

# Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2025

Beslut vid regeringssammanträde den 7 november 2024





# Sammanfattning

Utgångspunkten för regeringens riktlinjebeslut är det av riksdagen beslutade målet för statsskuldspolitiken. Målet är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras, samtidigt som risken i förvaltningen beaktas, och att förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Statsskulden ökade som andel av BNP (bruttonationalprodukten) under 2023. Statsskulden väntas fortsätta att öka som andel av BNP i början av prognosperioden för att minska 2026–2027. Även i absoluta tal väntas statsskulden initialt öka. Statsskulden minskar sedan i miljarder kronor 2027.

Riktlinjebeslutet för 2025 innebär följande förändringar i styrningen jämfört med föregående år:

- Riksgäldskontoret ska fortsätta emittera realobligationer men den utstående stocken ska minska successivt. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor (nominellt belopp utan inflationskompensation).
- Löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid.
- I riktlinjepunkt 24 ändras ”skuldandelar” till ”sammansättning”.

Statsskuldens sammansättning ska styras mot att

- den reala kronskulden ska minska successivt och uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor vid utgången av 2029,
- valutaskulden (dvs. valutaexponeringen) ska fortsätta att avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med (den 1 januari) 2027,
- den nominella kronskulden ska fortsätta att utgöra resterande del av statsskulden efter real kronskuld och skuld i utländsk valuta.

Löptiden (i termer av genomsnittlig räntebindningstid) för statsskulden ska fortsätta att styras mot 3,5–6 år.

Till grund för detta riktlinjebeslut ligger bl.a. Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer samt anpassningar till lagen (2022:1568) om Sveriges riksbank.

I samband med beredningen inför regeringens riktlinjebeslut har Riksbanken fått möjlighet att yttra sig över Riksgäldskontorets förslag. Riksbanken har inga invändningar.

Regeringens riktlinjebeslut för 2025 överensstämmer i huvudsak med Riksgäldskontorets förslag.

# Innehållsförteckning

Sammanfattning .....	1
Innehållsförteckning.....	2
1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2025.....	3
1.1 Statsskuldsförvaltningens mål.....	3
1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål.....	3
1.3 Riktlinjeprocessen .....	4
1.4 Statsskuldens sammansättning .....	5
1.5 Statsskuldens löptid .....	5
1.6 Kostnad och risk .....	6
1.7 Marknads- och skuldvard .....	6
1.8 Positionstagande .....	6
1.9 Lån för att tillgodose behovet av statslån.....	7
1.10 Medelsförvaltning m.m. ....	7
1.11 Samverkan .....	8
1.12 Utvärdering.....	9
2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer .....	9
2.1 Mål och styrning .....	9
2.2 Statsskuldens storlek .....	10
2.3 Ränteutvecklingen .....	10
2.4 Något bättre likviditet i statspapper.....	12
2.5 Den svenska kronan.....	12
2.6 Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets förslag.....	13
3 Skälen för regeringens beslut .....	13
3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen .....	13
3.2 Fortsatt emission av realobligationer men utstående stocken minskas successivt.....	14
3.3 Styrningen av valutaexponeringen behålls oförändrad.....	15
3.4 Nytt löptidsmått men styrningen av löptiden behålls oförändrad.....	16
3.5 Utvärderingsunderlaget .....	17

# 1 Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2025

Nedan redovisas riktlinjerna för 2025–2027. Beslutet är preliminärt för 2026 och 2027, vilket följer av samma princip som tillämpas i regeringens budgetförslag enligt budgetlagen (2011:203). För att skapa en överblick över de regelverk som styr statsskuldförvaltningen redovisas relevanta delar ur budgetlagen och förordningen (2023:909) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Regeringens riktlinjebeslut överensstämmer i huvudsak med Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer 2025–2027.

## 1.1 Statsskuldförvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer (5 kap. 5 § budgetlagen).

## 1.2 Riksgäldskontorets uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (3 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

### *Tidigare lydelse*

3. Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att

- finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
- tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
- amortera, lösa in och köpa upp statslån,
- i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
- *tillgodose Riksbankens behov av valutaserv* (5 kap. 1 § budgetlagen).

### *Beslutad lydelse*

3. Riksgäldskontoret får ta upp lån till staten för att

- finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
- tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
- amortera, lösa in och köpa upp statslån,
- i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider (5 kap. 1 § budgetlagen).

*Riksgäldskontoret ska ta upp lån till staten i syfte att tillgodose*

*Riksbankens behov av upplåning för att*

- *fullgöra sina skyldigheter i fråga om Internationella valutafonden, och,*
- *finansiera valutareserven (6 kap. 4 § och 10 kap. 4 § lagen [2022:1568] om Sveriges riksbank).*

### 1.3 Riktlinjeprocessen

*Tidigare lydelse*

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag (5 kap. 6 § budgetlagen).

6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden (5 kap. 6 § budgetlagen).

*Tidigare lydelse*

7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld (26 f § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen (5 kap. 7 § budgetlagen).

*Beslutad lydelse*

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgäldskontoret till Regeringskansliet lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld (30 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Beslutad lydelse*

7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgäldskontoret till Regeringskansliet lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld (30 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

#### *Tidigare lydelse*

9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av *statens skuld* ska genomföras (15 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

#### *Beslutad lydelse*

9. Riksgäldskontoret ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av *statsskulden* ska genomföras (41 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

10. Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i enskilda skuldslag, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvård.

## 1.4 Statsskuldens sammansättning

#### *Tidigare lydelse*

11. *Andelen* real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av *statsskulden*. *Skuldslagens andelar av statsskulden* ska beräknas med *nominella* belopp till *aktuell valutakurs inklusive* upplupen inflationskompensation.

#### *Beslutad lydelse*

11. *Den utestående stocken* real kronskuld ska *minska successivt*. *Skuldslaget* ska beräknas i *nominellt* belopp *exklusive* upplupen inflationskompensation. *Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor*.

12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Valutaexponeringen kan dock variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar i enlighet med punkt 35.

13. Riksgäldskontoret ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.

14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

## 1.5 Statsskuldens löptid

15. Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år.

16. Riksgäldskontoret ska fastställa löptidsintervall för den nominella kronskulden, den reala kronskulden respektive valutaskulden.

17. Statsskuldens löptid får temporärt avvika från det löptidsintervall som anges i punkt 15.

#### *Tidigare lydelse*

18. Löptiden ska mätas som *duration*.

#### *Beslutad lydelse*

18. Löptiden ska mätas som *genomsnittlig räntebindningstid*.

### 1.6 Kostnad och risk

19. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.

20. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.

21. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.

22. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bl.a. genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.

23. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

#### *Tidigare lydelse*

24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av *skuldandelar* och löptid.

#### *Beslutad lydelse*

24. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av *sammansättning* och löptid.

25. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

### 1.7 Marknads- och skuldvård

26. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.

27. Riksgäldskontoret ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.

### 1.8 Positionstagande

28. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.



Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

29. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.

30. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

Riksgäldskontoret ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

## 1.9 Lån för att tillgodose behovet av statslån

31. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

Riksgäldskontoret får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

32. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut och om stabilitetsfonden.

## 1.10 Medelsförvaltning m.m.

### *Tidigare lydelse*

33. *Myndigheten* ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta

### *Beslutad lydelse*

33. *Riksgäldskontoret* ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta

(5 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Tidigare lydelse*

34. Riksgäldskontoret ska täcka de underskott som *uppstår* på statens centralkonto (7 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Tidigare lydelse*

35. *Hantering* av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet (6 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

(22 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Beslutad lydelse*

34. *Myndigheten* ska täcka de underskott som *kan uppstå* på statens centralkonto (24 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Beslutad lydelse*

35. *Myndighetens hantering* av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet (23 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

## 1.11 Samverkan

*Tidigare lydelse*

36. Riksgäldskontoret ska *samråda med* Riksbanken i frågor om *de delar av* upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse (12 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Tidigare lydelse*

37. Riksgäldskontoret ska samverka med *Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket* i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (11 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

38. Riksgäldskontoret bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån.

*Beslutad lydelse*

36. Riksgäldskontoret ska *ge* Riksbanken *tillfälle att yttra sig innan myndigheten fattar beslut* i frågor om upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse (29 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

*Beslutad lydelse*

37. Riksgäldskontoret ska samverka med *Ekonomistyrningsverket och Konjunkturinstitutet* i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov (28 § förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

## 1.12 Utvärdering

39. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårsperioder.

40. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.

41. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.

42. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

## 2 Utgångspunkter för regeringens riktlinjer

### 2.1 Mål och styrning

I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuld förvaltningen med utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

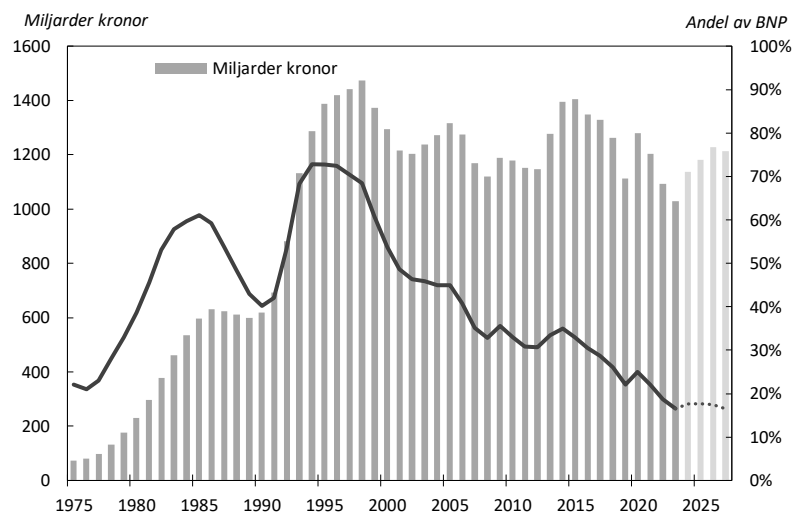
Avvägningen görs bl.a. genom val av statsskuldens löptid och statsskuldens sammansättning. Historiskt sett har en kortare löptid inneburit lägre genomsnittlig kostnad än en längre löptid. Andra viktiga parametrar som påverkar kostnaden för statsskulden är statsskuldens storlek och förväntad utveckling, liksom räntenivåerna vid den tidpunkt som skuldinstrumenten ges ut. Eftersom en del av statsskulden är exponerad mot utländsk valuta påverkar även valutakursrörelser statsskuldens kostnad, och realskuldens kostnader påverkas av hur inflationen (mätt som konsumentprisindex) utvecklas.

Riksgäldskontoret har möjlighet att inom givna mandat ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs. Dessa syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad. Positionerna får endast göras med derivatinstrument. Positionerna utvärderas separat och får inte tas på den svenska räntemarknaden.

## 2.2 Statsskuldens storlek

Statsskulden påverkas av den ekonomiska utvecklingen och av ekonomiskpolitiska beslut. Även enstaka händelser kan påverka statsskuldens utveckling, t.ex. försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken.

**Figur 2.1 Okonsoliderad statsskuld<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> den okonsoliderade statsskulden ingår statliga myndigheters innehav av statspapper.

Källa: Riksgäldskontoret och budgetpropositionen för 2025 (prop. 2024/25:1).

Anm. Utfall 1975–2023, regeringens prognos 2024–2027.

Statsskulden som andel av BNP har trendmässigt minskat sedan mitten av 1990-talet. Efter att ha ökat tillfälligt under pandemiåret 2020, har den tidigare trenden med avtagande statsskuld och lånebehov fortsatt. Av Figur 2.1 framgår att skuldkvoten minskade med två procentenheter till 17 procent 2023. Den beräknade utvecklingen för budgetsaldot bidrar till att statsskulden som andel av BNP väntas öka till 18 procent 2024. Först 2027 beräknas den minska och åter vara tillbaka på 17 procent av BNP. Statsskulden beräknas samtidigt öka i miljarder kronor under prognosperioden. Vid utgången av 2024 beräknas statsskulden uppgå till 1 136 miljarder kronor, och därefter öka med ca 45 miljarder kronor per år de följande två åren för att sedan minska med drygt 10 miljarder kronor 2027 (prop. 2024/25:1).

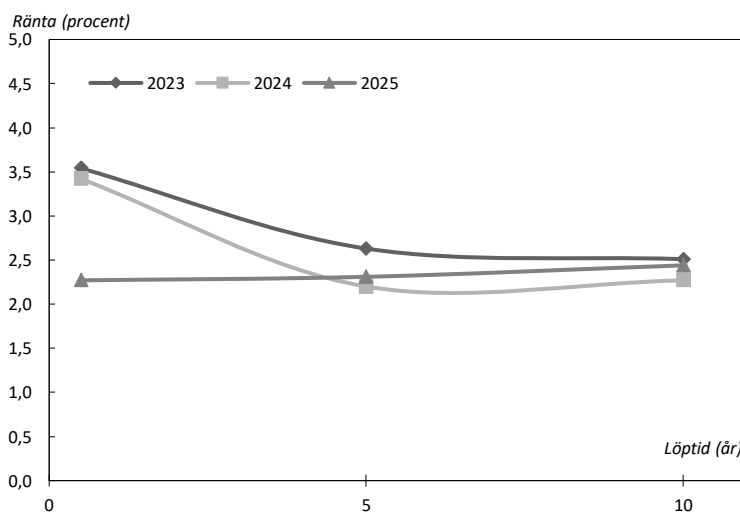
## 2.3 Ränteutvecklingen

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper som visar sambandet mellan räntor och löptider. Avkastningskurvans lutning påverkar utbytesförhållandet mellan kostnad och risk. När avkastningskurvan har en positiv lutning kan upplåning göras på kortare löptider (statsskuldväxlar) till lägre ränta än upplåning på längre löptider (statsobligationer). Därmed

ökar kostnadsbesparingen relativt sett med att låna på kortare löptider och tvärtom. Samtidigt får en ränteuppgång snabbare genomslag på räntekostnaderna när upplåningen har skett på korta löptider eftersom upplåning på kortare löptider ökar risken för variationer i räntekostnaderna.

De i ett historiskt perspektiv låga statsobligationsräntorna började vid årsskiftet 2021/22 stiga i takt med Riksbankens beslut att strama åt penningpolitiken med snabba räntehöjningar. Detta gav ett tydligt genomslag på statsobligationsräntor för samtliga löptider, i synnerhet för de kortaste löptiderna. Skillnaden mellan räntorna på statsobligationer med korta löptider och statsobligationer med långa löptider minskade som följd därav vilket resulterat i en relativt flack avkastningskurva. Under sommaren 2022 inverterade avkastningskurvan, dvs. räntorna på statsobligationer med korta löptider låg högre än räntorna på statsobligationer med långa löptider. Under hösten 2023 skiftade marknads förväntningar till att tro på räntesänkningar i takt med att inflationstrycket dämpats. Under 2024 har statsobligationsräntorna fallit tillbaka som en följd av Riksbankens beslutade räntesänkningar och förväntningar om hur styrräntan kommer att utvecklas framöver. Inverteringen av avkastningskurvan har dock i stort sett kvarstått om än på en lägre räntenivå.

**Figur 2.2** Avkastningskurva för svenska statspapper, årsgenomsnitt



Källa: Budgetpropositionen för 2025 (prop. 2024/25:1).

Anm. Diagrammet visar årsgenomsnitt för marknadsräntor beträffande utfall 2023 samt prognos 2024 och 2025. Räntor avser 6 månaders statskuldväxel, 5-årig statsobligation och 10-årig statsobligation. Årsgenomsnittet utgör ett medelvärde av alla dagliga stängningskurser fram till innevarande månad. För innevarande månad och framåt består det av ett prognosticerat medelvärde per månad.

Hur marknadsräntorna utvecklas har normalt sett mindre betydelse för Riksgäldskontorets övergripande avvägning mellan kostnad och risk. Vid avvägning mellan kostnad och risk samt mellan olika risker är det snarare

strukturella förändringar såsom utvecklingen av olika typer av premier (t.ex. löptidspremier) och statsskuldens storlek över tid som spelar roll.

## 2.4 Något bättre likviditet i statspapper

Begreppet likviditet avser övergripande möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. Som emittent är Riksgäldskontoret verksam på primärmarknaden och obligationerna säljs sedan vidare till investerare på sekundärmarknaden. Om likviditeten på sekundärmarknaden minskar kan prisbildningen i marknaden komma att försämrats, vilket i sin tur skulle kunna leda till mer volatila priser och ökad osäkerhet för alla aktörer. På lång sikt kan detta riskera att leda till högre upplåningskostnader för staten och svårigheter att attrahera investerare.

Frågan om likviditeten på lånemarknaderna har varit föremål för diskussion och analys vid flera tillfällen de senaste åren.

Sommaren 2023 publicerade Finansiella stabilitetsrådet (Kommittén för finansiell stabilitet [Fi 2013:09]) rapporten ”Obligationsmarknaderna – en kartläggning”. Sammantaget pekade analysen på ett försämrat funktionssätt för obligationsmarknaderna, däribland sekundärmarknaden för statsobligationer, även om kartläggningen också innehåller en hel del variation och osäkerhet. Under hösten 2023 visades dock tecken på en vändning till en något bättre likviditet på statspappersmarknaden, vilket har fortsatt under 2024. Både enkätundersökningar och kvantitativa mått visar att likviditeten på andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer har stabiliserats. I Riksbankens finansmarknadsenkät från april 2024 ansåg marknadsaktörerna att det skett en tydlig förbättring av likviditeten för nominella statsobligationer sedan hösten 2023. Riksgäldskontorets årliga enkätundersökning på likviditeten avseende volym och spread (skillnad mellan köp- och säljkurs, som är två viktiga aspekter av likviditet) i slutet av 2023 visar att marknadsaktörerna upplevde en förbättring jämfört med 2022. Betyget från marknadsaktörerna i undersökningen ligger dock fortsatt på låga nivåer och det är fortsatt ett underkänt betyg för likviditeten på andrahandsmarknaden. Finansinspektionens likviditetsindex – ett kvantitativt mått som baseras på ett antal indikatorer som vägs samman i ett aggregerat mått för marknadslikviditeten – visar också på att likviditeten på andrahandsmarknaden för nominella statsobligationer har stabiliserats, om än på en låg nivå.

## 2.5 Den svenska kronan

Valutaexponeringens storlek uttryckt i kronor påverkas av den svenska kronans värde i förhållande till de valutor som statsskuden är exponerad mot. Valutaexponering innebär därför att räntekostnaden i svenska kronor ökar om den svenska kronan försvagas och vice versa, och risken med valutaexponering påverkas därmed även av volatiliteten på valuta-

marknaden. Valutakursen för den svenska kronan påverkas av efterfrågan på den internationella valutamarknaden.

Hittills under 2024 har kronan försvagats mot euron och den amerikanska dollarn. Under 2025 förväntas kronan dock förstärkas mot både euron och den amerikanska dollarn (prop. 2024/25:1). Volatiliteten på valutamarknaderna har varit fortsatt hög under 2024. Även kronan har uppvisat större prisrörelser än normalt, främst mot euron. Men lägre än under 2022 och 2023. Ökad oro och volatilitet på de finansiella marknaderna brukar leda till att kronan för en tid försvagas mot större och mer likvida valutor.

## 2.6 Riksbankens yttrande över Riksgäldskontorets förslag

Enligt budgetlagen ska regeringen låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning (5 kap. 6 §). Riksbanken har inga invändningar mot Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2025–2027.

## 3 Skälen för regeringens beslut

### 3.1 Avvägningen mellan kostnad och risk i statsskultsförvaltningen

Avvägningen mellan kostnad och risk fastställs i de årliga riktlinjerna och ska enligt dessa främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid (punkt 19). Det överordnade kostnadsmålet är den genomsnittliga emissionsräntan (punkt 20) och det överordnade riskmålet avser variationen i detta mått (punkt 21).

Regeringen styr i riktlinjerna exponeringen mot olika risker, men ger samtidigt Riksgäldskontoret en flexibilitet i hur finansieringen ska genomföras. Riksgäldskontoret kan därför låna i de skuldinstrument med de löptider som är bäst utifrån förutsättningarna och genom derivatinstrument hålla riskerna inom riktlinjerna. Regeringen har de senaste åren renodlat styrningen för att tydliggöra den övergripande risknivån. Denna flexibilitet är av särskild vikt för att hålla nere upplåningskostnaderna när lånebehovet ökar, särskilt om ökningen är tillfällig som under 2020, då Riksgäldskontoret hade möjlighet att låna upp stora summor till kort löptid utan att avvika från löptidsintervallet.

I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret analyserat den nuvarande sammansättningen av statsskulden och kommit fram till att det inte finns någon kostnadsfördel med en andel realskuld på 20 procent. Analysen visar även att diversifieringseffekten är begränsad – realobligationer sänker inte den totala kostnadsvariationen nämnvärt. Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag konstaterat att det inte finns någon tydlig och bestående kostnadsfördel för real upplåning jämfört med nominell. När

Riksgäldskontoret uppdaterar analysen i årets riktlinjeförslag kommer man till samma slutsats (se vidare avsnitt 3.2).

### 3.2 Fortsatt emission av realobligationer men utstående stocken minskas successivt

Riksgäldskontoret har i tidigare riktlinjeförslag konstaterat att det inte finns någon tydlig och bestående kostnadsfördel för real upplåning jämfört med upplåning i nominella obligationer. I årets riktlinjeförslag redogör Riksgäldskontoret för en uppdaterad analys och kommer till samma slutsats. Analysen visar även att diversifieringseffekten är begränsad – realobligationer sänker inte den totala kostnadsvariationen nämnvärt, dvs. minskar inte den totala risken i skuldportföljen.

I den årliga rapporten ”Statsskuldens förvaltning – underlag för utvärdering” redovisar Riksgäldskontoret löpande den kalkylmässiga kostnaden för real upplåning. Beräkningen baseras på vissa antaganden, bl.a. jämförs kostnaden för upplåning i realobligationer med en hypotetisk nominell upplåning på samma löptid. I sin senaste rapport 2024 redovisar Riksgäldskontoret att realupplåningen 2022 på grund av den höga inflationen kostade 19,8 miljarder kronor mer än den nominella upplåningen. Även 2023 gav realskulden upphov till ett negativt resultat – en merkostnad – på 11 miljarder kronor. Den stora merkostnaden under 2022 och 2023 har raderat ut merparten av det ackumulerade positiva resultatet sedan Riksgäldskontoret introducerade reala statsobligationer 1994.

Givet nuvarande förutsättningar med en låg statsskuld och en försämrad marknadslikviditet för statsobligationer gör man även bedömningen att det är svårt att upprätthålla en likvid andrahandsmarknad för både nominella och reala obligationer. Nominella statsobligationer är Riksgäldskontorets största och viktigaste finansieringskälla, eftersom det är den upplåningsform man har bäst förutsättningar att minimera kostnaden för över tid. Det finns därför skäl att prioritera nominella statsobligationer framför andra skuldinstrument såsom realobligationer, vilket blir än mer relevant när statsskulden är liten.

Med anledning av ovanstående finns det argument för att realskulden bör minska. Det finns dock skäl för att behålla skuldslaget som en mindre del av statsskulden. Ett skäl är att realskulden skulle kunna bli ett kostnadsminimerade inslag i framtiden. Ett annat skäl är att Riksgäldskontoret i framtiden skulle kunna behöva öka upplåningen kraftigt. Genom att låna i flera skuldslag når man potentiellt fler investerare. Att behålla en mindre realobligationsmarknad skulle göra det lättare om det uppstår behov av att öka upplåningen markant framöver. Realupplåningen skulle då kunna bidra till att avlasta marknaden för nominella statsobligationer och statsskuldväxlar.

Eftersom både statsskuldens och inflationens utveckling ligger utanför Riksgäldskontorets kontroll, skulle det dessutom underlätta styrningen att mäta realskuldens utveckling i volym i stället för som en andel av statsskulden.



Regeringen fastställer i riktlinjebeslutet för 2025 att andelen utestående stock real skuldska minska successivt. Skuldslaget ska beräknas i nominellt belopp exklusive upplupen inflationskompensation. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor.

Ändringen i sammansättningen av statsskulden innebär att den utestående realskulden ska minska från att långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Den främsta anledningen är att den nuvarande andelen varken bidrar till att minska de samlade kostnaderna eller riskerna i statsskulden. Realskulden ska styras mot ett riktvärde uttryckt som ett nominellt belopp i stället för som en andel av statsskulden samt exklusive upplupen inflationskompensation.

Riksgäldskontoret redogör i årets riktlinjeförslag för att en minskning från dagens 177 miljarder till ca 80 miljarder kronor 2029 kommer till stånd genom de lån som planenligt förfaller under perioden. I nominella termer leder förfallen till att den utestående volymen minskar till 56 miljarder kronor 2029. Riksgäldskontoret planerar samtidigt att emittera realobligationer i intervallet 20–30 miljarder kronor under perioden, vilket innebär att den utestående volymen blir högre och därmed hamnar på målnivån ca 80 miljarder kronor vid utgången av 2029.

Efter minskningen kommer realandelen att bli omkring 10 procent. Det är i linje med flera andra länder som t.ex. Danmark, Frankrike och USA. Nuvarande andelen realskuld på 20 procent är jämförelsevis hög vid en internationell jämförelse.

### 3.3 Styrningen av valutaexponeringen behålls oförändrad

En betydande aspekt när det gäller avvägningen mellan kostnad och risk är statsskuldens exponering i utländsk valuta. Skälet för att valutaexponeringen avvecklas är att den medför högre risk utan att över tid förväntas ge några kostnadsfördelar.

Valutaexponeringen fluktuerade marginellt under perioden 2020–2023 då den sedan 2017 pågående avvecklingen av valutaskulden pausades i väntan på Riksgäldskontorets analys. De rörelser i valutaexponeringen som skedde orsakades i hög grad av kronans förstärkning under 2020 och den efterföljande försvagningen 2021–2023. Som högst uppgick valutaskulden till 116 miljarder kronor (räknat i aktuella valutakurser) i början av 2023, vilket motsvarade ungefär 10,4 procent av den totala statsskulden. Valutaskulden började sedan minska under 2023 i enlighet med riktlinjen att avveckla statsskuldens exponering i utländsk valuta successivt och anta riktvärdet noll från och med 2027. Avvecklingen innebär att Riksgäldskontoret säljer kronor mot främst euro och schweizerfranc som är de valutor statsskulden har exponering i.

Valutaskulden uppgick per den 30 augusti 2024 till ca 58 miljarder kronor och utgjorde knappt 6 procent av statsskulden.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Rapporten Sveriges statsskuld augusti 2024, Riksgäldskontoret, s. 4.

Med utgångspunkt i målet för statsskuldspolitiken anser regeringen inte att det finns skäl för att förändra styrningen av statsskuldens exponering i utländsk valuta att anta riktvärdet noll från och med den 1 januari 2027.

### 3.4 Nytt löptidsmått men styrningen av löptiden behålls oförändrad

Löptiden för statsskulden ska vara mellan 3,5 och 6 år.

De senaste åren har riktlinjerna justerats för att renodla styrningen i syfte att tydliggöra den övergripande risknivån. Den renodlade styrningen, framför allt den gemensamma löptiden för hela statsskulden, ger Riksgäldskontoret möjlighet att anpassa upplåningen både efter hur efterfrågan ser ut och utifrån tillfälliga svängningar i lånebehovet och kan på så vis hålla nere upplåningskostnaderna. Denna flexibilitet har varit viktig framför allt under år med osäkerhet med stora fluktuationer i lånebehovet. Syftet med att ha ett löptidsintervall är att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig låneplanering och bl.a. hantera prognosavvikelser, inte att hantera förändringar i löptidsmålet på grund av ränterörelser.

Sedan regeringens riktlinjebeslut för 2015 har duration använts som styrmått för statsskuldens löptid. Riksgäldskontoret anser att de praktiska implikationerna med påverkan av ränterörelser kan ha underskattats när duration infördes som styrmått. I årets riktlinjeförslag föreslår Riksgäldskontoret därför en övergång från att mäta löptiden som duration till att mäta den som genomsnittlig räntebindningstid (eng. Average Time to Re-fixing, ATR). ATR är precis som duration ett löptidsmått för ränteomsättningsrisk, men det påverkas inte av förändringar i marknadsräntan som kan bidra till oönskade styrsignaler. ATR beräknas som viktad genomsnittlig återstående tid till att räntan ska omsättas. Vikterna baseras på nominellt belopp till aktuell växelkurs inklusive upplupen inflation. Eftersom diskontering inte används i denna viktningssmetod påverkas ATR inte av ränteläget. Diskontering används i nuvarande styrmått för löptiden – Macaulay duration – som är den nuvärdesviktade genomsnittliga återbetalningstiden för ett skuldinstrument och tar hänsyn till alla kassaflöden inklusive kupong. Nuvärdet beräknas genom att diskontera slutvärdet med aktuell ränta. Duration påverkas således av ränteläget; när räntan stiger minskar nuvärdet av de kassaflöden som ligger längre fram i tiden mer än för de som ligger närmare. Därmed viktas kassaflöden i närtid upp relativt de som är längre fram i tiden och durationen blir kortare. Det omvända inträffar när räntan sjunker. Måttet fångar visserligen ränteomsättningsrisken genom att det uttrycker genomsnittlig återstående tid till att räntan ska omsättas, men det kan också ändras till följd av ränteläget medan statsskuldens sammansättning är oförändrad.

Ett löptidsmått som påverkas av ändringar i marknadsräntorna kan ge oönskade och oförutsägbara konsekvenser för skuldförvaltningen. Om räntorna stiger kan Riksgäldskontoret behöva låna på längre löptider för att kompensera för nedgången i durationen (och tvärtom) vilket inte är en önskvärd egenskap hos styrsystemet. Det man vill kontrollera med valet

av löptid är ränteomsättningsrisken, dvs. risken för stora svängningar i räntekostnaderna för statsskulden till följd av att skulden måste sättas om. Detta kan göras genom att styra sammansättningen av obligationer med kort och lång löptid. Därför är det mer ändamålsenligt med ett styrmått som inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna.

Regeringen framhåller vikten av ett löptidsmått som är ändamålsenligt för styrningen av statsskuldens sammansättning. Regeringen fastställer i riktlinjebeslutet för 2025 att löptidsmålet ska vara genomsnittlig räntebindningstid (eng. Average Time to Re-fixing, ATR). Statsskuldens löptid ska fortsatt vara mellan 3,5 och 6 år.

### 3.5 Utvärderingsunderlaget

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag tillsammans med förslaget att minska realskulden föreslagit att det ska göras en mer omfattande utvärdering av både den strategiska och den operativa förvaltningen av statsskulden. Riksgäldskontoret föreslår även att det ska läggas till en ny punkt i riktlinjerna som anger hur förändringar i riktlinjerna ska utvärderas. Båda förslagen innebär att utvärdering ska ske enligt de principer som anges i riktlinjepunkt 39. När det kommer till utvärderingen av minskad realskuld föreslår Riksgäldskontoret att kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning ska redovisas även i fortsättningen, men att man också ska beakta den framtida förväntade besparingen samt risken i statsskulden. För att hålla utvärderingspunkterna i riktlinjerna på en övergripande nivå föreslår Riksgäldskontoret därför att nuvarande riktlinjepunkt 41 som specifikt handlar om den reala upplåningen ska tas bort.

Regeringen uppskattar Riksgäldskontorets grundliga analyser och att man arbetar kontinuerligt med att utveckla analysen. Regeringen anser dock att det behöver göras en större översyn av vilka underlag för utvärdering som Riksgäldskontoret ska tillhandahålla och hur dessa ska vara utformade så att tydligare slutsatser kan dras. I riktlinjebeslutet för 2025 bör det därför inte göras några sådana ändringar som Riksgäldskontoret föreslår när det gäller utvärdering.