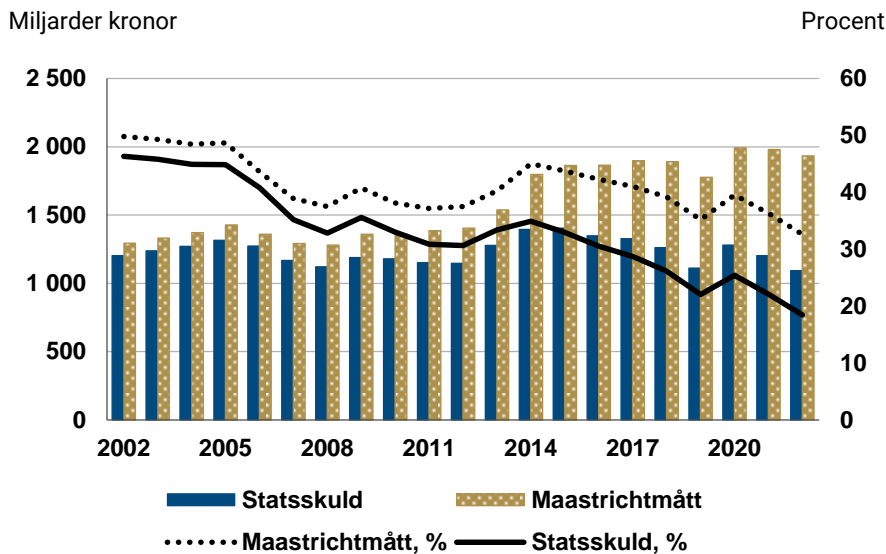
Statsskulden tillbaka på rekordlåg nivå

Sveriges okonsoliderade statsskuld var 1 093 miljarder kronor vid slutet av 2022, jämfört med 1 204 miljarder kronor ett år tidigare (se diagram 7). Det motsvarar en minskning från 22 procent av BNP till 18 procent, baserat på Riksgäldens senaste prognos för BNP (det finns ännu inget publicerat helårsutfall). Minskningen i kronor var 112 miljarder och innebär att statsskulden landade på en lägre nivå än i slutet av 2019, före pandemin. Som andel av BNP är nivån den lägsta sedan 1971.

Ett överskott i budgeten innebär att statsskulden minskar med motsvarande belopp, men skuldens storlek påverkas också av andra faktorer som inflationskompensation och valutakurseffekter. För 2022 blev skuldminskningen mindre än budgetöverskottet, vilket beror på omvärderingseffekter till följd av både hög inflation och en svagare krona.

Diagram 7 visar även utvecklingen av den offentliga sektorns skuld enligt det så kallade Maastrichtmålet. Där ingår förutom staten även kommuner, regioner och ålderspensionssystemet. Den offentliga sektorns skuld var enligt Riksgäldens beräkning 33 procent av BNP i slutet av 2022. Den ligger därmed inom intervallet för skuldankaret i finanspolitiska ramverket som är 35 procent \pm 5 procentenheter.

Diagram 7 Sveriges statsskuld



Anm. För 2022 baseras andelarna på Riksgäldens BNP-prognos eftersom utfallet ännu inte publicerats. Maastrichtskulden vid slutet av året är beräknad av Riksgälden eftersom det inte heller finns något utfall publicerat för den än.

Källa: Riksgälden

Allt sämre likviditet på statspappersmarknaden

Med marknadslikviditet avses möjligheten att köpa och sälja önskad mängd statspapper snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. Att beskriva marknadslikviditet är komplext och det går att mäta på olika sätt. I denna rapport

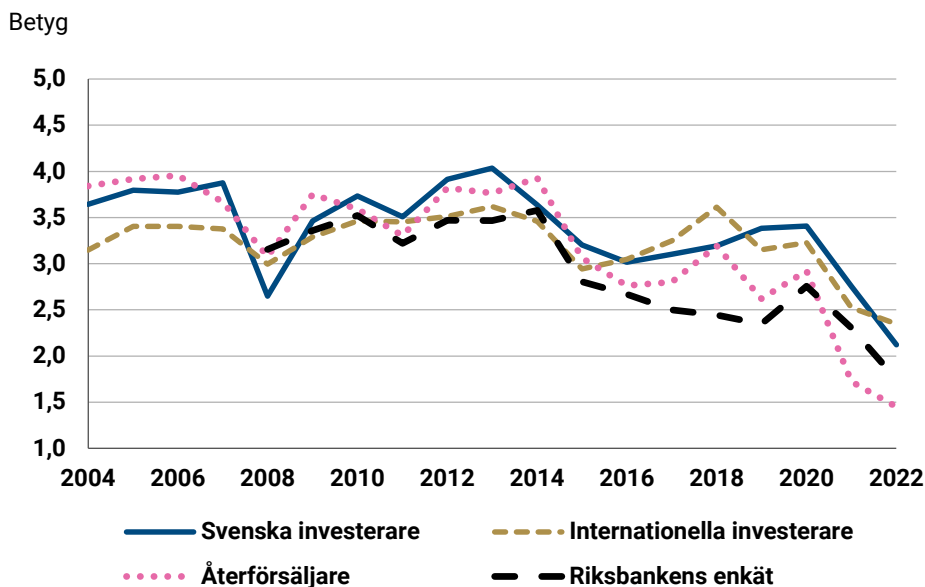
använder vi både enkätundersökningar och kvantitativa mått för att beskriva likviditeten på andrahandsmarknaden för statspapper.

I en årlig enkätundersökning som Riksgälden låter göra sätter marknadsaktörerna betyg efter en skala 1–5 på likviditeten avseende volym och spread (skillnad mellan köp- och säljkurs), som är två viktiga aspekter av likviditet. Resultatet av undersökningen som gjordes i slutet av 2022 visar att de upplevde en tydlig försämring jämfört med 2021.

Såväl Riksgäldens återförsäljare som svenska och utländska investerare gav underkänt (lägre betyg än 3) till likviditeten på andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer, i termer av både volym och spread. Diagram 8 visar att genomsnittet av betygen för volym och spread har sjunkit gradvis de senaste åren. Nivån 2022 var den lägsta sedan undersökningen startade 2004.

Likviditeten för realobligationer bedömdes fortsatt som underkänd och jämfört med föregående år sänkte återförsäljarna och de svenska investerarna sina betyg. Utländska investerare låg kvar på ungefär samma nivå som i 2021 års mätning. När det gäller statsskuldväxlar fick likviditeten underkänt i alla avseenden.

Diagram 8 Upplevd likviditet på marknaden för nominella statsobligationer



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

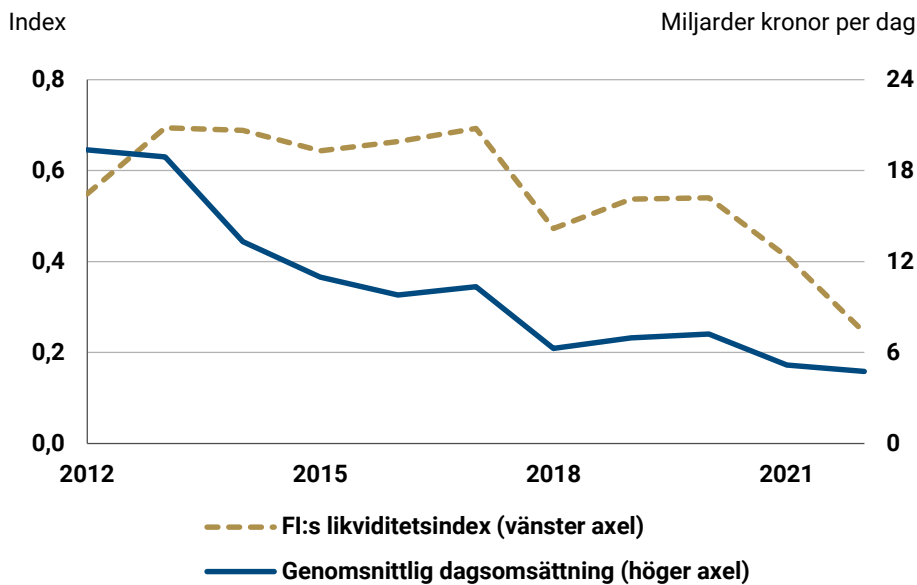
Källa: Riksgälden och Riksbanken

Riksbankens finansmarknadsenkät är en annan undersökning där marknadsaktörerna får sätta betyg på likviditeten på andrahandsmarknaden. Även i denna undersökning visar det senaste resultatet att en majoritet av de tillfrågade anser att likviditeten på statspappersmarknaden är dålig eller mycket dålig. Resultatet visade dessutom en tydlig försämring mellan våren och hösten.

I båda undersökningarna pekar de svarande på Riksbankens köp av statspapper under de senaste åren som den främsta anledningen till de låga betygen (se vidare nedan). De marknadsproblem som lyfts i Riksgäldens undersökning är bland annat låg omsättning, färre aktörer och större skillnad mellan köp- och säljpriser.

Finansinspektionen beräknar ett antal indikatorer som de regelbundet väger samman i ett aggregerat mått för att mäta marknadslikviditet. Även detta mått visar att likviditeten på andrahandsmarknaden för statsobligationer har försämrats under en längre tid. Utvecklingen av måttet framgår i diagram 9, som också visar att omsättningen på marknaden för nominella statsobligationer har sjunkit.

Diagram 9 Likviditetsmått och omsättning på statsobligationsmarknaden



Anm. FI:s likviditetsindex är en aggregering av olika enskilda indikatorer för nominella statsobligationer med benchmarkstatus. Högre värden motsvarar högre likviditet. Diagrammet visar ett årligt genomsnitt av månatliga utfall. Omsättning är ett årligt genomsnitt av dagliga utfall för nominella statsobligationer.

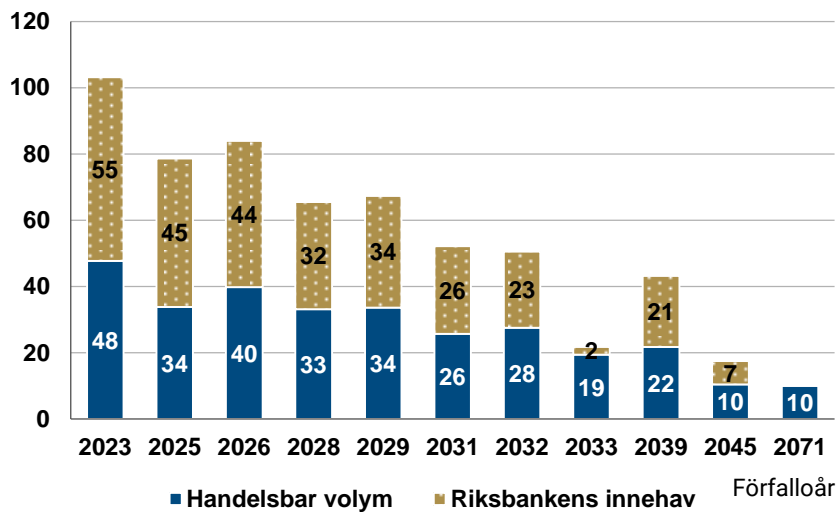
Källa: Finansinspektionen och Riksbanken.

Att titta på omsättningen separat kan vara ytterligare ett sätt att få en uppfattning om likviditeten på marknaden. Den genomsnittliga dagliga omsättningen av nominella statsobligationer minskade under året från en redan låg nivå. Den har blivit knappt en tredjedel så stor som den var för tio år sedan (se diagram 9).

Under de senaste åren har volymen statsobligationer som är tillgänglig för handel på andrahandsmarknaden krympt. En förklaring är att Riksbanken köpt statspapper sedan 2015. Diagram 10 visar Riksbankens innehav av de utestående nominella statsobligationerna med olika löptider vid slutet av 2022. Sammantaget ägde Riksbanken då 49 procent av den utestående volymen nominella statsobligationer. Den utestående volym som *inte* innehas av Riksbanken har minskat från knappt 600 miljarder kronor 2015 till cirka 300 miljarder kronor 2022.

Diagram 10 Utestående nominella statsobligationer och Riksbankens innehav

Miljarder kronor



Anm. Utestående volym uttryckt i nominellt belopp för respektive statsobligation med förfalloår enligt x-axeln. Riksbankens innehav rapporteras i enlighet med Riksgäldens affärsdagsredovisning för statsskulden.

Källa: Riksbanken och Riksgälden

Riksgälden kan inte påverka marknadslikviditeten direkt genom att öka utbudet av statspapper mer än vad som är motiverat av statens lånebehov. Däremot innefattar vår strategi att prioritera nominella statsobligationer i upplåningen och erbjuda marknadsvårdande faciliteter som indirekt stöttar likviditeten. De marknadsvårdande reporna i statspapper bedöms i undersökningen som den viktigaste av Riksgäldens strategier och får fortsatt ett betyg på över 4 (se vidare i kapitlet Marknadsaktörernas syn på Riksgälden).

Hög inflation, stigande räntor och volatil kronkurs

Utvecklingen på de finansiella marknaderna under året påverkades framför allt av den höga inflationen och att penningpolitiken stramades åt i snabb takt världen över. Efter en lång period av låga räntor och stora tillgångsköp bidrog centralbankers omsvängning till turbulens och stor osäkerhet på de finansiella marknaderna. Marknadsräntorna steg och ränteskillnaden mellan mer och mindre riskfyllda tillgångar ökade. På valutamarknaden var volatiliteten hög.

I Sverige var den årliga inflationstakten mätt i KPIF 10,2 procent i december 2022. Det var den snabbaste prisökningstakten sedan 1990. Det var framför allt energi som drev prisökningarna, men även pandemirelaterade störningar i globala logistikkedjor bidrog. För att få bukt med inflationen höjde Riksbanken styrräntan med 2,5 procentenheter under 2022. De kommunicerade även att tillgångsköpen skulle avslutas vid årsskiftet.

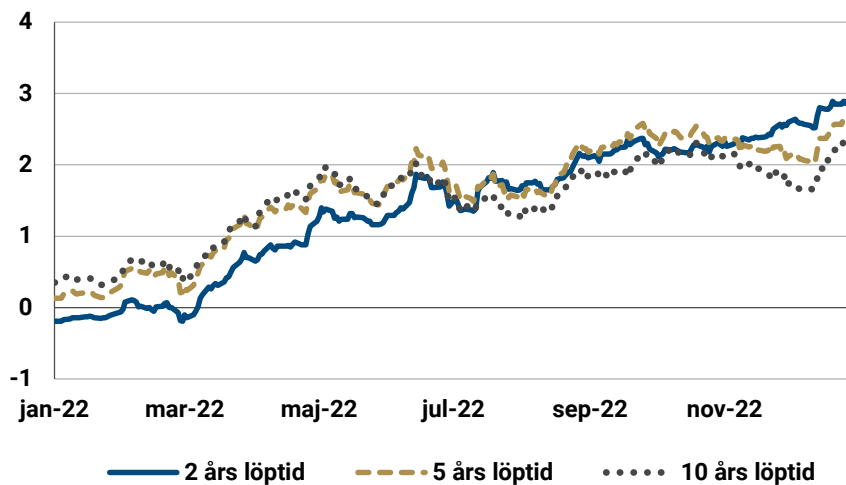
Den tioåriga statsobligationsräntan i Sverige landade på 2,4 procent i slutet av december, den högsta nivån sedan 2014. Det var även en kraftig ökning jämfört med 0,4 procent i början av 2022 (se diagram 11). Korta räntor steg förhållandevis

mer än långa räntor under året, vilket gjorde att avkastningskurvan blev flackare. Under sommaren inverterade avkastningskurvan, det vill säga att den tvååriga statsobligationsräntan låg högre än den tioåriga. Senaste gången det hände i Sverige var 2008. Inverteringen kvarstod i stort sett hela andra halvan av året.

Även i Europa och i USA steg de tioåriga statsobligationsräntorna kraftigt under året, även om de sjönk tillbaka något under de sista månaderna. Den tyska tioåriga statsobligationsräntan nådde under hösten den högsta nivån på 11 år och steg mer än den svenska. Det innebär att skillnaden mellan den svenska och den tyska tioåriga statsobligationsräntan minskade. Även i USA steg tioårsräntan mer än i Sverige och var som högst 4,3 procent i oktober. Den slutade året på 3,9 procent.

Diagram 11 Svenska statsobligationsräntor

Procent

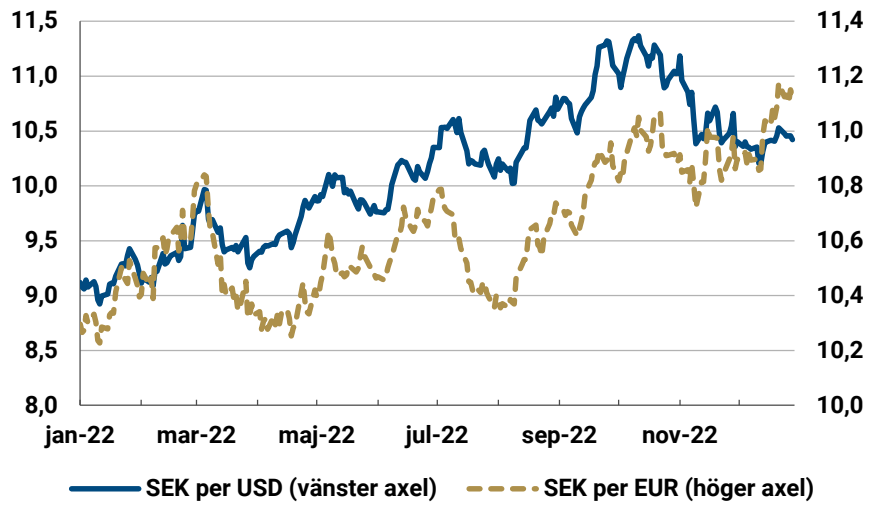


Källa: Macrobond

Den svenska kronan försvagades mot flera valutor sett över året och kursen var volatil. Försvagningen var störst mot den amerikanska dollarn och kronan handlades till 10,42 mot dollarn i slutet av 2022, jämfört med 9,04 ett år tidigare. Mot euron försvagades kronan från 10,23 till 11,12 under 2022 (se diagram 12).

Diagram 12 Kronans valutakurs

Kronor



Källa: Macrobond

Den operativa förvaltningen

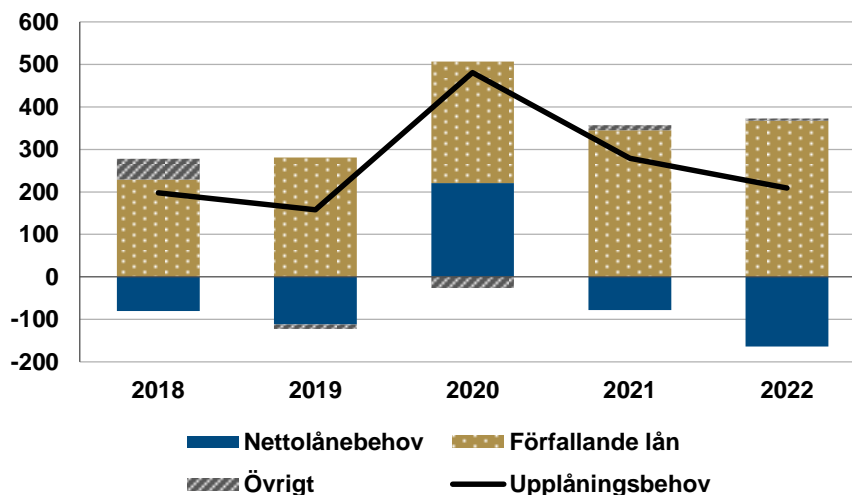
Med överskott i statens budget behövde Riksgälden sett över året bara låna för att ersätta tidigare tagna lån som förföll. Trots två obligationsförfall minskade det totala upplåningsbehovet och vi drog därför ner utbudet av statsobligationer i våra auktioner. Samtidigt parerade vi svängningar i upplåningsbehovet genom att justera volymen kortfristiga lån. Nyttjandet av våra marknadsvårdande repor ökade under året. Inom positionstagningen avvecklade vi positionen för en starkare krona.

Riksgälden lånar för statens räkning dels för att täcka underskott i statsbudgeten (nettolånebehovet), dels för att refinansiera lån som förfaller. Det totala upplåningsbehovet uppgick till 209 miljarder kronor 2022, vilket innebär en minskning jämfört med 2021 då det var 279 miljarder kronor (se diagram 13).

Nettolånebehovet minskade med 86 miljarder kronor mellan åren. Det motverkades delvis av ett ökat refinansieringsbehov då både en nominell statsobligation (SGB 1054) och en realobligation (SGB IL 3108) förföll. Sammantaget var dessa förfall cirka 130 miljarder kronor. Förfallen i den kortfristiga upplåningen minskade dock eftersom upplåningen justerades ner allteftersom statens överskott växte.

Diagram 13 Statens upplåningsbehov

Miljarder kronor



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

Källa: Riksgälden

Lägre obligationsutbud och ökat fokus på korta lån

I början av året minskade Riksgälden obligationsupplåningen eftersom prognosen då visade på ett starkare budgetsaldo och därmed ett lägre upplåningsbehov. Efter att Ryssland invaderade Ukraina och elpriser, inflation och räntor började stiga ökade osäkerheten i prognoserna. Vi valde då att möta de kommande prognosförändringarna med kortfristiga lån. Denna upplåning kan vi snabbt dra ner på om upplåningsbehovet blir mindre än väntat.

I årets första statsupplåningsrapport som publicerades i februari förväntades den totala upplåningen för 2022 uppgå till 228 miljarder kronor, väsentligt lägre än 2021. Vi minskade därför den planerade emissionsvolymen i nominella statsobligationer och flyttade fram tidpunkten för introduktionen av en ny tioårig statsobligation ett halvår. Vi drog även ner upplåningen i realobligationer något.

I takt med att prognosen för nettolånebehovet reviderades upp under året justerade Riksgälden den kortfristiga upplåningen i statsskuldväxlar och likviditetsförvaltningsinstrument. Anpassningen var i linje med strategin att initialt öka den kortfristiga upplåningen för att därefter anpassa obligationsupplåningen om lånebehovet består. Även planerna för upplåningen 2023 reviderades upp.

I tabell 2 visas den totala upplåningen fördelad på olika instrument. Hur Riksgälden använder olika skuldinstrument beskrivs i upplåningspolicyn på sidan 11.

Tabell 2 Upplåning fördelad på olika marknader och skuldinstrument

Miljarder kronor

	2018	2019	2020	2021	2022
Penningmarknad, upplåning	70	101	305	176	154
Kapitalmarknad, upplåning	128	57	176	103	55
Nominella statsobligationer	32	30	100	83	46
Realobligationer	9	8	13	21	9
Gröna obligationer	0	0	20	0	0
Obligationer i utländsk valuta	88	19	43	0	0
statens egen del	0	0	0	0	0
vidareutlåning till Riksbanken	88	19	43	0	0
Upplåning, brutto	198	158	481	279	209

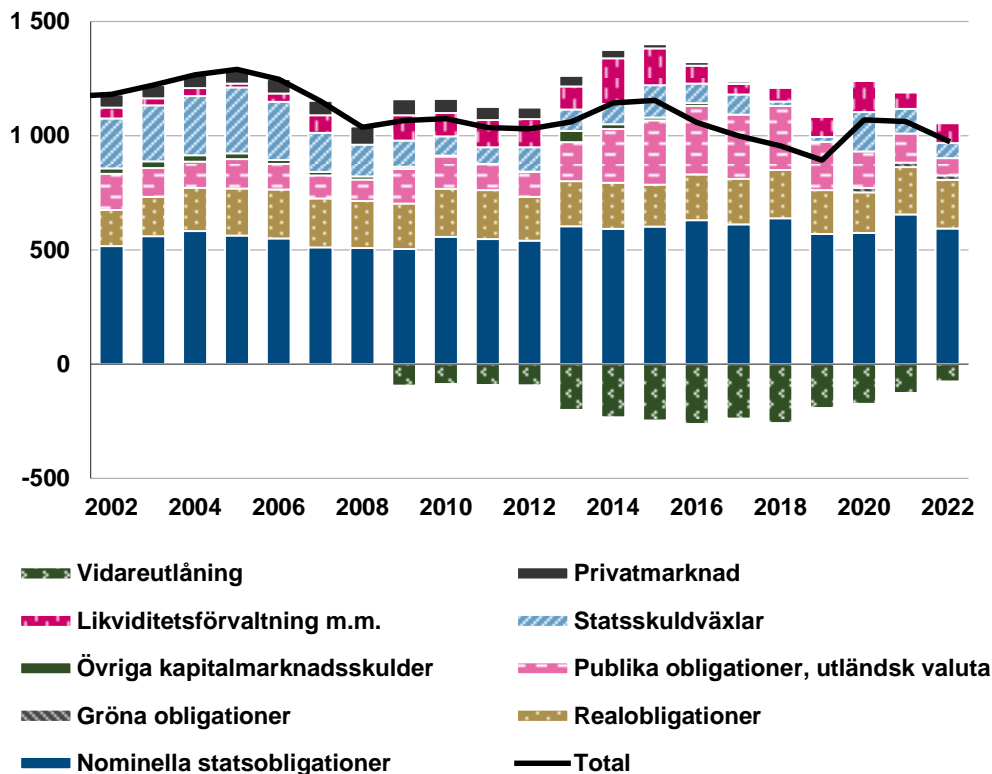
Anm. Beloppet för statsskuldväxlar avser utestående stock vid utgången av året.

Källa: Riksgälden

Även om den osäkra situationen bidrog till ett ökat fokus på kortfristiga lån under året är det fortsatt långfristiga lån i form av nominella statsobligationer som utgör den största delen av de utestående lånen i statsskulden (se diagram 14). Sett över de senaste 20 åren har den utestående volymen nominella statsobligationer vid årets slut legat mellan 504 miljarder och 656 miljarder kronor. Dessa obligationer är vår viktigaste finansieringskälla för att minimera kostnaden för skulden över tid.

Diagram 14 Statsskuden fördelad på olika skuldinstrument

Miljarder kronor



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

Källa: Riksgälden

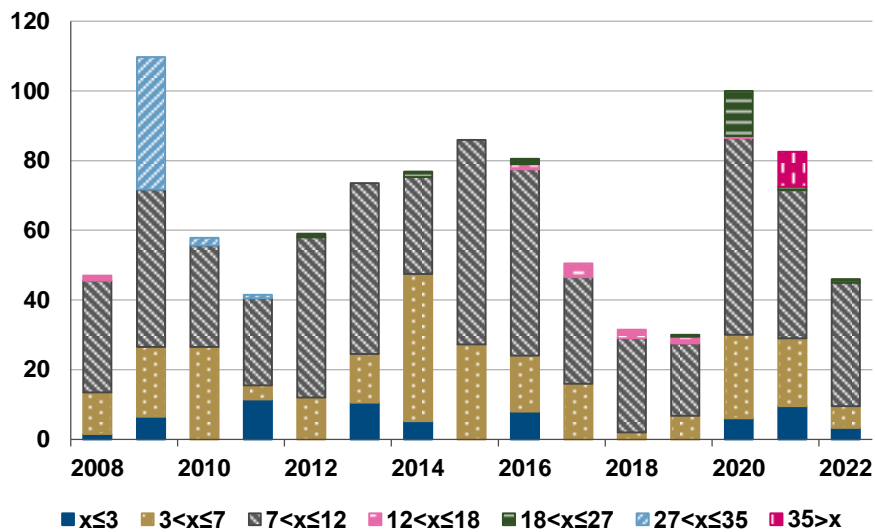
Låg emissionsvolym i nominella statsobligationer

I början av 2022 sänkte vi den planerade årliga emissionsvolymen av nominella statsobligationer från 50 miljarder till 46 miljarder kronor. Det är lägre än genomsnittet de senaste 15 åren på drygt 60 miljarder kronor och innebär nästan en halvering jämfört med 2021. Hur emissionsvolymen fördelades mellan olika löptider framgår av diagram 15. Som diagrammet visar varierar emissionsvolymen och hur den fördelas över olika löptider från år till år. Det beror delvis på storleken på upplåningsbehovet, men även förfalloprofilen och riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och löptid är viktiga faktorer att ta hänsyn till vid låneplaneringen.

Emissionsvolymen i auktionerna var 2,5 miljarder kronor under första halvåret 2022 och därefter 2 miljarder kronor. Huvuddelen av auktionerna gjordes i det tioåriga segmentet, men vi prioriterade även de två- och femåriga referenslånen. Den emitterade volymen i övriga löptider, så kallade icke-benchmarklån, var begränsad.

Diagram 15 Emissionsvolym i nominella statsobligationer uppdelad på löptid

Miljarder kronor



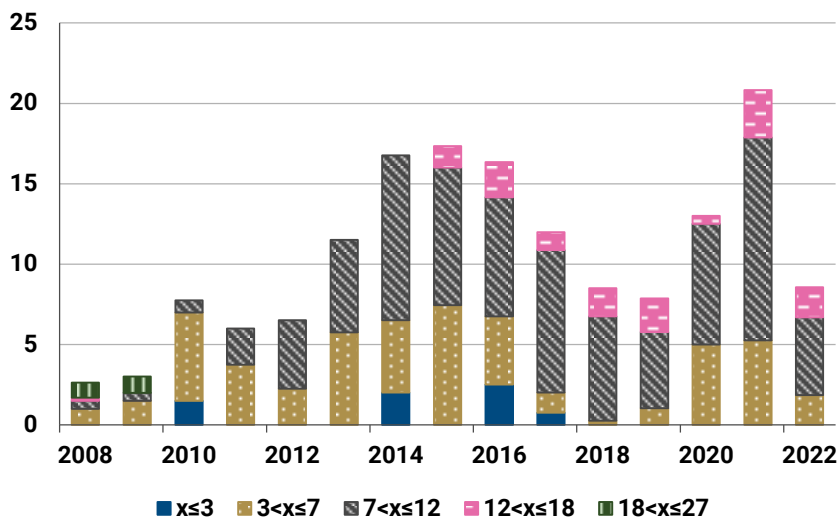
Källa: Riksgälden

Även volymen realobligationer minskade

Emissionsvolymen i realobligationer uppgick till knappt 9 miljarder för 2022, vilket är mer än en halvering från 21 miljarder 2021 (se diagram 16). I mars 2022 sänkte vi utbudet per auktion från 750 miljoner till 500 miljoner kronor. Vi anpassar emissionsvolymen för att styra andelen realskuld mot det långsiktiga riktvärdet på 20 procent av statsskuden. Realandelens utveckling påverkas även av andra faktorer som inflationskompensation, byten, förfall och statsskuldens storlek.

Diagram 16 Emissionsvolym i realobligationer uppdelad på löptider

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden

Stocken statsskuldväxlar minskade efter starka utfall

Initialt planerade Riksgälden att minska utbudet av statsskuldsväxlar, men i takt med att prognosen för nettolånebehovet reviderades upp under året ökade det planerade utbudet i stället. Vi drog upp den planerade volymen vid utgången av 2022 från 65 miljarder kronor i februariprognosen till 83 miljarder kronor i oktoberprognosen.

Starkare utfall av statens budgetsaldo – det vill säga ett lägre nettolånebehov – gjorde sedan att Riksgälden emitterade en lägre volym statsskuldsväxlar än planerat. Den utestående volymen uppgick till 65 miljarder kronor i slutet av 2022 (se diagram 17). Det är en minskning med 42 miljarder kronor jämfört med året innan.

Detta är i linje med vår strategi att parera svängningar i lånebehovet med förändringar i den kortfristiga upplåningen. Upplåningen i statsskuldsväxlar planeras tillsammans med likviditetsförvaltningsinstrument och de belopp som lånas upp justeras löpande efter hur budgetsaldot och den reguljära upplåningen utvecklas. Se vidare i avsnittet om likviditetsförvaltningen på sidan 33.

Diagram 17 Utestående stock av statsskuldsväxlar

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden

Ingen obligationsupplåning i utländsk valuta

Riksgälden har en målsättning att över tid ge ut en viss volym obligationer i utländsk valuta för att upprätthålla en närvaro på den internationella kapitalmarknaden. Under 2022 gav vi inte ut någon valutaobligation. Mot bakgrund av det minskade upplåningsbehovet valde vi att i stället prioritera kronupplåningen.

Sedan 2009 har Riksgälden tagit upp lån i utländsk valuta som lånats vidare till Riksbanken för att förstärka valutareserven. I januari 2021 beslutade Riksbanken att i stället finansiera valutareserven på egen hand och återbetala de lån som vi tagit upp. Det sista lånet till Riksbanken förfaller i april 2023. Riksbanken har dock fortsatt möjlighet att ta upp valutalån via Riksgälden.

Upplåningen i utländsk valuta innebär inte med automatik en valutaexponering i statsskulden eftersom vi hanterar valutaexponeringen med derivat.

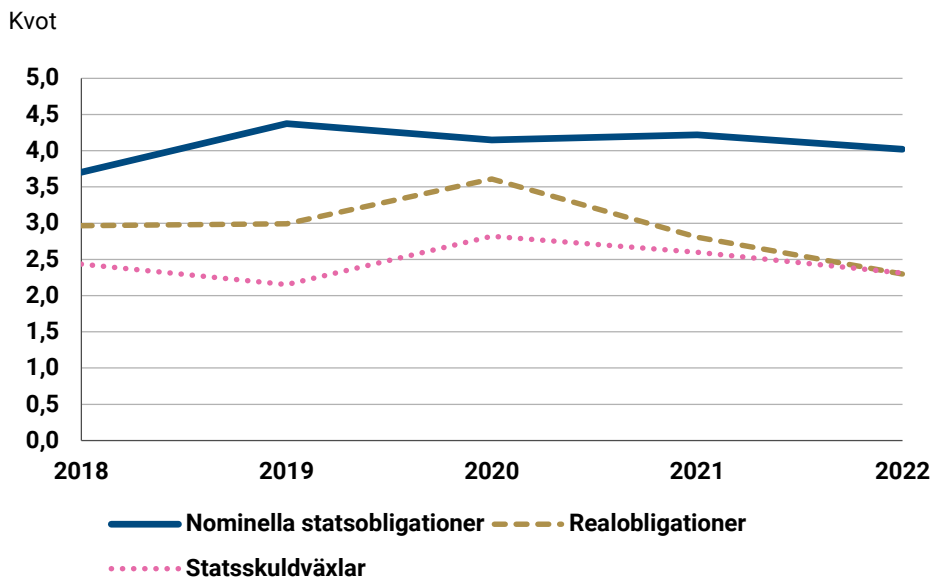
God efterfrågan i auktioner av statspapper

Efterfrågan var fortsatt god i Riksgäldens auktioner under året. Auktionerna var övertecknade bortsett från enstaka tillfällen då vi sålde realobligationer med lång löptid. Det har funnits tecken på att realobligationsmarknaden fungerat allt sämre de senaste åren, se vidare i avsnittet om marknadens funktionssätt på sidan 21.

Den genomsnittliga teckningskvoten – inkommen budvolym i förhållande till erbjuden volym – för nominella statsobligationer låg kvar på över 4 (se diagram 18). För statsskuldväxlar sjönk kvoten från 2,6 till 2,3.

I auktionerna av realobligationer var efterfrågan mer varierande med en genomsnittlig teckningskvot på 2,3. Efterfrågan på kortare löptider var större än på längre löptider. Tre auktioner blev undertecknade och skurna, vilket innebär att Riksgälden valde att inte acceptera vissa bud. Övriga auktioner var övertecknade.

Diagram 18 Genomsnittlig teckningskvot i auktionerna av statspapper



Anm. Budvolym i relation till erbjuden volym i snitt i auktionerna under året. Enbart emissioner. Byten och uppköp är inte med.

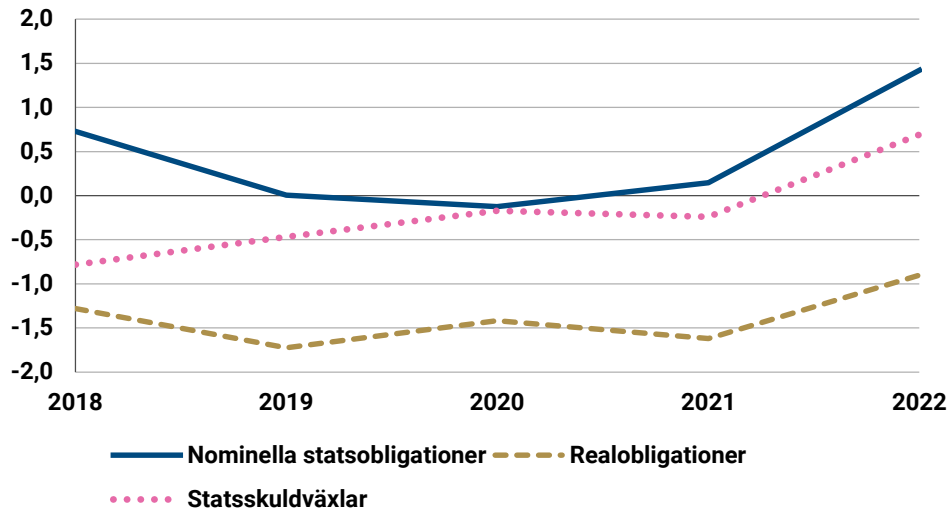
Källa: Riksgälden

De räntor som Riksgälden i genomsnitt lånade till i nominella statsobligationer under året var 1,42 procent, jämfört med 0,14 procent 2021 (se diagram 19). Ökningen beror på att marknadsräntorna steg.

För realobligationer steg den genomsnittliga räntan i auktionerna från –1,6 procent under 2021 till –0,9 procent under 2022. Den genomsnittliga räntan för statsskuldväxlar ökade till 0,7 procent jämfört med föregående år då räntan uppgick till cirka –0,2 procent.

Diagram 19 Genomsnittlig emissionsränta i auktionerna av statspapper

Procent



Anm. Enbart emissioner. Byten och uppköp är inte med. För realobligationer redovisas realränta.

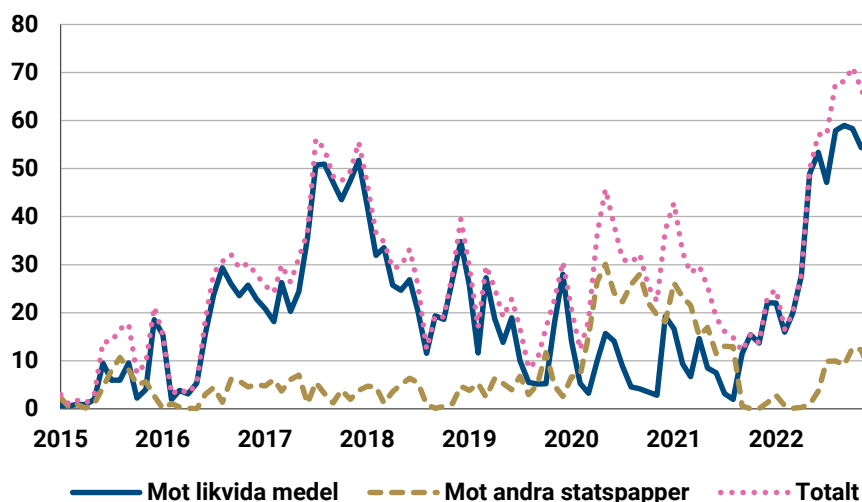
Källa: Riksgälden

Högre nyttjande av marknadsvårdande repor

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 repas in i utbyte mot ett annat. Den totala utestående volymen för faciliteterna var klart högre 2022 än 2021 (se diagram 20).

Diagram 20 Volym marknadsvårdande repor

Miljarder kronor



Anm. Diagrammet visar genomsnittet av det utestående nominella beloppet av det underliggande värdepappret. För repor mot andra statspapper (reposwappar) tas enbart hänsyn till lånebetet.

Källa: Riksgälden

Villkoren för reposwapparna ändrades under året. Den 8 juni beslutade Riksgälden att tillfälligt sänka kostnaden för återförsäljarna och återgå till en prissättning på Riksbankens reporänta minus 20 räntepunkter, från reporäntan minus 30 punkter. Beslutet gäller till och med den 31 maj 2023. Denna ändring bidrog sannolikt till att nyttjandet av faciliteten ökade.

Volymen repor mot likvida medel var i genomsnitt 43 miljarder kronor per dag under 2022, vilket är väsentligt högre än 12 miljarder kronor per dag under 2021. Bristen på statspapper är den viktigaste förklaringen till ökningen, enligt svaren i den årliga enkätundersökningen (se nästa kapitel). Återförsäljarna bedömde fortsatt repofaciliteten som mycket viktig.

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.

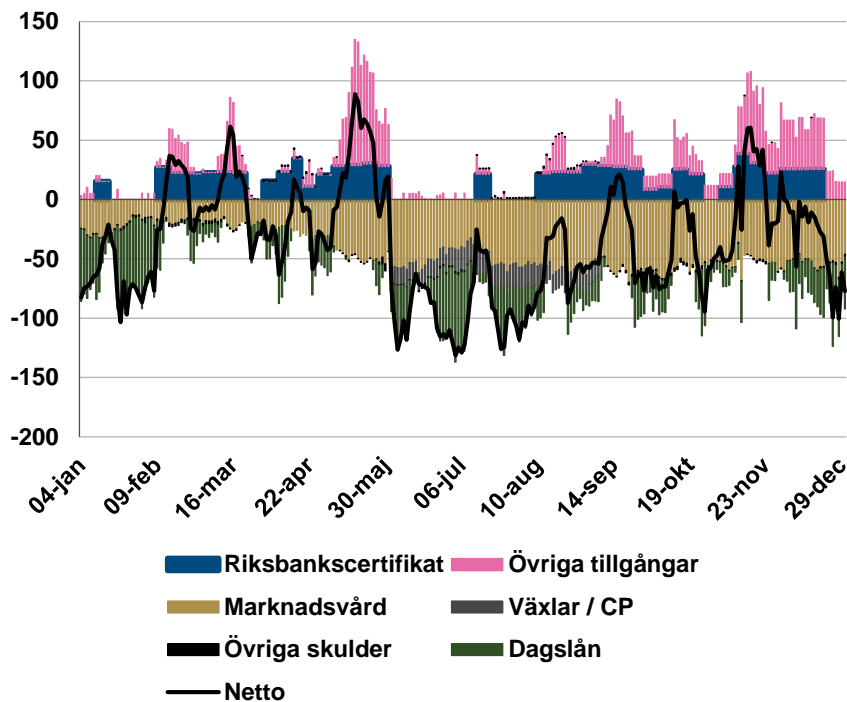
Genom bra framförhållning kan Riksgälden bedöma olika handlingsalternativ på marknaderna och därmed låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna i likviditetsförvaltningen. Strategin är att möta perioder med stora låne- eller placeringsbehov i god tid.

Under 2022 behövde Riksgälden låna i genomsnitt 37 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen. Det kan jämföras med ett genomsnittligt lånebehov på 34 miljarder kronor per dag 2021. 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 21) och Riksgälden hade periodvis stora överskott att hantera.

Överskott i kassan innebär att Riksgälden behöver hitta placeringsalternativ inom de ramar som styr likviditetsförvaltningen i finans- och riskpolicyn. Detta var fortsatt mer utmanande än vanligt under 2022 eftersom det alltjämt rådde stor efterfrågan på säkra penningmarknadstillgångar. Riksgälden placerade främst i riksbankscertifikat (se den blå markeringen i diagram 21). Därutöver placerade vi i säkerställda obligationer, omvända repor och korta statspapper i utländsk valuta.

Diagram 21 Tillgångar (+) och skulder (-) i likviditetsförvaltningen

Miljarder kronor



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

Källa: Riksgälden

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. Som beskrivs på sidan 32 ökade nyttjandet av repofaciliteten under 2022.

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 vi 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 2017. Syftet med VKK är att samla myndigheternas valutaflöden och låta Riksgälden

hantera nettot. På så sätt minskar kostnaden för myndigheternas valutaväxlingar och Riksgälden övertar myndigheternas valutarisker. Valutasäkringarna bidrar bland annat till att myndigheternas ekonomi inte påverkas av valutakursrörelser och därmed blir mer förutsägbar samt att statens samlade valutarisk tydliggörs.

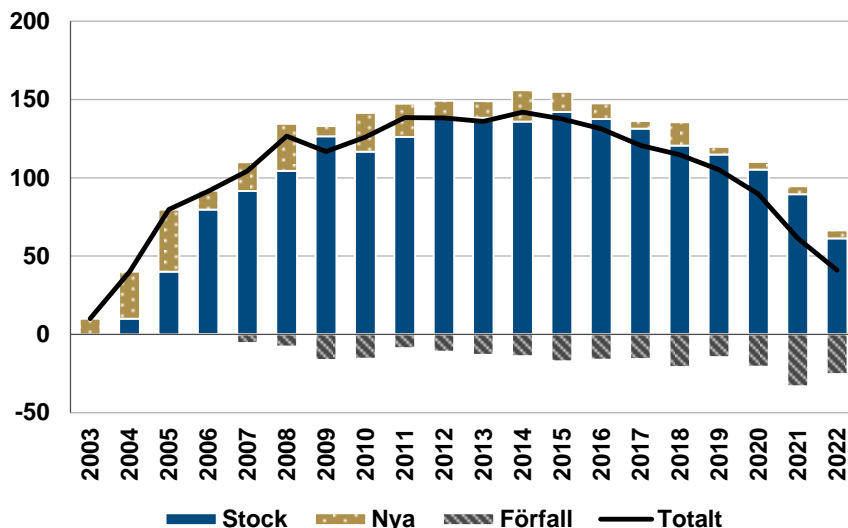
I slutet av 2022 var 18 myndigheter anslutna till VKK. En myndighet – Riksgälden – tillkom under året.

Oförändrad volym ränteswappar

Riksgälden har tidigare använt ränteswappar för att förkorta löptiden (mätt som duration) i den nominella kronskulden i syfte att sänka den förväntade kostnaden. Strategin har byggts på att det historiskt sett har varit billigare att låna på korta än på långa löptider. För några år sedan bedömdes den kostnadsfördelen ha minskat och regeringen beslutade att förlänga löptiden i den nominella kronskulden. Vi har därmed dragit ned på användningen av ränteswappar som förkortar löptiden.

Diagram 22 Nominellt belopp utestående ränteswappar på årets sista affärsdag

Miljarder kronor



Anm. Staplarna visar den initiala stocken av utestående ränteswappar vid början av året (stock), omfattningen av nya ränteswappar som ingicks under året (nya) och omfattningen av ränteswappar som förföll under året (förfall). Den svarta linjen utgör summan av de tre delarna och visar den utestående stocken vid slutet av året.

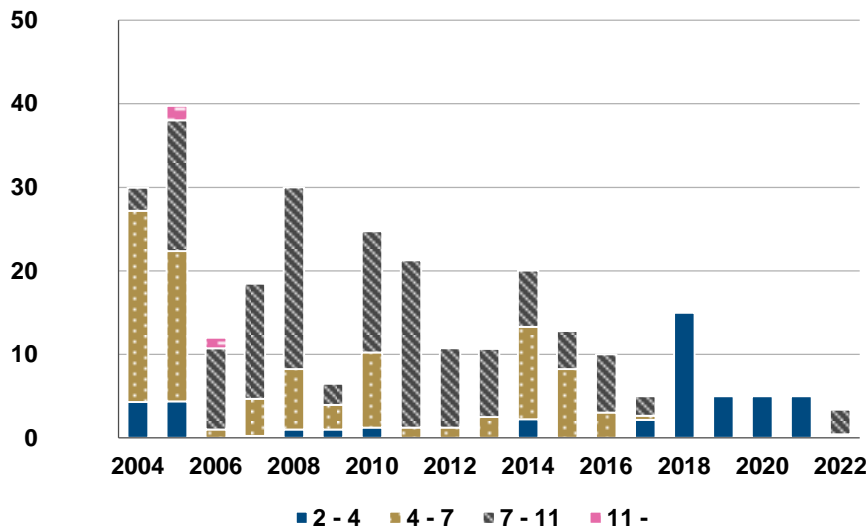
Källa: Riksgälden

Även om kostnadsfördelen av att förkorta löptiden minskat har vi ingått en liten volym transaktioner i ränteswappar för att vara närvarande på marknaden, upprätthålla kompetens och hålla systemen uppdaterade. Volymen av nya ränteswappar var 5 miljarder kronor under 2022, samma volym som 2021. Samtidigt förföll omkring 25 miljarder kronor. Den utestående stocken fortsatte därmed att minska och nådde den lägsta volymen på 18 år (se diagram 22).

De senaste åren har nya ränteswappar ingåtts på kortare löptid än under tidigare perioder, vilket ger mindre effekt på statsskuldens löptid än om samma nominella belopp ingås i ränteswappar med längre löptider (se diagram 23). Resultatet av ränteswapparna redovisas i sista kapitlet.

Diagram 23 Nominellt belopp nya ränteswappar per år uppdelat på löptidsintervall

Miljarder kronor



Anm. Nya ränteswappar redovisas i termer av nominellt belopp per år. För varje år delas beloppet in i fyra olika grupper baserat på avtalets ursprungliga löptid uttryckt i år. Grupperna är 2 till 4 år, 4 till 7 år, 7 till 11 år och längre än 11 år.

Källa: Riksgälden

Fakta

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 löptiden (durationen) i statsskulden. Ränteswappar ger oss möjlighet att styra löptiden utan att påverka refinansieringsriskerna eller upplåningsplanen. Däremot uppstår motpartsrisiker genom dessa derivattransaktioner.

Riksgälden clearar ränteswappar i svenska kronor via clearinghuset Nasdaq Clearing. Vid sådana transaktioner tar Nasdaq Clearing över den motpartsrisk som uppstår mellan oss och våra motparter från den tidpunkt då vi ingått ett finansiellt kontrakt fram till den tidpunkt då affären avvecklas. Hur vi hanterar motpartsrisiker generellt beskrivs i sista kapitlet av rapporten.

Positionen för en starkare krona avvecklades

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. Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron. I augusti 2022 beslutade vi att positionen skulle avvecklas gradvis och vid årets slut var den stängd. Resultatet redovisas i det sista kapitlet.

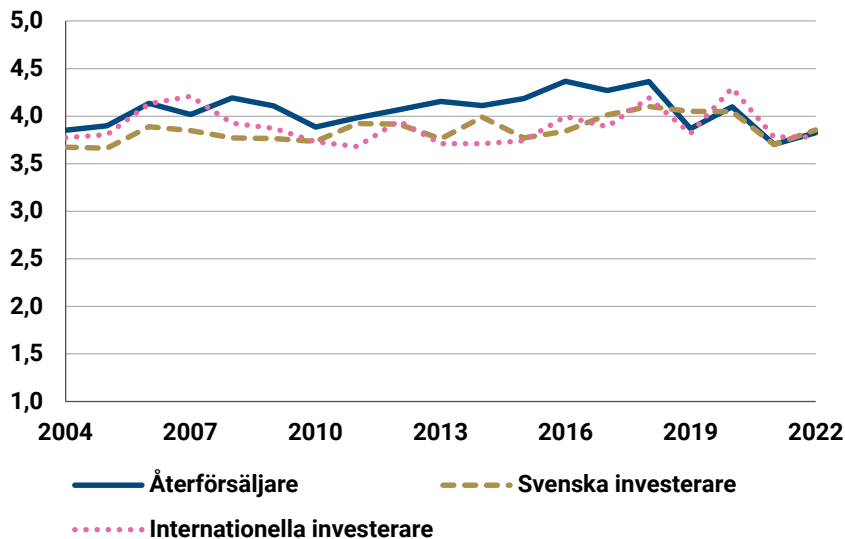
Marknadsaktörernas syn på Riksgälden

En viktig del i att hålla nere kostnaden för statsskulden över tid är att arbeta för att det ska vara attraktivt att investera i svenska statspapper. Riksgäldens strategier fokuserar därför på att främja en väl fungerande statspappersmarknad i kronor. Det handlar dels om att bidra till en god infrastruktur och likviditet, dels om att kommunicera och agera konsekvent i upplåningen. Förtroendet bland marknadsaktörerna för våra strategier och genomförandet av dem stärktes något under 2022.

Riksgälden har sedan 2004 låtit genomföra en årlig undersökning för att följa hur återförsäljare och investerare värderar våra förvaltningsstrategier (som beskrivs på sidan 9) och bedömer hur vi genomför dem. I en helhetsbedömning vägs betygen samman utifrån den betydelse strategierna anses ha. Skalan är 1–5 där ett värde på 4 eller högre enligt undersökningsföretaget ska ses som utmärkt och ett värde under 3 som underkänt. Återförsäljarna och investerarna gör även en separat bedömning av marknadslikviditeten, som redovisas på sidan 21.

Diagram 24 Sammanvägd bedömning av Riksgäldens strategier och agerande

Betyg



Anm. Viktat profilvärde enligt årlig undersökning av Kantar Prospera. Skala 1–5 där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt.

Källa: Riksgälden

Stärkt förtroende efter nedgång föregående år

I 2022 års undersökning steg det sammanvägda betyget från återförsäljarna och de svenska investerarna något, medan betyget från de internationella investerarna låg kvar på samma nivå som 2021 (se diagram 24). Det innebär sammantaget en viss återhämtning från föregående års nedgång. Betyget från både återförsäljarna och de internationella investerarna var 3,8, medan de svenska investerarna gav 3,9.

Resultatet visar en uppgång i merparten av de underliggande faktorerna. Kontakter med investerare och motparter stod för störst förbättring, följt av kommunikation om lånebehov och finansiering samt ett tydligt och konsekvent agerande (se vidare i avsnitten nedan). De två faktorer som marknadsaktörerna bedömer som mest betydelsefulla är även de främsta styrkorna i Riksgäldens profil (se tabell 3 och 4).

Tabell 3 Mest betydelsefulla faktorer

Strategi (faktor)	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	5,0
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,7
Byten i realobligationer	4,6
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,6
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,6

Tabell 4 Riksgäldens främsta styrkor

Strategi (faktor)	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,3
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,2
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,0
Information om volymer och andra villkor i statsskuldväxlar	3,9
Kontakter med investerare och motparter	3,9

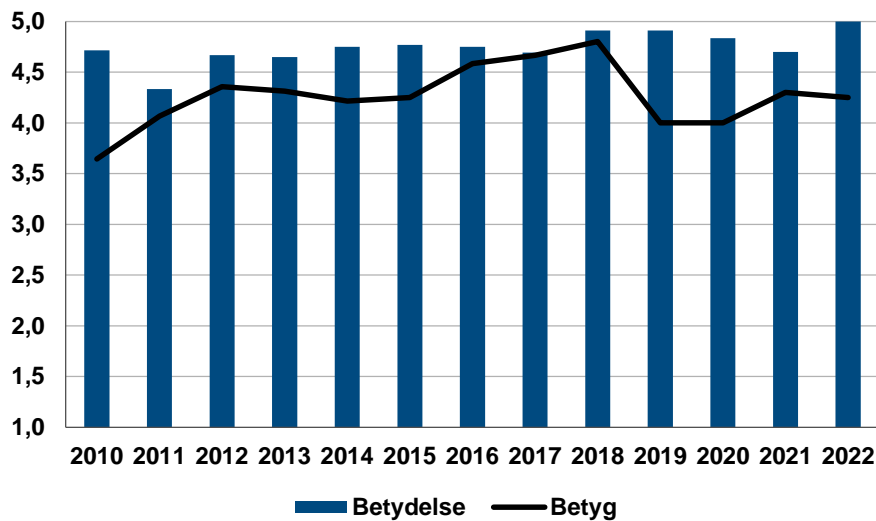
Marknadsvårdande repor bedöms som viktigast

Riksgälden har små möjligheter att påverka marknadslikviditeten direkt eftersom utbudet av statsobligationer styrs av statens lånebehov. Strategin är i stället att försöka skapa förutsättningar för god likviditet genom att dels planera upplåningen för att bygga upp den utestående volymen i vissa prioriterade instrument och löptider, dels erbjuda marknadsvårdande faciliteter.

Som framgår av tabell 3 bedömdes de marknadsvårdande reporna fortsatt som den viktigaste av Riksgäldens strategier. Med betyget kvar på 4,3 är det också den faktor som ses som vår främsta styrka (se tabell 4). Som beskrivits i föregående kapitel ökade nyttjandet av repofaciliteterna kraftigt under året. I undersökningen anger återförsäljarna att det främsta skälet till att de lånar statspapper av Riksgälden är ett litet utbud/bristande likviditet på andrahandsmarknaden.

Diagram 25 Värdering av marknadsvårdande repor

Värdering



Anm. Staplarna visar hur betydelsefulla marknadsaktörerna anser att de marknadsvårdande reporna är och linjen visar betyget på en skala 1–5, där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt.

Källa: Riksgälden

Marknadsvården i form av byten i realobligationer stod å andra sidan för den största nedgången i 2022 års undersökning, samtidigt som den bedömdes som en av de mest betydelsefulla faktorerna. Ett skäl till det lägre betyget som anges i flera svar är att bytena anses ha blivit dyra. Riksgälden minskade även volymen för bytesfaciliteten under året med 100 miljoner kronor per vecka och återförsäljare, för att kontrollera storleken på utestående lån och förfalloprofilen.

Även kommunikationen en av de främsta styrkorna

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

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

Kommunikationen om lånebehovet och finansieringen generellt är bland de faktorer som alla tre svarsgrupper bedömer som viktigast och ses fortfarande som en av Riksgäldens främsta styrkor. Betyget steg till 4,2 från 4,0. Även informationen om volymer och villkor för nominella statsobligationer bedömdes som utmärkt. Som möjliga förbättringar framgår bland annat att informationen kan bli mer konkret och långsiktig, exempelvis kring hur vi gör avvägningar mellan löptider.

Ett tydligt och konsekvent agerande finns också bland de faktorer som marknadsaktörerna bedömer som viktigast. Här visade resultatet av undersökningen 2021 en sänkning av betyget från 4,3 till 3,6. Av motiveringarna

framgick att nedgången framför allt kopplades till emissionen av den 50-åriga statsobligationen. I 2022 års undersökning vände betyget upp till 3,8.

Den faktor som stod för den största uppgången under året var kontakter med investerare och motparter – betyget steg från 3,6 till 3,9. Att ha en bra dialog med marknadsaktörerna är en viktig del av upplåningsverksamheten. Under året stod olika återförsäljare värd för möten där vi presenterade prognoser och planer för svenska investerare i samband med publicering av statsupplåningsrapporten. Vi träffade även investerare i anknytning till internationella möten. Därutöver för vi en löpande dialog och tar möten vid förfrågan.

När det gäller lyhörddhet för marknadens önskemål ligger både återförsäljarnas och de svenska investerarnas betyg precis på nivån för godkänt (frågan ställs inte till utländska investerare). Resultatet visar att det finns önskemål om att Riksgälden ska göra mer för att stötta marknadslikviditeten utöver de marknadsvårdande faciliteterna och agera tydligare i upplåningen utifrån de behov som marknadsaktörerna uttrycker. Vi strävar alltid efter att vara uppmärksamma på behoven och pröva hur de förhåller sig till våra mål och riktlinjer.

I jämförelse med såväl andra statliga skuldkontor som svenska bostadsinstitut och kommuner står sig Riksgälden fortsatt väl när det gäller framför allt transparens. När det gäller återförsäljarnas standard visar dock jämförelsen att internationella investerare anser att andra statliga skuldkontor står sig bättre.

Resultaten av undersökningen sedan 2004 finns på Riksgäldens webbplats. Den senaste genomfördes med telefonintervjuer och elektroniska formulär mellan den 15 november och den 23 december 2022. Totalt deltog 57 svarande.

Redovisning av kostnad och risk

Statsskuldens löptid låg inom det övergripande styrintervallet under året och valutaexponeringen hölls oförändrad enligt regeringens riktlinjer. Kostnaden för statsskulden ökade från de senaste årens historiskt låga nivå mot bakgrund av högre inflation och en svagare krona. Den stigande inflationen bidrog till en rekordstor merkostnad för realobligationerna. Trots den svagare kronan stängde Riksgälden den kronposition som började byggas upp 2018 med en liten vinst.

Den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk bestäms som tidigare beskrivits i regeringens riktlinjer för statsskultsförvaltningen. En del i utvärderingen är därför att följa upp förvaltningen mot de riktvärden för sammansättning och löptid som satts för året. Därefter redovisar vi 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 positionstagningen. Vi redovisar även ett resultat för ränteswappar. Slutligen följs refinansierings- och motpartsrisiker upp.

Löptid och sammansättning inom riktlinjerna

Enligt regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid och sammansättning skulle den övergripande löptiden vara 3,5–6 år, valutaexponeringen hållas oförändrad och realandelen uppgå till 20 procent (se tabell 5). Tabell 6 visar även de enskilda löptidsmål som gällde för respektive skuldslag.

Tabell 5 Riktvärden för statsskuldens sammansättning

Skuldslag	Andel av skulden
Nominell kronskuld	Residual
Realskuld	20 procent
Valutaexponering	Exponeringen i utländsk valuta ska vara oförändrad

Tabell 6 Riktvärden för statsskuldens löptid

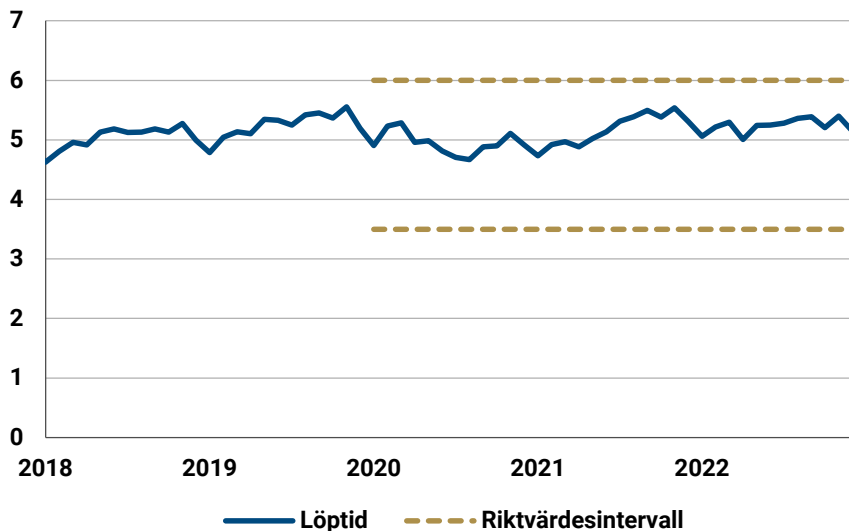
Skuldslag	Löptid
Totala statsskulden	3,5–6 år
Nominell kronskuld	4,1–6,4 år
Real kronskuld	5,1–6,6 år
Valutaexponering	0–1 år

Statsskuldens löptid låg inom riktlinjernas styrintervall

Statsskuldens löptid låg inom riktvärdesintervallet under året trots de stora svängningarna i lånebehovet (se diagram 26). Förväntningen inför 2022 var att löptiden skulle ligga nära intervallets mittpunkt. Men eftersom utfallen för statens budgetsaldo kom in starkare än prognosticerat minskade Riksgälden den kortfristiga upplåningen, vilket bidrog till att löptiden på statskulden förlängdes och låg i den övre delen av riktvärdesintervallet.

Diagram 26 Statsskuldens löptid

Duration



Anm. Löptiden mäts med Macaulayduration. Löptiden visar månadsmedel för respektive månad. Riktvärdesintervall för statsskulden infördes i riktlinjer för statsskuld förvaltningen 2020. 2017 fanns det inget riktvärdesintervall för hela nominella kronskulden. Styrningen var uppdelad i ett löptidsriktvärde för den kortare delen upp till tolv års 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 (se diagram 27). Denna påverkas mycket mer än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet, eftersom finansieringen med statsskuldväxlar och andra kortfristiga värdepapper inom likviditetsförvaltningen inkluderas här.

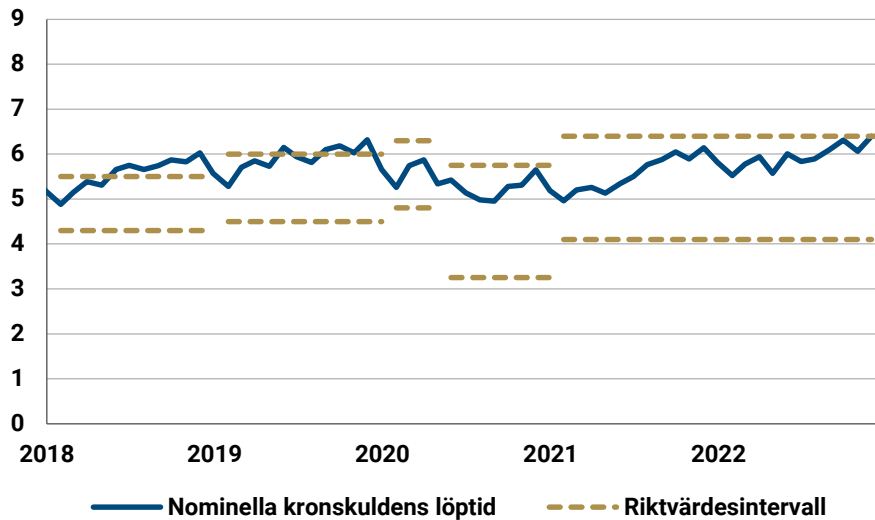
Under ett par veckor i slutet av 2022 låg löptiden i den nominella statsskulden marginellt över riktvärdesintervallet. Detta förklaras huvudsakligen av att löptiden vanligtvis är högre än sitt årliga genomsnitt vid denna tid på året på grund av säsongsmässig variationer i skuldens storlek. Under 2022 bidrog dessutom att räntorna på statsobligationer med längre löptider var lägre än det som låg till grund för låneplaneringen. Vid utgången av året var löptiden tillbaka inom intervallet.

Löptidsmättet duration motsvarar ett nuvärdesviktat genomsnitt av den tid som återstår till betalningarna på skulden. Lägre marknadsräntor medför högre nuvärde (och därmed större vikt) på betalningar längre bort i tiden, och vice versa. Om

marknadsräntorna faller innebär det allt annat lika att skuldens duration ökar. Det omvända gäller när marknadsräntorna stiger.

Diagram 27 Nominella kronskuldens löptid

Duration

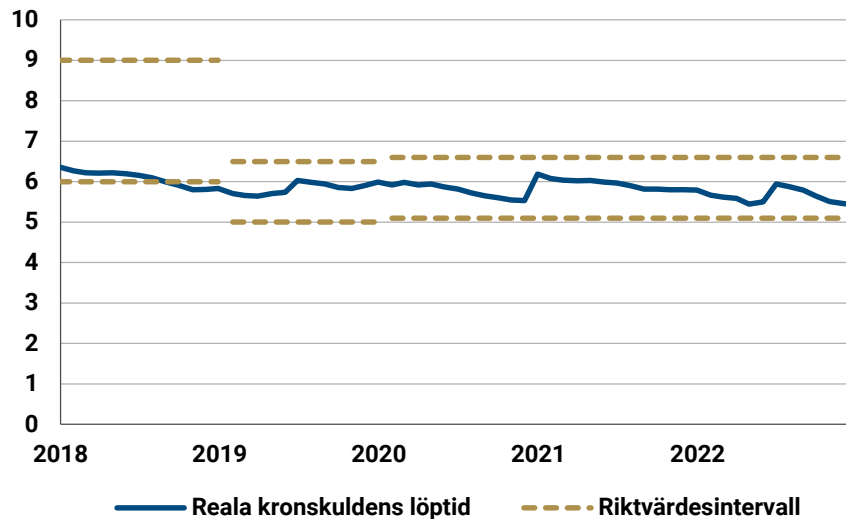


Anm. Löptiden mäts med Macaulayduration. Löptiden visar månadsmedel för respektive månad.

Källa: Riksgälden

Diagram 28 Reala kronskuldens löptid

Duration



Anm. Löptiden mäts med Macaulayduration. Löptiden visar månadsmedel för respektive månad.

Källa: Riksgälden

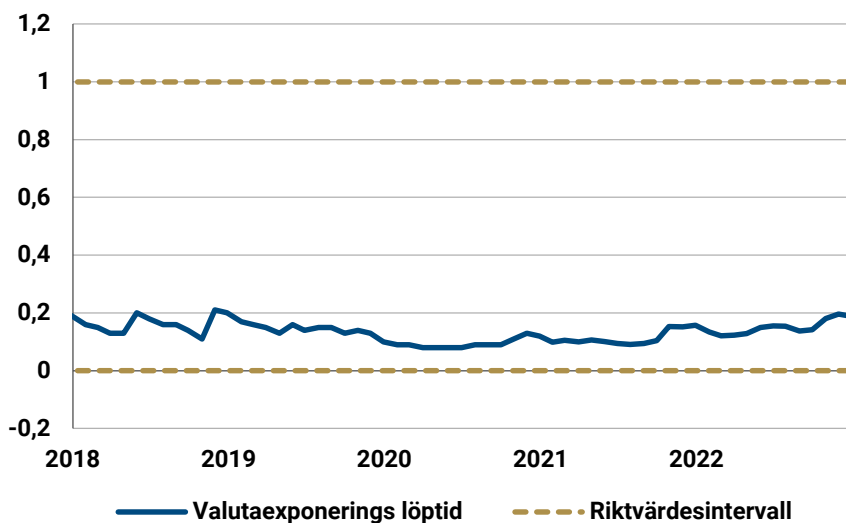
Realskuldens duration bestäms av löptiden på de utestående obligationerna och förändringar i marknadsräntorna. Löptiden för realskulden låg under 2022 inom riktvärdesintervallet, men minskade gradvis under året (se diagram 28). Det beror

främst på att den återstående löptiden i den befintliga realskuden minskar när tid passerar. Även stigande marknadsräntor bidrog marginellt till att minska löptiden. En realobligation förföll under året, vilket motverkade löptidsminskningen något.

Valutaskuldens löptid utvecklades som förväntat under 2022 och höll sig nära den lägre gränsen av riksvärdesintervallet (se diagram 29). Förutsättningarna att styra löptiden i valutaskuden är goda eftersom den generellt utvecklas på ett förutsägbart sätt samtidigt som valutaskuden till största del består av derivatinstrument.

Diagram 29 Valutaexponeringens löptid

Duration



Anm. Löptiden mäts med Macaulayduration. Löptiden visar månadsmedel för respektive månad.

Källa: Riksgälden

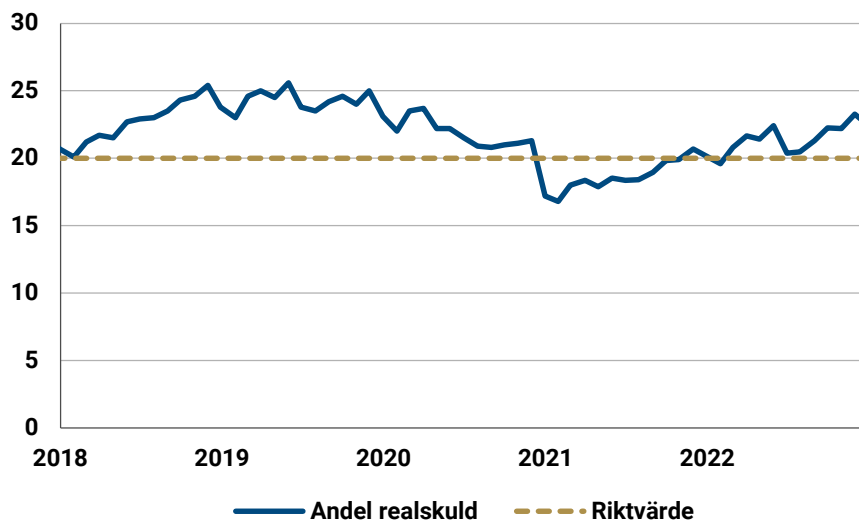
Andelen realskuld översteg riktvärdet något

Vid ingången av 2022 låg realandelen nära riktvärdet på 20 procent. Under året ökade den gradvis och låg något över riktvärdet under den senare delen av 2022 (se diagram 30).

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

Diagram 30 Realskuldens andel av statsskuden

Procent



Källa: Riksgälden

Valutaexponeringen hölls oförändrad i enlighet med riktlinjerna

Statsskuden är exponerad mot flera utländska valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc, som framgår av tabell 7. Under 2022 siktade Riksgälden mot att hålla valutaexponeringen oförändrad i enlighet med regeringens riktlinjer, på samma sätt som under de föregående två åren.

Tabell 7 Statsskuldens valutaexponering i slutet av året

Valuta	Riktvärde	2021-12-30		2022-12-30	
		Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner SEK	Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner SEK
CAD	31	34	243	31	6
CHF	3 280	3 282	32 200	3 280	31 948
EUR	Resterande del	6 638	67 804	Resterande del	72 973
GBP	29	31	371	29	153
USD	34	19	176	34	140
Övriga			-56		30
Totalt			100 738		105 251

Anm. Utfallet i kronor är beräknat enligt fast valutakurs per 2021-11-30 vid slutet av respektive år. En positiv valutaexponering innebär en ökad kostnad för statsskuden när svenska kronan försvagas mot respektive utländsk valuta. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

Källa: Riksgälden

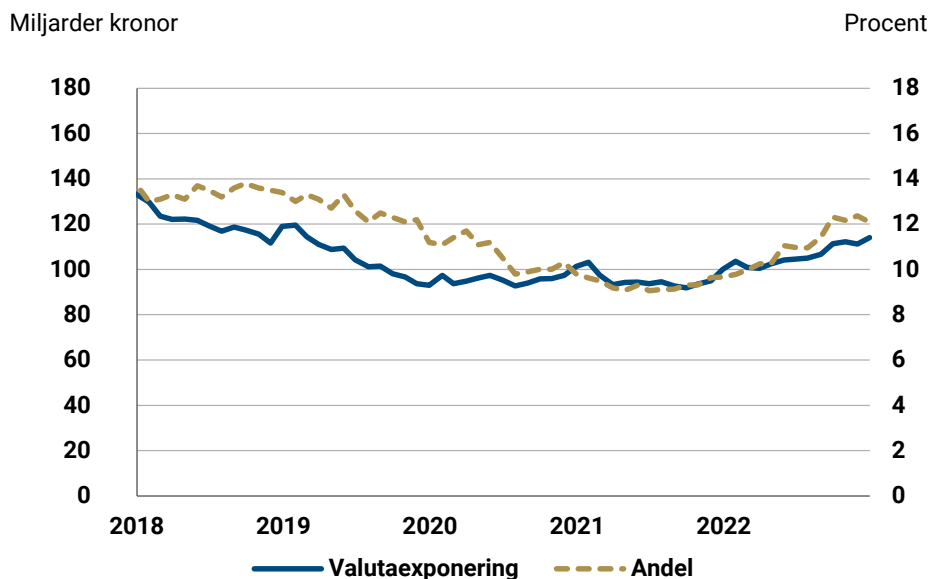
Statsskuldens valutaexponering har lämnats oförändrad sedan 2020 efter att regeringen enligt Riksgäldens förslag beslutade om att avbryta den minskning av valutaexponeringen som inleddes 2015. Skälet till avbrottet var att Riksgälden

skulle göra en översyn av exponeringen och ompröva den tidigare analysen. Under 2022 avslutade vi översynen och föreslog att valutaexponeringen återigen ska minska från och med 2023 och att den ska anta riktvärdet noll från och med 2027. Regeringen beslutade i enlighet med förslaget, som bygger på analys som visar att valutaexponering medför högre risk utan att minska kostnaden över tid. Det treåriga avbrottet i minskningen av valutaexponeringen utvärderas på sidan 53.

Även om Riksgälden planerar sina valutaväxlingar för att uppnå en viss valutaexponering i statsskulden kan den faktiska exponeringen bli en annan. Det beror på att det uppstår kassaflöden i valuta dels inom förvaltningen av statsskulden, dels genom valutatransaktioner inom andra av Riksgäldens ansvarsområden (se rutan nedan). Under 2022 ökade den faktiska valutaexponeringen, mätt till fasta referenskurser, med 4,5 miljarder kronor (se tabell 7).

Diagram 31 visar att valutaexponeringen mätt i kronor minskade successivt till och med november 2019. Att andelen valutaexponering fortsatte att falla även under 2020 är en konsekvens av att statsskulden ökade. Under 2021 och 2022 har valutaexponeringen mätt i kronor ökat något till följd av den svagare kronan.

Diagram 31 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

Fakta

Riksgäldens valutahantering

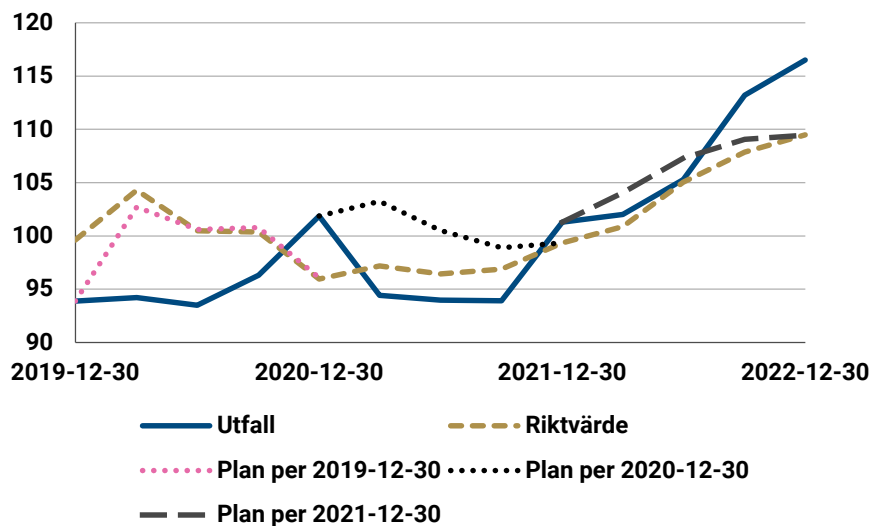
Riksgälden ska uppfylla flera krav i valutahanteringen. Dels ska vi uppnå det beslutade riktvärdet för valutaexponeringen i statsskulden, dels ska våra valutaväxlingar präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Sammantaget innebär dessa krav att det blir avvikelser mellan den faktiska valutaexponeringen och riktvärdet.

Riktvärdet för valutaexponeringen 2022 var att den skulle hållas oförändrad. Riktvärdet är fastställt i utländsk valuta, vilket gör att värdet i svenska kronor varierar med valutakursförändringar. Vid ingången av 2022 var exponeringen motsvarande cirka 101 miljarder kronor.

Förändringar som påverkar valutaexponeringen uppstår löpande. Vissa av dessa inträffar på grund av statliga betalningar i utländsk valuta medan andra uppstår i Riksgäldens verksamhet, exempelvis vid förfall av finansiella instrument som ger upphov till exponering i utländsk valuta eller när vi tillhandahåller utländsk valuta till myndigheter². Vi behöver då återföra valutaexponeringen till riktvärdet genom valutaväxlingar på marknaden. Återförandet görs inte omedelbart utan gradvis.

Diagram 32 Statsskuldens valutaexponering

Miljarder kronor



Anm. Valutaexponeringen visas som ultimosiffror på kvartalsbasis till aktuell valutakurs. För att hålla diagrammet översiktligt visas enbart återföringsplanen som togs fram vid slutet av respektive år. Återföringsplanen revideras vid varje kvartalslut.

Källa: Riksgälden

Diagram 32 visar både det faktiska utfallet och riktvärdet för valutaexponeringen. Det visar även exponeringens utveckling givet de planerade valutaväxlingarna. Riktvärdet uttryckt i kronor till aktuell valutakurs ökade 2022 från 101 miljarder till 117 miljarder. Ökningen beror på att kronan försvagades mot de valutor som ingår i riktvärdet. Vid slutet av 2021 översteg den faktiska valutaexponeringen riktvärdet med 2 miljarder kronor. Under andra halvan av 2022 ökade skillnaden och vid slutet av året låg exponeringen 7 miljarder kronor över riktvärdet.

Den praktiska hanteringen innebär att vi lägger en plan för att kontinuerligt åtgärda avvikelserna genom valutaväxlingar och uppdaterar planen kvartalsvis. På så sätt

² Inom ramen för myndigheters valutasäkringar eller statens valutakoncernkonto.

jämnar vi ut flödena och minskar risken att växlingarna påverkar kronkursen. Dessutom kan vi kvitta valutaflöden som går i motsatt riktning.

Kostnaden för statsskulden ökade från låg nivå

Riksgälden redovisar räntorna på statsskulden enligt tre principer:

- Kassamässiga räntor (betalningar som påverkar budgetsaldot och redovisas mot anslaget "Räntor på statsskulden", se sidan 15).
- Kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen nominellt slutvärde (mått som redovisas i Riksgäldens resultaträkning).
- Kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde (mått som enligt riktlinjerna för förvaltningen av statsskulden ska användas vid utvärdering mot målet).

De kostnadsmässiga räntorna enligt den tredje punkten ovan uppgick till 34 miljarder kronor 2022, jämfört med 9 miljarder kronor 2021 (se tabell 8). Det motsvarar 0,6 procent av BNP (baserat på Riksgäldens senaste BNP-prognos).

Tabell 8 Kostnad för statsskulden

Miljarder kronor

Skuldslag	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt 5 år	Standardavvikelse 5 år
Nominell kronskuld	8	6	6	4	5	6	1
Realskuld	7	6	2	2	18	7	6
Valutaexponering	6	2	-2	2	10	4	4
Totalt	20	14	6	9	34	17	10

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Tidserien har reviderats eftersom vi har gjort en rättning av det upplupna anskaffningsvärdet för ett antal realobligationer som vart felaktigt registrerade i affärs-systemet. Rättelsen rör periodisering, vilket medför en omfördelning av kostnader mellan år.

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 3,4 procent 2022, vilket är högre än genomsnittet de senaste fem åren (se tabell 9).

Efter flera år av förhållandevis låga räntekostnader steg de kostnadsmässiga räntorna 2022 till följd av högre inflation och en svagare krona (se diagram 33 och 34). När inflationen stiger ökar den del av kostnaden för realobligationer som beror på inflationen (inflationkompensation). En svagare krona innebar samtidigt valutakursförluster för den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta.

De stigande marknadsräntorna påverkade bara till viss del kostnaden för statsskulden under året, främst genom de derivatinstrument med kort räntebindningstid som Riksgälden använder för att justera skuldens exponering och

löptid. De högre marknadsräntorna kommer att få större genomslag på kostnaden allteftersom vi byter ut utestående lån med lägre räntor mot lån med högre räntor.

Tabell 9 Kostnad för statsskulden som genomsnittlig effektiv ränta

Procent

Skuldslag	2018	2019	2020	2021	2022	Snitt 5 år	Standard- avvikelse 5 år
Nominell kronskuld	1,3	1,0	0,9	0,6	0,8	0,9	0,2
Realskuld	1,7	1,6	1,4	1,3	8,4	2,9	2,8
Valutaexponering	4,9	2,7	-2,2	2,7	10,2	3,7	4,0
Totalt	1,8	1,3	0,7	0,9	3,4	1,6	1,0

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Tidserien har reviderats eftersom vi har gjort en rättning av det upplupna anskaffningsvärdet för ett antal realobligationer som varit felaktigt registrerade i affärs-systemet. Rättelsen rör periodisering, vilket medför en omfördelning av kostnader mellan år.

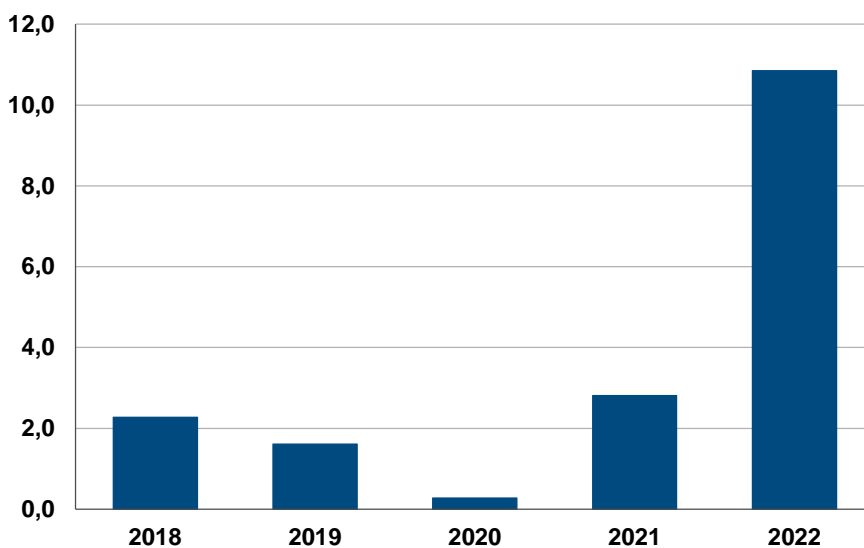
Källa: Riksgälden

Risk i form av kostnadsvariation drivs av valutakursrörelser

Olika skuldslag innebär olika stor risk. Tabell 9 visar risken i termer av standardavvikelse för kostnaden de senaste fem åren. För realskulden och den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta är kostnadsvariationen betydligt högre än för den nominella kronskulden. Det beror främst på den höga inflationen under 2022 och variationer i de valutakurser som statsskulden är exponerad mot, men även på att valutaexponeringens löptid är kortare.

Diagram 33 Årlig inflation mätt som förändring av KPI

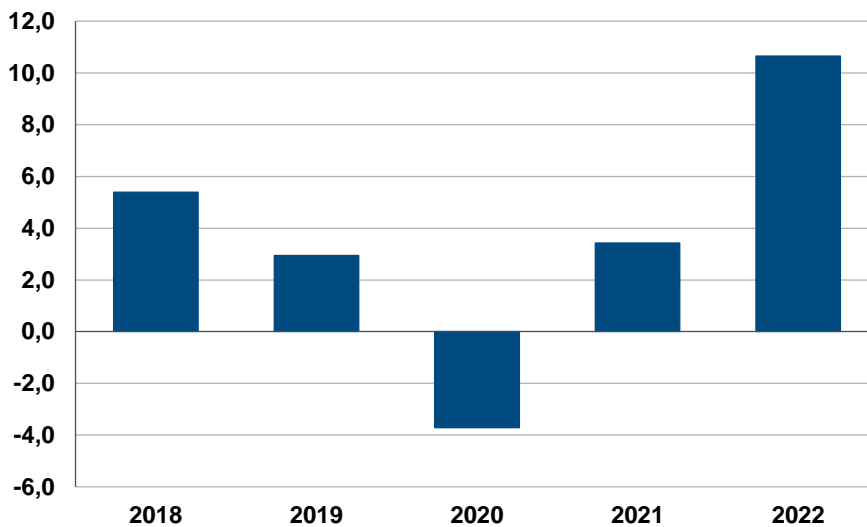
Procent



Källa: SCB

Diagram 34 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden

Procent



Anm. Plus innebär en kronförsvagning, minus en kronförstärkning.

Källa: Macrobond och Riksgälden

Hög inflation gav merkostnad för realupplåningen

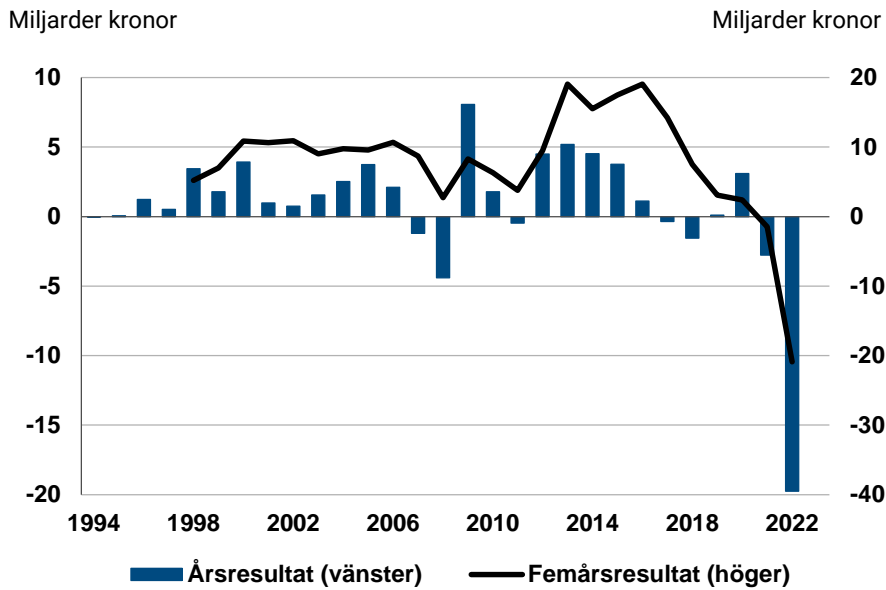
För 2022 gav realskulden upphov till ett negativt kalkylmässigt resultat – en merkostnad – på 19,8 miljarder kronor (se diagram 35). Det är den största årliga merkostnaden sedan introduktionen 1994. Det näst sämsta årsresultatet inföll 2008 och innebar en merkostnad på 4,4 miljarder kronor. Försämringen under 2022 beror främst på att inflationsuppräknningen på 10,85 procent var betydligt högre än den genomsnittliga breakeven-inflationen för realskulden vid ingången av året som var 1,59 procent.³ Resultatet påverkades även av förändringar i stocken under året.

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. Det är en ex post-indikator för kostnadsskillnaden och ger därmed enbart begränsad information om huruvida realupplåningen bedöms bidra till målet för statsskuld förvaltningen framöver.

Det finns även ett flertal praktiska och teoretiska skäl till varför resultatet bör tolkas med försiktighet. Bland annat grundas beräkningen på ett antagande om att räntor på reala och nominella statsobligationer inte påverkas av Riksgäldens agerande. Dessutom är det fram till mars 2009 svårt att uppskatta räntorna på nominella statsobligationer med motsvarande löptider som de realobligationer som emitterades då och hade betydligt längre löptider. Skillnaden var upp till 15 år.

³ Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2021 till oktober 2022.

Diagram 35 Kalkylmässigt resultat av realupplåningen



Anm. Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. 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 statsobligation som närmast matchar den reala statsobligationens återstående löptid.

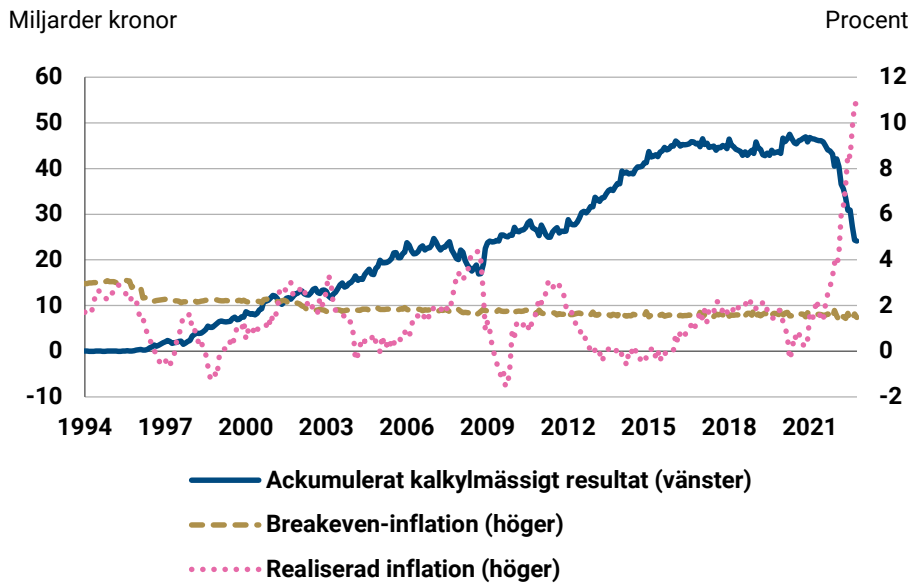
Källa: Riksgälden

Sett över den senaste femårsperioden är det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen en merkostnad på 20,9 miljarder kronor (se diagram 35). Ackumulerat sedan 1994 har dock realupplåningen inneburit en besparing på omkring 24 miljarder kronor (se diagram 36). Stora positiva resultat byggdes upp särskilt under tre perioder då inflationen var låg i förhållande till den genomsnittliga breakeven-inflationen för realskulden.⁴ Den stora merkostnaden under 2022 innebär att det ackumulerade resultatet nästan halverades.

När realobligationsmarknaden byggdes upp i Sverige i mitten av 1990-talet var skillnaden mellan nominella och reala statsobligationsräntor med samma löptid väsentligt högre än nu, vilket resulterade i att breakeven-inflationen för realskulden låg kring 3 procent. Som framgår av diagram 36 har breakeven-inflationen för realskulden successivt minskat sedan dess och ligger nu på 1,48 procent. Den realiserade inflationen har emellertid i huvudsak varit lägre än den genomsnittliga breakeven-inflationen i realskulden sedan introduktionen 1994. Därmed har kostnaden varit lägre än för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

⁴ Perioderna 1998-2000, 2003-2006 och 2012-2015.

Diagram 36 Ackumulerat kalkylmässigt resultat av realupplåningen



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

Källa: Riksgälden

Omprövning av valutaexponering gav merkostnad

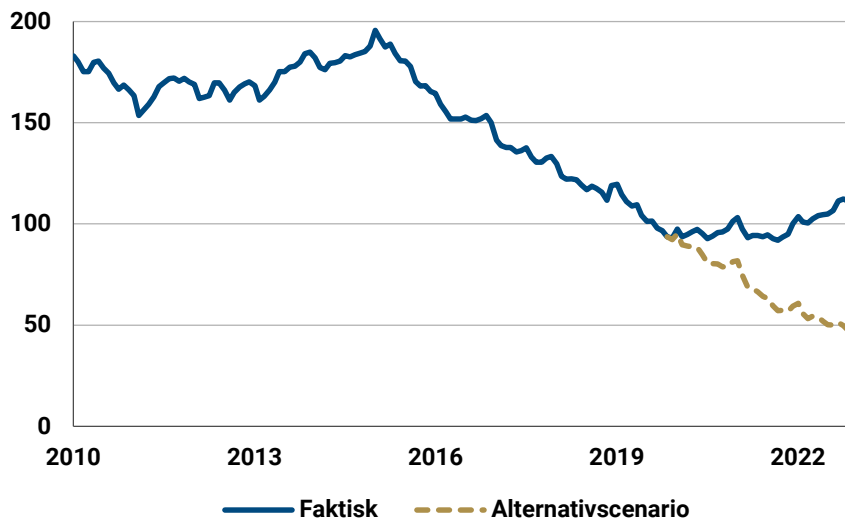
Riksgälden föreslog i riktlinjeförslagen för åren 2020, 2021 och 2022 att lämna statsskuldens valutaexponering oförändrad i avvaktan på en översyn. Regeringen beslutade i enlighet med förslagen. Här utvärderas besluten om oförändrad valutaexponering mot en fortsatt minskning med 20 miljarder kronor per år. Det var den minskningstakt som hölls under perioden 2015–december 2019.

En jämförelse med alternativscenariot ovan visar att valutaexponeringen vid slutet av 2022 var mer än dubbelt så stor som den hade varit om minskningen fortsatt (se diagram 37). Ju högre valutaexponeringen är, desto mer känslig för valutakursförändringar blir kostnaden för statsskulden. Det betyder att en försvagning av kronan medför en större kostnadsökning jämfört med alternativscenariot, medan en förstärkning av kronan skulle ge en större kostnadsbesparing.

Under perioden med oförändrad valutaexponering har kronan försvagats. Det har medfört att kostnaden för statsskulden jämfört med alternativscenariot har blivit 4,9 miljarder kronor högre under 2022 och 5,0 miljarder kronor högre sett över hela perioden sedan beslutet verkställdes (se tabell 10). Den totala effekten går dock att fastställa först när valutaexponeringen är avvecklad.

Diagram 37 Statsskuldens valutaexponering i olika scenarier

Miljarder kronor



Anm. Valutaexponeringen visas som månadsgenomsnittet av nominellt värde till aktuell valutakurs. Alternativscenariot baseras på en fortsatt minskning av valutaexponeringen med 20 miljarder kronor per år fr.o.m. den 2 december 2019.

Källa: Riksgälden

Tabell 10 Merkostnad relativt en fortsatt minskning av valutaexponeringen

Miljarder kronor

	2019	2020	2021	2022	T.o.m. 2022
Kostnadsskillnad	0,0	-1,1	1,1	4,9	5,0

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

Källa: Riksgälden

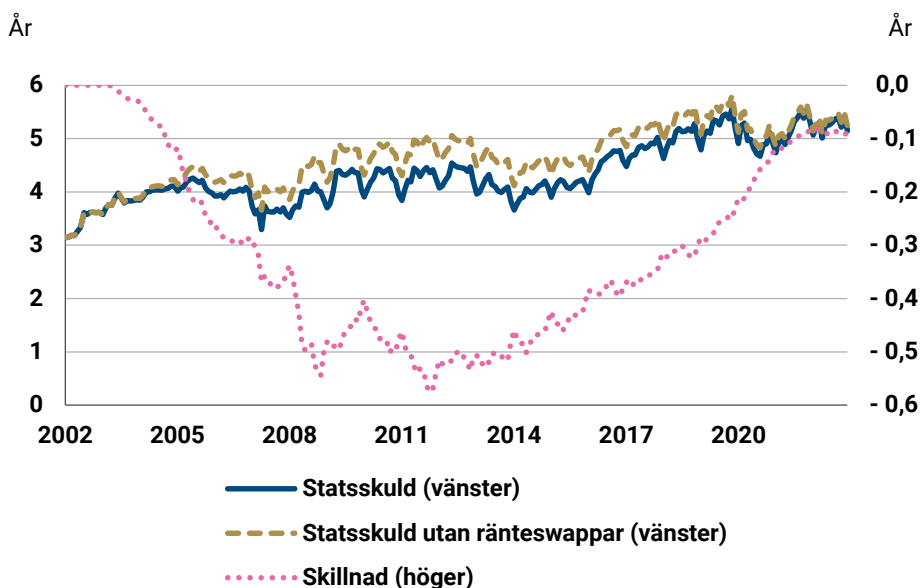
Ränteswappar bidrog till lägre kostnad

Riksgälden kan justera den nominella kronskuldens – och därmed statsskuldens – löptid genom att använda ränteswappar. Genom att ingå ränteswappar kan vi förändra skuldens löptid utan att påverka finansieringen av lånebehovet i någon större utsträckning. På så vis får vi större flexibilitet att finansiera lånebehovet inom ramen för löptidsstyrningen. Hittills har ränteswappar enbart använts för att förkorta löptiden. Som mest förkortades statsskuldens löptid med 0,6 år, under 2011. Sedan dess har swapparnas påverkan successivt minskat (se diagram 38).

De senaste fem åren har Riksgälden ingått en mindre volym swappkontrakt med framför allt kortare löptider. Det främsta syftet med dessa transaktioner har varit

att säkra beredskap för framtida användning av ränteswappar i skuldförvaltningen under en tid då det företrädesvis inte funnits behov att förkorta löptiden.

Diagram 38 Statsskuldens löptid med och utan ränteswappar



Anm. Löptiden visas som månadsmedel av Macaulayduration.

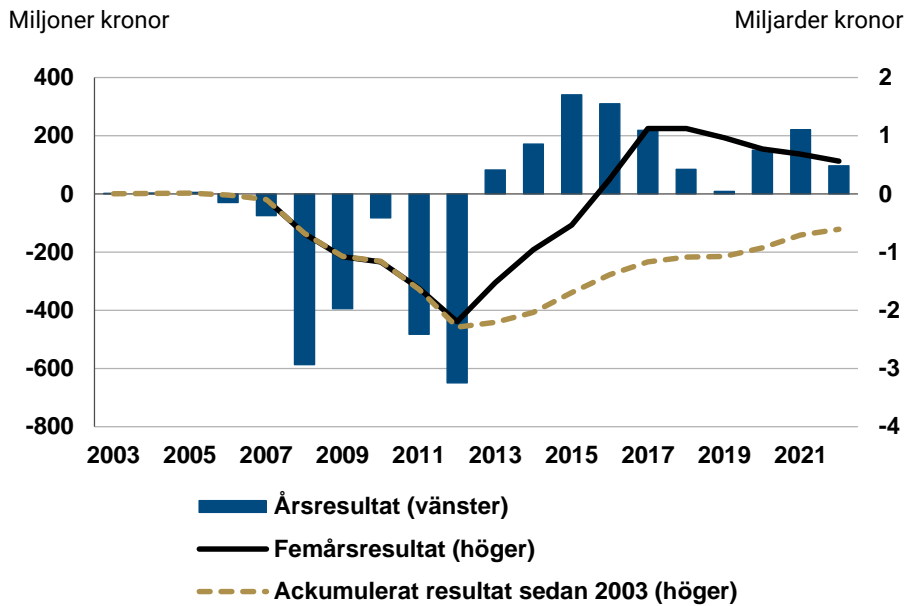
Källa: Riksgälden

Att beräkna ett relevant resultat för ränteswapparna är förknippat med svårigheter. Det kalkylmässiga resultat som framgår i diagram 39 visar om det kostat mer eller mindre att använda ränteswappar än om vi hade verkställt samma löptid genom mer kortfristig upplåning på bekostnad av obligationsupplåning. Resultatet beräknas som nettot av att erhålla skillnaden mellan swapp- och statsobligationsräntan (swappspreaden) och att betala skillnaden mellan interbankräntan Stibor och räntan på en statsskuldväxel (TED-spreaden). Resultatet beräknat på detta sätt var 96 miljoner kronor för 2022, jämfört med 221 miljoner kronor för 2021.⁵

En viktig poäng här är att det kalkylmässiga resultatet enbart kvantifierar en del av den totala påverkan som ränteswappar har på kostnaden för statsskulden. Beräkningen görs under antagande att räntor på statsobligationer och statsskuldväxlar inte påverkas av Riksgäldens agerande. Den fångar därmed inte effekterna på statsskuldens samlade kostnad av att exempelvis hålla uppe utbudet av statsobligationer och använda swappar för att korta ner löptiden, i stället för att öka volymen statsskuldväxlar på bekostnad av statsobligationerna. Med andra ord kan ränteswappar fylla en viktig funktion i att uppnå det övergripande målet för statsskuldsköperförvaltningen även om det kalkylmässiga resultatet är negativt.

⁵ Det kalkylmässiga resultatet som används i denna rapport motsvarar beståndsdelens instrumentval i det resultatet för ränteswappar som presenterades i rapporten Underlag för utvärdering 2021.

Diagram 39 Kalkylmässigt resultat av ränteswappar



Anm. Resultatet avser ränteswappar inom upplåning i svenska kronor sedan instrumentet introducerades 2003. Resultatet beräknas som nettot av att få skillnaden mellan swapp- och statsobligationsräntan (swappspreaden) och att betala skillnaden mellan interbankräntan Stibor och räntan på en statsskuldväxel (TED-spreaden).

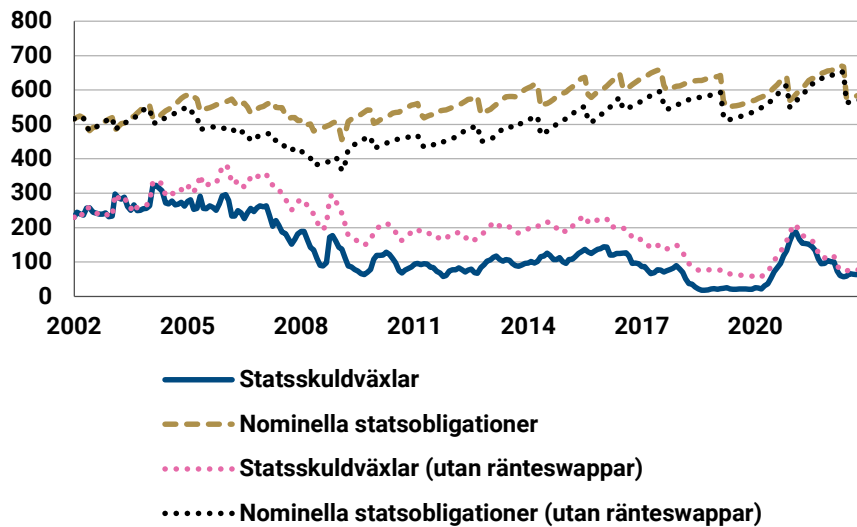
Källa: Riksgälden

Diagram 40 visar hur stora stockar av både statsskuldväxlar och nominella statsobligationer skulle krävas för att uppnå samma löptid utan ränteswappar. Stocken för nominella statsobligationer skulle som mest ha behövt vara 112 miljarder kronor mindre för att ersätta ränteswapparna. Den utestående stocken statsskuldväxlar skulle samtidigt ha behövt öka med 120 miljarder kronor.

Det bör också tydliggöras att det kalkylmässiga resultatet baseras på två alternativ för löptidsförkortning som inte har en identisk riskprofil. Med ränteswappar till skillnad från med statsskuldväxlar kan löptiden förkortas utan att refinansieringsrisken ökar, eftersom skuldens finansiering inte påverkas. Däremot ger ränteswapparna upphov till andra risker som motpartsrisker.

Diagram 40 Effekter av ränteswappar på växel- respektive obligationsstocken

Miljarder kronor



Anm. Stockarna visas som månadsmedel av nominellt belopp. Diagrammet visar vilken omfördelning mellan statsskuldväxlar och nominella statsobligationer som krävs för att ersätta ränteswapparna.

Källa: Riksgälden

Kronpositionen stängdes med liten vinst

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

I maj 2018 beslutade Riksgälden att ta en position för en starkare krona mot euron på maximalt 7 miljarder kronor i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Under 2022 fattades ett nytt beslut om att stänga positionen. Resultatet blev en vinst på 3 miljoner kronor (se tabell 11). Skälet till det nya beslutet var att vi inte längre hade en tydlig uppfattning om kronkursen som kunde motivera att ha kvar positionen.

Riksgäldens löpande positionstagning visade ett positivt resultat på 95 miljoner kronor 2022, vilket är en ökning jämfört med föregående år. Här tar vi positioner på utländska räntor och valutor. Av det riskmandat som regeringen ger i riktlinjerna utnyttjade vi bara en liten del under året.

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2018–2022 var det genomsnittliga resultatet för den löpande positionstagningen 30 miljoner kronor per år, inklusive kostnader för den externa förvaltningen som upphörde 2018.

Tabell 11 Resultat för positionstagningen

Miljoner kronor

	2018	2019	2020	2021	2022	Totalt	Genomsnitt
Egen löpande positionstagning	11	14	39	16	95	175	35
Extern positionstagning	-26	0	0	0	0	-26	-5
Totalt löpande positionstagning	-15	14	39	16	95	149	30
Position för starkare krona	73	20	278	-101	-268	3	
Positionstagning totalt	58	34	317	-85	-173	152	30

Anm. Resultatet för den externa positionstagningen redovisas inklusive förvaltningsavgifter.

Källa: Riksgälden

Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya annat än till märkbart högre kostnad, eller i extremfallet inte alls. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större volym som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling i Riksgäldens fall eftersom vi inte finansierar obligationsförfall med en ny obligation vid förfallet. Vi planerar i stället upplåningen långsiktigt och fördelar emissionsvolymerna i regelbundna auktioner. På så vis sprids refinansieringen ut över tid och gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller.

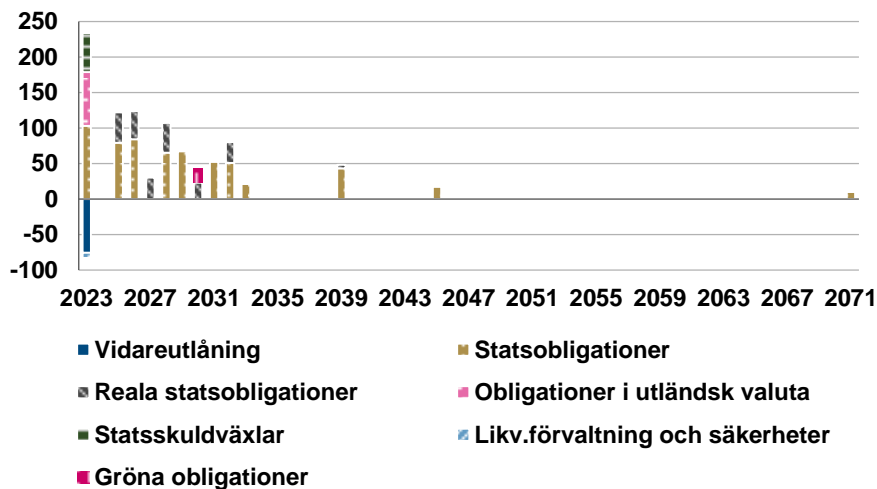
Återbetalning vid obligationsförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga utgifter och inkomster (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar vara upp emot 100 miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas finansieringsrisk (likviditetsrisk), som 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 dels genom att eftersträva jämna förfall för både den nominella och reala skulden, dels genom att bidra till en väl fungerande statspappersmarknad.

Diagram 41 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. Diagrammet visar också fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög grad obligationslånen i utländsk valuta.

Diagram 41 Statsskuldens förfalloprofil

Miljarder kronor



Källa: Riksgälden

En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är den kortfristiga upplåningen som störst, eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Likviditetsförvaltningen beskrivs närmare på sidan 33.

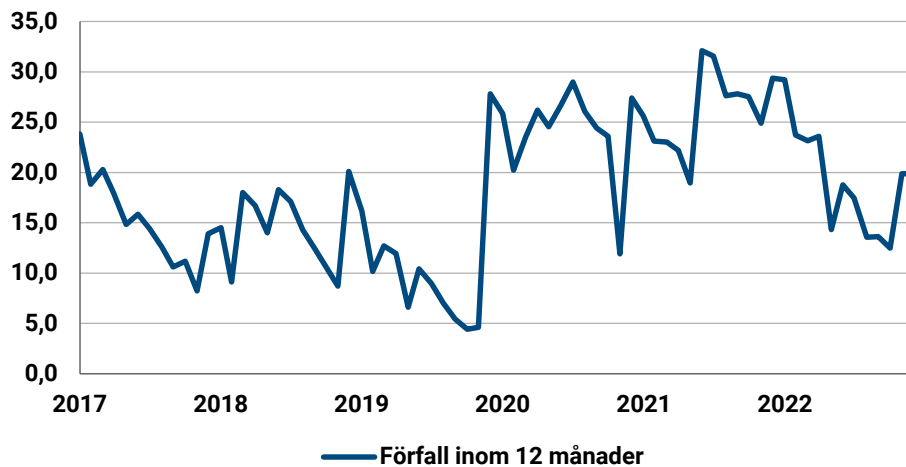
I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden om stora förfall ska refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid.

I diagram 42 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 närmaste 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).

Måttet visar en tydlig kalendervariation med uppgångar runt årsskiftena som en följd av ökad kortfristig upplåning då. Det i sin tur beror på att staten har säsongsmässigt stora betalningar i december månad. En nedåtgående trend i refinansieringsrisken uppvisades från 2017 och fram till starten av pandemin 2020 då nedgången bröts. Ökningen skedde som en följd dels av strategin att parera det ökade lånebehovet genom att använda kortfristig upplåning, dels av två större obligationsförfall i december 2020. Under 2021 och 2022 har måttet legat kvar på den högre nivån. Det är ett resultat av att Riksgälden har hanterat fortsatt stor osäkerhet kring lånebehovet med kortfristig upplåning.

Diagram 42 Refinansieringsrisk i statsskulden

Procent



Anm. Måttet visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader och indikerar därmed hur stor del av skulden som ska refinansieras det närmaste året.

Källa: Riksgälden

Motpartsrisk vid placering och derivattransaktioner

Med motpartsrisk avses risken för att en motpart inte fullgör sina förpliktelser i en transaktion. Sådan risk uppstår dels vid placeringar 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 begränsa motpartsrisken har Riksgälden en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Det sammanvägda betyget baseras på kreditbetyg från tre olika kreditvärderingsinstitut. Trots den geopolitiska utvecklingen under året var påverkan liten på kreditbetygen för de motparter som Riksgälden använde. Det skedde ingen sänkning av det sammanvägda kreditbetyget. Tvärtom fick en motpart höjt betyg.

Tillfälligt utökade limiter för placeringar av kassaöverskott

För att hantera motpartsrisken inom likviditetsförvaltningen finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar exponering och löptid för de placeringar som Riksgälden gör. Placeringsbehovet var periodvis stort under året. Placeringarna gjordes med motparter med god kreditvärdighet.

Vid två tillfällen beslutade riksgäldsdirektören, i enlighet med givet mandat, att under en period utöka det sammanlagda extrautrymmet för placeringar över natten. Syftet var att möjliggöra en effektiv hantering av stora kassaöverskott. Vid båda tillfällena behövde den utökade limiten användas.

Omförhandlade avtal vid derivattransaktioner

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs enligt Riksgäldens finans- och riskpolicy att vi och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). ISDA-avtalet är ett standardavtal som reglerar derivathandel "over the counter" mellan två motparter. CSA-avtalet är ett dokument för hantering av säkerheter kopplat till detta. Våra CSA-avtal är bilaterala, vilket innebär att motparten måste ställa säkerheter till oss om värdet på instrumenten är positivt för oss och vice versa. Säkerheterna utgör således ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden.

Under 2021 gjordes en översyn av dessa avtal och Riksgälden inledde en process att omförhandla avtalen med motparterna. Under 2022 fortsatte arbetet och vid årets slut var avtalen omförhandlade med majoriteten av de motparter vi använder. De nya avtalen innebär bland annat att säkerheter börjar utbytas så snart en nettoexponering uppstår. Tidigare skedde säkerhetsutbytet först när nettoexponeringen uppgick till ett visst tröskelvärde kopplat till motpartens 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 | Webb: riksgalden.se