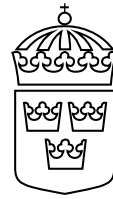


# Regeringens skrivelse

## 2025/26:104



### Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025

Skr.  
2025/26:104

Regeringen överlämnar denna skrivelse till riksdagen.

Stockholm den 23 april 2026

*Ulf Kristersson*

*Niklas Wykman*  
(Finansdepartementet)

## Skrivelsens huvudsakliga innehåll

I skrivelsen utvärderar regeringen statens upplåning och skuldförvaltning under perioden 2021–2025. Utgångspunkten för utvärderingen är det mål som riksdagen har beslutat för statsskuldpolitiken:

- 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.

Utvärderingen avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldpolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder. Skrivelsen ska överlämnas till riksdagen senast den 25 april vartannat år.

När det gäller den nu aktuella utvärderingsperioden kan följande noteras.

- Den okonsoliderade statsskulden minskade sett till hela utvärderingsperioden från 22 procent till 19 procent av BNP. Skulden minskade till 17 procent av BNP vid mitten av utvärderingsperioden för att sedan öka något.
- Lånebehovet ökade i slutet av utvärderingsperioden och staten gick från flera år av överskott till underskott.
- Kostnaden för statsskulden har under utvärderingsperioden ökat från historiskt låga nivåer, med en kraftig ökning under 2022 som främst berodde på den höga inflationen och en svagare krona, till att åter sjunka något under de senare utvärderingsåren.

- Regeringen har under utvärderingsperioden beslutat om två större ändringar i riktlinjerna – att avveckla valutaexponeringen i statskulden och att minska den del av skulden som utgörs av realobligationer. Regeringen beslutade även i riktlinjerna för 2025 att byta mått för statsskuldens löptid och samtidigt lämna styrintervallat oförändrat. Regeringens beslut har varit i enlighet med målet för statsskuldspolitiken.
- Riksgäldskontorets styrning och beslut om den operativa förvaltningen avseende statsskuldens löptid, statsskuldens sammansättning, refinansieringsrisker, låneberedskap och marknads- och skuldvard har varit i enlighet med regeringens riktlinjer och målet för statsskuldspolitiken.

Sammantaget bedömer regeringen att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets operativa förvaltning och tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt har legat i linje med målet för statsskuldspolitiken.

1	Mål, ramverk och process för statsskuldsförvaltningen .....	4
2	Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling .....	6
2.1	Statsskuld och statens lånebehov .....	7
2.2	Riksbankens innehav av statspapper .....	9
2.3	Högre räntor under utvärderingsperioden .....	10
2.4	Högre inflation under utvärderingsperioden .....	12
2.5	Kronan stärktes under den senare delen av utvärderingsperioden .....	13
3	Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning .....	14
4	Riksgäldskontorets operativa förvaltning och tillämpning av riktlinjerna .....	19
4.1	Statsskuldens sammansättning – skuldandelar .....	19
4.2	Statsskuldens löptid .....	23
4.3	Låneberedskap och refinansieringsrisk .....	25
4.4	Marknads- och skuldvard .....	28
4.5	Positionstagande .....	33
4.6	Upplåning på privatmarknaden .....	34
4.7	Lån för att tillgodose behovet av statslån .....	34
5	Utvärdering av statsskuldsförvaltningens mål .....	35
5.1	Statsskuldens kostnad .....	35
5.2	Risker i statsskuldsförvaltningen .....	40
5.3	Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden .....	44
6	Penningpolitik och statsskuldspolitik .....	47
Bilaga	Statskontorets rapport Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025 .....	48
	Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 23 april 2026 .....	111

# 1 Mål, ramverk och process för statsskuldsförvaltningen

## Sammanfattning

Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Riktlinjerna ska vara i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret ansvarar för att upplåning och förvaltning görs inom ramen för regeringens riktlinjer och i enlighet med målet för statsskuldspolitiken. Regeringen utvärderar vartannat år förvaltningen av statsskulden i en skrivelse, som lämnas till riksdagen.

## 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 (5 kap. 5 § budgetlagen [2011:203]).

## Upplåningens ändamål

Regeringen får inte utan att riksdagen har medgett det ta upp lån eller göra andra ekonomiska åtaganden för staten (9 kap. 8 § andra stycket regeringsformen). Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (3 § förordningen [2023:909]) med instruktion för Riksgäldskontoret). Enligt 5 kap. 1 § budgetlagen får Riksgäldskontoret, efter riksdagens bemyndigande och regeringens bestämmande, ta upp lån till staten för att

1. finansiera löpande underskott i statens budget och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riksdagen lämnar sitt bemyndigande för ett budgetår i sänder.

## Riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Regeringen fattar årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldsförvaltningen på en övergripande nivå med utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Av riktlinjerna och myndighetens instruktion framgår att Riksgäldskontoret ska fastställa

interna riktlinjer för hur regeringens riktlinjer ska genomföras i praktiken. De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldskontorets styrelse och publiceras i myndighetens rapport Finans- och riskpolicy. Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronskuld, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard. Därutöver tillämpar Riksgäldskontoret olika förvaltningsstrategier.

## Processen för styrning och utvärdering

Statsskuldspolitiken har styrts och utvärderats enligt nuvarande process sedan 1998. Riksdagen har beslutat målet och regeringen fastställer i årliga riktlinjebeslut den övergripande avvägningen mellan kostnad och risk. Styrnings- och utvärderingsprocessen kan sammanfattas enligt nedan:

- Senast den 1 oktober lämnar Riksgäldskontoret förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning till regeringen.
- Regeringen ger Riksbanken möjlighet att yttra sig över riktlinjeförslaget.
- Senast den 15 november fattar regeringen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning för kommande år.
- Under verksamhetsåret ansvarar Riksgäldskontoret för upplåning och förvaltning enligt de riktlinjer som regeringen beslutat.
- Den 22 februari tar utvärderingsprocessen formellt sin början då Riksgäldskontoret lämnar underlag för utvärdering till regeringen.
- Senast den 25 april vartannat år lämnar regeringen en utvärdering till riksdagen i form av en skrivelse, som avser såväl regeringens styrning som Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Målet för statsskuldspolitiken är långsiktigt och utvärderas därför över rullande femårsperioder.
- Sedan 2008 kompletteras utvärderingsskrivelsen med en extern granskning av Ekonomistyrningsverket (ESV). Den externa granskningen innehåller, förutom en bedömning av måluppfyllelsen, i vissa fall även förslag till förändringar i styrningen. Den 1 januari 2026 inordnades Statskontorets verksamhet i ESV, som samtidigt bytte namn till Statskontoret. Myndigheten presenterar sin granskning i rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025, i det följande benämnd utvärderingsrapporten. Rapporten från Statskontoret finns i bilagan.

I riktlinjerna för 2026 har regeringen förtydligat och preciserat riktlinjerna för utvärdering. Även om förändringarna gäller först för utvärdering som omfattar 2026 har denna skrivelse redan nu anpassats till viss del, framför allt genom utförligare bedömning av om regeringens riktlinjebeslut under utvärderingsperioden bidragit till måluppfyllelsen. Ett avsnitt har också lagts till med bedömning av Riksgäldskontorets arbete med låneberedskap och refinansieringsrisk (avsnitt 4.3).

## Budgetmässig hantering av räntor på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden finansieras via statsbudgetens utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 1:1 *Räntor på statsskulden*. Den budgetpåverkande redovisningen är utgiftsmässig och baseras i princip på hur mycket ränta som betalas respektive år (kassamässigt). Upplåningstekniska faktorer gör att det ibland uppkommer variationer i betalningarna som inte kan hänföras till det enskilda årets skuld-, ränte- och valutakursförhållanden. Regeringen har därför på kort sikt begränsad möjlighet att påverka de kassamässiga ränteutgifterna. Bland annat av det skälet ligger utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. utanför utgiftstaket. Ett ytterligare skäl är att staten alltid ska kunna fullgöra sina betalningsåtaganden gentemot långivarna. I den kostnads- mässiga redovisningen av statsskulden, som påverkar statens finansiella sparande, justeras för de upplåningstekniska faktorerna.

Riksgäldskontoret får överskrida anslag 1:1 *Räntor på statsskulden* och anslag 1:3 *Riksgäldskontorets provisionskostnader* i samband med upplåning och skuldförvaltning i enlighet med ett särskilt bemyndigande i budgetlagen (3 kap. 9 §). Detta motiveras av att staten alltid ska kunna fullgöra sina åtaganden inom ramen för upplåningsverksamheten.

## 2 Finanspolitisk och makroekonomisk utveckling

### Sammanfattning

Den okonsoliderade statsskulden minskade sett till hela utvärderingsperioden från 22 procent till 19 procent av BNP. Skulden minskade till 17 procent av BNP vid mitten av utvärderingsperioden för att sedan öka något. Lånebehovet ökade i slutet av utvärderingsperioden och staten gick från flera år av överskott till underskott. Såväl korta som långa statsräntor har varit högre under utvärderingsperioden efter en relativt stabil period med lägre räntor.

Inflationen steg kraftigt i början av utvärderingsperioden mot bakgrund av bl.a. stigande energipriser och pandemirelaterade utbudsstörningar. Inflationen mätt som KPI var som högst 12,3 procent i slutet av 2022 men sjönk sedan i snabb takt.

Den svenska kronan försvagades kraftigt i början av utvärderingsperioden, men förstärktes sedan mot bl.a. den amerikanska dollarn, euron och schweizerfrancen vid periodens slut.

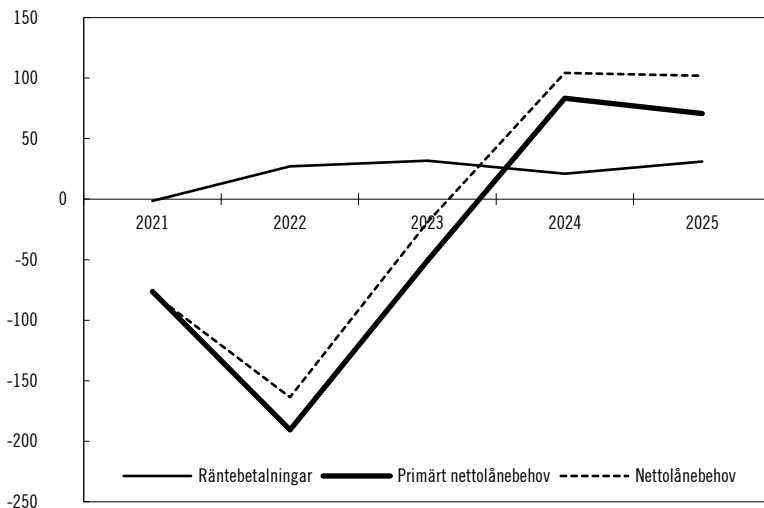
Den finanspolitiska och makroekonomiska utvecklingen har stor betydelse för statsskuldförvaltningen och utvecklingen av statsskuldens kostnader och risker. I avsnitt 2 redovisas utvecklingen av statsskulden, statens lånebehov och de makroekonomiska faktorer som har störst direkt påverkan på statsskulden. Det är även dessa förutsättningar som ligger till grund för regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning och Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna.

Statsskulden påverkas av den ekonomiska utvecklingen och av ekonomisk-politiska beslut. Även enstaka händelser kan påverka statsskuldens utveckling, t.ex. försäljning av aktier i statligt ägda bolag och vidareutlåning till Riksbanken. Statsskulden ökar när staten har högre utgifter än inkomster och när ett lånebehov uppstår. Omvänt gäller att ett överskott i statens budget används för att amortera på statsskulden.

Statens nettolånebehov är detsamma som budgetsaldot med omvänt tecken. Det primära nettolånebehovet utgörs av budgetsaldot med omvänt tecken exklusive statsskuld räntor och Riksgäldskontorets nettoutlåning. Nettolånebehovet kan variera kraftigt mellan åren. Figur 2.1 visar statens lånebehov under utvärderingsperioden.

**Figur 2.1 Statens lånebehov**

Miljarder kronor

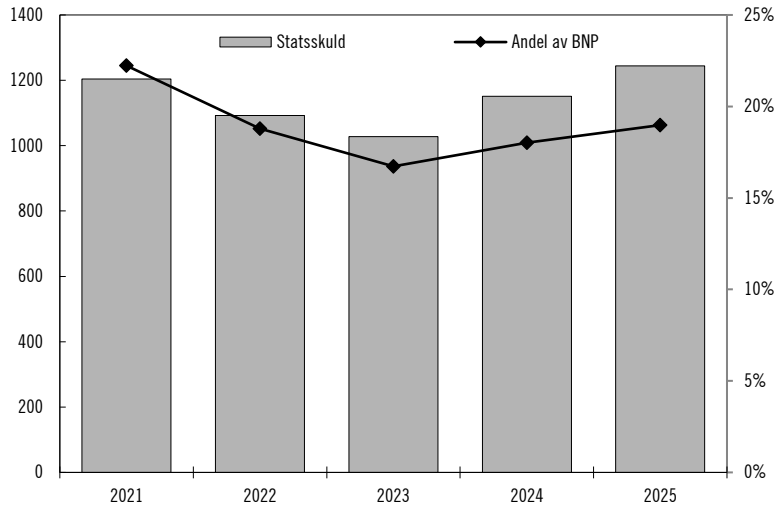


Källa: Riksgäldskontoret.

Nettolånebehovet 2025 var 102 miljarder kronor, jämfört med 104 miljarder kronor 2024. Att staten gick med underskott för andra året i följd förklaras av dämpade skatteinkomster i kombination med ökade utgifter. Även nettoutlåningen och räntebetalningarna belastade budgetsaldot. Det primära nettolånebehovet minskade visserligen med 13 miljarder kronor mellan 2024 och 2025, men det förklaras av två faktorer som är av engångskaraktär. Under 2025 fick Sverige en första inbetalning på 18,5 miljarder kronor från EU-faciliteten för återhämtning och resiliens. Samtidigt belastades saldot 2024 av ett kapitaltillskott till Riksbanken som innebar en utgift på 25 miljarder kronor. Rensat för dessa faktorer försvagades primärsaldot till följd av ökade utgifter för bl.a. utbyggnaden av försvaret och stöden till Ukraina. Samtidigt växte skatteinkomsterna långsamt under 2025 mot bakgrund av svag ekonomisk tillväxt och skattesänkningar. Räntebetalningarna på statsskulden – de kassamässiga räntorna – ökade med 10 miljarder kronor mellan 2024 och 2025.

**Figur 2.2 Statsskuldens utveckling**

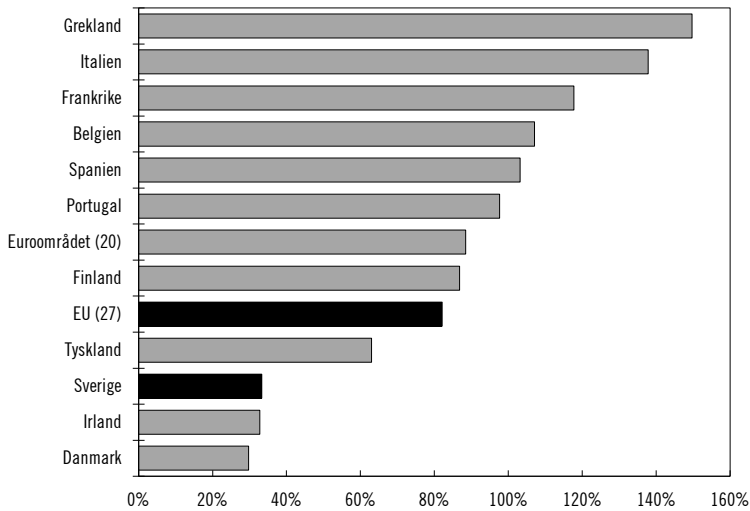
Okonsoliderad statsskuld, miljarder kronor respektive andel av BNP (höger axel)



Källa: Riksgäldskontoret.

Figur 2.2 visar statsskuldens utveckling under utvärderingsperioden. Den okonsoliderade statsskulden uppgick 2025 till 1 244 miljarder kronor, vilket som andel av BNP motsvarar 19 procent. I den okonsoliderade statsskulden ingår alla lån som Riksgäldskontoret tagit för statens räkning, till skillnad från den konsoliderade statsskulden där inomstatligt ägande räknas bort. En låg statsskuld medför bl.a. lägre kostnader och minskad risk för stora variationer i kostnaden för statsskuldens förvaltning, framför allt för att en ränteuppgång får mindre genomslag. Slutligen medför en lägre statsskuld som andel av BNP att det finns större marginal för staten att i ett krisläge låna upp stora belopp utan att räntorna stiger kraftigt. I slutet av 2023 var skuldkvoten den lägsta sedan mitten på 1960-talet. Budgetunderskott gjorde att statsskulden ökade både 2024 och 2025.

Tredje kvartalet 2025



Källa: Eurostat.

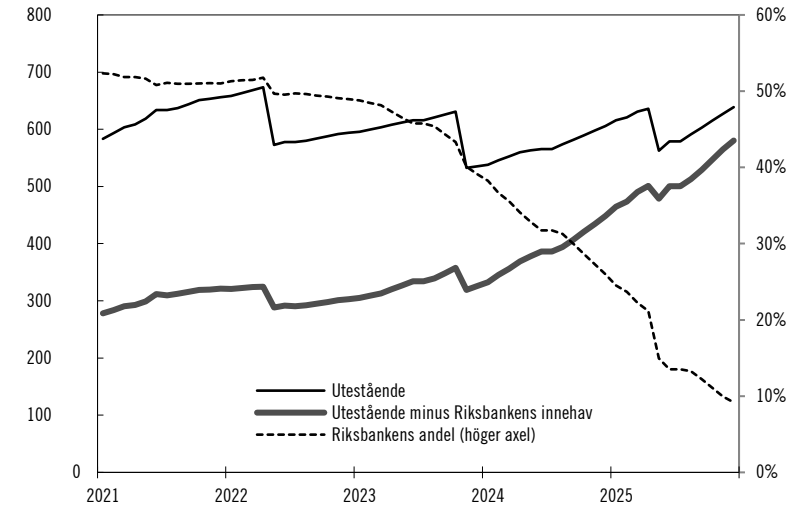
Vid jämförelse av den offentliga sektorns skuldsättning i olika medlemsstater i EU används den s.k. Maastrichtskulden. Detta mått ökar jämförbarhet staterna emellan då den innefattar hela den offentliga sektorns skuld. Av figur 2.3 framgår att Sverige har en mycket låg offentlig skuld i jämförelse med andra medlemsstater i EU, vilket även varit fallet över en längre tidsperiod.

## 2.2 Riksbankens innehav av statspapper

I figur 2.4 visas utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav. Vid utgången av 2025 var Riksbankens innehav av statspapper knappt 59 miljarder kronor, vilket motsvarar drygt 9 procent av den totala utestående volymen av statspapper. Riksbanken påbörjade i april 2023 försäljningar av sitt innehav av statspapper, och dess andel av utestående statsobligationer har minskat från som högst 55 procent 2020 i nominella termer. I takt med att Riksbankens ägande har minskat har investerarbasen breddats genom att ägandet i övriga investerarkategorier ökat (se avsnitt 4.3, figur 4.5). Riksbankens innehav av statspapper har haft en stor inverkan på avkastningskurvan på svenska statspapper (se figur 2.6). Riksbankens statsobligationsköp inleddes i syfte att sänka räntenivåerna längs avkastningskurvan och därmed påverka inflationen.

**Figur 2.4 Utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav**

Miljarder kronor respektive procent (höger axel)



Källa: Riksgäldskontoret.

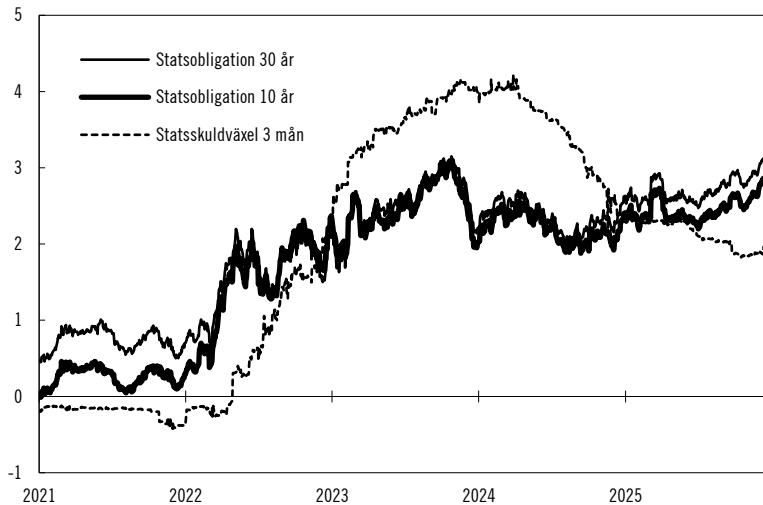
### 2.3 Högre räntor under utvärderingsperioden

Statens upplåning är kontinuerlig och sker på både kort och lång sikt. En större andel korta och rörliga lån medför att statsskulden blir känsligare för förändrade marknadsräntor. Huvuddelen av statsskulden består dock av obligationer med längre löptider, vilket innebär att det till stor del är de historiska räntorna som påverkar kostnaderna för statsskulden. Av figur 2.5 framgår hur räntorna på andrahandsmarknaden för statsobligationer med tre olika löptider utvecklats under utvärderingsperioden. Räntorna har varit högre under utvärderingsperioden efter en relativt stabil period med lägre räntor. Svenska statsobligationsräntor steg under 2025 bl.a. mot bakgrund av mer expansiv finanspolitik både i omvärlden och i Sverige. Räntorna på svenska statsskuldväxlar sjönk under 2025 i takt med att Riksbanken fortsatte att sänka styrräntan.

Figur 2.5 Utvecklingen av svenska statsräntor

Skr. 2025/26:104

Ränta (procent)



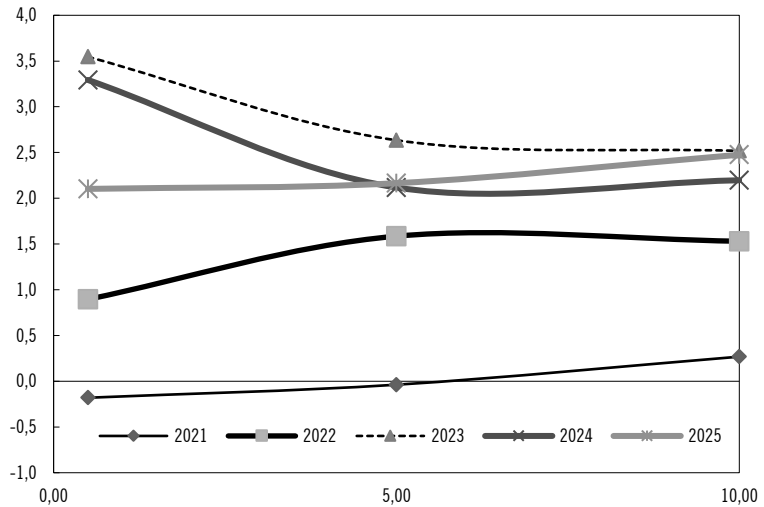
Källa: Macrobond.

Statens kostnad för att låna på olika löptider kan förenklat beskrivas med hjälp av avkastningskurvan på svenska statspapper, se figur 2.6. Denna illustrerar sambandet mellan räntor och löptider. Avkastningskurvens lutning påverkar förhållandet mellan kostnad och risk. Vanligtvis är räntan på längre löptider högre än räntan på kortare löptider, vilket speglar de större riskerna med att hålla obligationer under längre perioder. När avkastningskurvan är uppåtlutande 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. Detta ökar risken för variationer i räntekostnaderna.

När regeringen under 2025 gav besked om finanspolitiska satsningar steg den svenska tioårsräntan. Även räntor på två- och femåriga statsobligationer steg men inte lika mycket som tioårsräntan. Det betyder att avkastningskurvan fick en brantare positiv lutning. Den bilden förstärks om man även inkluderar räntor på statsskuldväxlar. Dessa sjönk under 2025 i takt med att Riksbanken fortsatte att sänka styrräntan. Under 2024 var i stället räntorna högre på statsskuldväxlar än på statsobligationer, vilket gav en nedåtlutande avkastningskurva. En sådan inverterad avkastningskurva innebär att korta räntor är högre än långa, vilket kan indikera att aktörerna på marknaden bedömer att den ekonomiska tillväxten i framtiden kommer att bli långsammare och inflationen lägre.

**Figur 2.6 Avkastningskurva för svenska statspapper**

Ränta (procent)



Anm.: Diagrammet visar årsgenomsnitt för marknadsräntor beträffande utfall 2021–2023. Räntor avser 6 månaders statsskuldväxel, femårig statsobligation och tioårig statsobligation. Årsgenomsnittet utgör ett medelvärde av alla dagliga stängningskurser fram till innevarande månad.

Källa: Riksbanken.

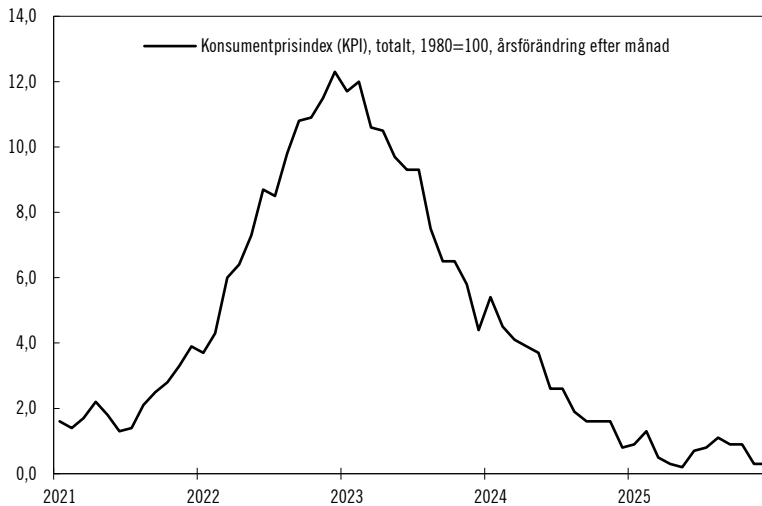
## 2.4 Högre inflation under utvärderingsperioden

Sedan inflationsmålet infördes 1993 har svensk inflation varit låg och stabil, en trend som bröts under utvärderingsperioden. En låg och stabil inflation medför att osäkerheten om hur priserna kommer att utvecklas framöver minskar, vilket bidrar till att räntorna och därmed lånekostnaderna blir lägre än de annars skulle ha varit. En hög inflation medför det motsatta. Högre inflation innebär oftast högre räntor, vilket medför ökade kostnader för statsskulden. Det medför även att det nominella beloppet på statsskulden blir mindre i relation till den allmänna prisnivån i ekonomin, dvs. realvärdet på statsskulden minskar.

I figur 2.7 visas inflationstakten mätt som KPI för åren 2021–2025. Under 2022 ökade inflationstakten snabbt till följd av stigande energipriser och utbudsstörningar. Riksbanken började höja räntan i snabb takt under 2022 vilket ledde till högre bolåneräntor för konsumenter. Inflationstakten, mätt med KPI, uppgick som högst till 12,3 procent i slutet av 2022. Inflationstrycket har sedan dess minskat bl.a. till följd av Riksbankens höjningar av styrräntan. Riksbanken började sedan sänka styrräntan under 2024 och fortsatte sänka styrräntan i fyra steg under 2025 för att ge stöd till konjunkturen och stabilisera inflationen vid målet på sikt. Den årliga inflationstakten mätt som KPIF (konsumentprisindex med fast ränta) låg på mellan 2 och drygt 3 procent under 2025.

Figur 2.7 Inflationstakten enligt KPI

Skr. 2025/26:104

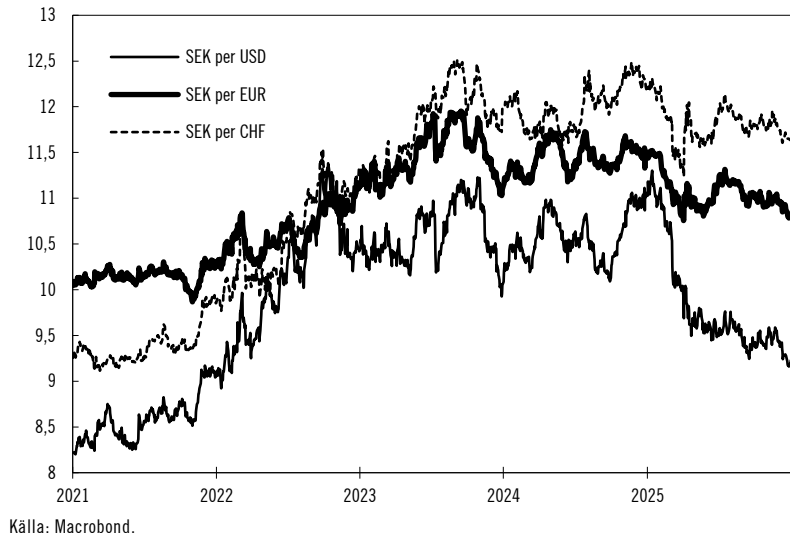


Källa: SCB.

För realobligationer betalas innehavaren dels en fast realränta, dels en kompensation för den faktiska inflationen under löptiden. Den reala kronskulden påverkas alltså mer direkt av ökningarna i inflationen i jämförelse med nominella statsobligationer. Om utfallet för inflationen blir högre ökar kostnaden för realskulden.

## 2.5 Kronan stärktes under den senare delen av utvärderingsperioden

Kronkursen påverkar statsskulden genom statsskuldens exponering i utländsk valuta. När kronan stärks sjunker det nominella värdet i kronor på utländska lån och vice versa. Kronkursens utveckling gentemot utländska valutor har därmed stor betydelse för valutaskuldens utveckling och kostnader förknippade med denna. I figur 2.8 visas kronans valutakurs gentemot den amerikanska dollarn, euron och schweizerfrancen under utvärderingsperioden. På valutamarknaden tappade kronan i värde mot den amerikanska dollarn, euron och schweizerfrancen under 2024, om än mindre än perioden 2021–2023. Kronan stärktes däremot mot dessa valutor 2025. Förstärkningen var störst mot den amerikanska dollarn, från runt 11 kronor i januari 2025 till 9,20 kronor per dollar i slutet av december 2025.

**Figur 2.8 Kronans valutakurs mot USD, EUR och CHF**

### 3 Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning

Som framgår av avsnitt 1 fattar regeringen årligen beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldens förvaltning på en övergripande nivå med utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. I detta avsnitt redovisas en utvärdering av hur riktlinjerna har förändrats under utvärderingsperioden.

#### **Regeringens bedömning**

Regeringens beslut utifrån målet för statsskuldspolitiken att minska realskulden till en målnivå på 80 miljarder kronor i nominellt belopp bedöms vara välgrundat. Uppdaterade analyser stödjer fortsatt slutsatserna som låg till grund för beslutet.

Regeringens beslut att pausa avvecklingen av valutaexponeringen har hittills inneburit en merkostnad men flexibiliteten i avvecklingstakten har medfört besparingar.

Det gemensamma löptidsintervallet för hela statsskulden om 3,5–6 år och regeringens beslut att byta löptidsmåt från duration till genomsnittlig räntebindingstid bedöms vara en ändamålsenlig styrning av löptiden utifrån målet för statsskuldspolitiken.

*Förändringar i regeringens riktlinjer*

För 2024 och 2025, som är de tillkommande åren sedan föregående utvärderingsperiod, skedde två större förändringar när det gäller förvaltningen av statsskulden. I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2025 förändrades dels styrningen av andelen reala obligationer, dels löptidsmålet. Den första förändringen innebär att 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). Den andra ändringen innebär att statsskuldens löptid mäts som genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration. I tabell 3.1 visas förändringarna i regeringens riktlinjer avseende skuldens sammansättning och löptid som skett under utvärderingsperioden.

**Tabell 3.1 Regeringens riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid 2021–2025**

	2021	2022	2023	2024	2025
Reala obligationer	20 % av skulden	20 % av skulden	20 % av skulden	20 % av skulden	Minskas <sup>1</sup>
Valutaexponering	Oförändrad	Oförändrad	Avvecklas <sup>2</sup>	Avvecklas	Avvecklas
Nominella obligationer	Resterande	Resterande	Resterande	Resterande	Resterande
Statsskuldens löptid	3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0 <sup>3</sup>

<sup>1</sup> År 2025 påbörjades en succesiv minskning av realskulden som 2029 ska uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor.

<sup>2</sup> År 2023 påbörjades avvecklingen av valutaexponeringen för att anta riktvärdet noll den 1 januari 2027

<sup>3</sup> Fr.o.m. år 2025 mäts löptiden som genomsnittlig räntebindningstid, i stället för som tidigare som duration.

I sin utvärderingsrapport bedömer Statskontoret att regeringen i riktlinjerna för utvärderingsperioden har adresserat större omvärldsförändringar och på ett övergripande plan övervägt om de föranleder ändringar i riktlinjerna. Enligt Statskontoret är det vid just sådana större förändringar särskilt angeläget att regeringen gör en samlad bedömning av statsskuldsvärdet.

Statskontoret lyfter fram frågan om vilka faktorer som uttryckligen bör nämnas i regeringens samlade bedömning till grund för riktlinjebesluten. Fokus har legat på att bedöma om ändrade förutsättningar föranleder justeringar av riktlinjerna. Regeringen gör dock inte en samlad analys av alla relevanta faktorer varje år. Det är enligt Statskontoret inte heller nödvändigt. Många faktorer, som demografi, förändras långsamt och andra faktorer, som långsiktiga räntenivåer, kan vara stabila längre perioder för att sedan plötsligt ändras. Det kan ändå ha ett värde att emellanåt dokumentera en förnyad bedömning av de viktigaste faktorerna för avvägningen mellan kostnad och risk. Det skulle enligt Statskontoret kunna göras samlat, t.ex. vart femte år, eller genom att analysera någon eller några faktorer varje år.

Styrningen av andelen real skuld

Riksgäldskontoret har under 2024 genomfört en samlad bedömning av om realupplåningen bidrar till att minska kostnaderna för statsskulden, något som Ekonomistyrningsverket har efterfrågat i tidigare utvärderingar. Riksgäldskontoret kom fram till att både kostnader och risk sannolikt är högre för realupplåning än för nominell upplåning.

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2025 att minska realskulden till en målnivå på 80 miljarder kronor i nominellt belopp. Regeringen tog särskilt fasta på att den nuvarande andelen realskuld varken bidrar till att minska de samlade kostnaderna eller riskerna i statsskulden. Samtidigt bedömde regeringen att det fanns 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. Regeringen noterade också att Riksgäldskontoret bedömde att det, givet förutsättningarna med en låg statsskuld och en försämrad marknadslikviditet för statsobligationer, är svårt att upprätthålla en likvid andrahandsmarknad för både nominella och reala obligationer. Regeringens bedömning var att det fanns skäl att prioritera nominella obligationer, något som även Ekonomistyrningsverket påpekat i flera utvärderingar.

Riksgäldskontoret har i sitt utvärderingsunderlag för 2025 gjort en uppdaterad analys av den analys som låg till grund för riktlinjebeslutet. Baserat på kostnadsanalysen ser Riksgäldskontoret hittills inga tecken på att investerarna kollektivt börjat värdera inflationsskyddet högre än den bättre likviditeten i nominella statsobligationer. Prissättningen har alltså inte utvecklats till realobligationernas fördel sett utifrån ett emittentperspektiv. I riktlinjeförslaget för 2026 gjorde Riksgäldskontoret också en uppdaterad och fördjupad studie av statsskuldens kostnad och risk. Denna analys bekräftade tidigare resultat och visade att realobligationer har både högre förväntad kostnad och högre risk.

Statskontoret bedömer regeringens beslut som välgrundat. Statskontoret välkomnar Riksgäldskontorets analys och bedömer att den är välgjord. En ofrånkomlig svårighet med att analysera kostnadsskillnaden mellan nominell och real upplåning är att förväntad inflation inte är direkt observerbar. Riksgäldskontoret har därför skattat framtida inflation med enkätbaserade inflationsförväntningar. Det är en osäkerhetsfaktor, men enligt Statskontoret antagligen den bästa möjliga metoden.

Statskontoret noterar att den beräknade kostnadsnackdelen för realupplåningen ibland uttrycks i termer av ett faktum snarare än ett förhållande som har hög sannolikhet. Då det alltid finns en risk för att modeller övertolkas ser Statskontoret gärna en viss försiktighet i uttrycks sättet på denna punkt.

Statskontoret noterar att det inte framkommit någon ny information som talar för att ompröva beslutet att minska realupplåningen. Statskontoret ser positivt på att Riksgäldskontoret avser att i framtiden kontinuerligt analysera förväntade kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning. Statskontoret anser att det är angeläget då förändrade

förhållanden eller förbättrade metoder att skatta inflationsförväntningarna kan motivera en ny bedömning av realupplåningens omfattning. Samtidigt är det viktigt att upplåningen förblir förutsägbar för investerare, vilket talar för viss återhållsamhet med förändringar.

#### Styrningen av valutaexponeringen

Inriktningen har sedan en lång tid tillbaka varit att minska valutaexponeringen i statsskulden. I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning för åren 2017–2019 angavs det att valutaexponeringen skulle minska med högst motsvarande 30 miljarder kronor per år. Exponeringen skulle beräknas så att förändringar i kronans växelkurs exkluderades.

År 2020 ändrades riktlinjerna för valutaexponeringen från att exponeringen skulle minska till att minskningen upphör i avvaktan på Riksgäldskontorets analys av statsskuldens strategiska valutaexponering. Bakgrunden till förändringen var att Riksgäldskontoret i förslag till riktlinjer för 2020 framförde att myndigheten beslutat att genomföra en ny analys av statsskuldens strategiska valutaexponering med anledning av de föregående årens snabba förändringar på de finansiella marknaderna. I väntan på analysen avvaktade regeringen med minskningen av valutaexponeringen.

Riksgäldskontorets slutliga analys presenterades i samband med förslagen till riktlinjer 2023–2026. Resultatet av analysen visade att valutaexponering inte ger någon systematisk besparing samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar. Riktvärdet bör alltså vara noll. Statsskuldens faktiska valutaexponering kommer dock att variera runt riktvärdet till följd av Riksgäldskontorets hantering av valutaflöden och valutarisker i den löpande verksamheten.

Regeringen fastställde i riktlinjebeslutet för 2023 att statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas. Detta ska göras successivt från början av 2023 t.o.m. slutet av 2026 för att anta riktvärdet noll fr.o.m. 2027. Avvecklingen av statsskuldens exponering i utländsk valuta ska utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Att utvärderingen görs mot en jämn minskningstakt är inte styrande för den faktiska avvecklingstakt som Riksgäldskontoret beslutar. Riksgäldskontoret beslutar med andra ord om den faktiska avvecklingstakten. Riksgäldskontoret har bedömt att det tillvägagångssättet inte påverkar kronkursen.

Sett över hela jämförelseperioden har beslutet att pausa avvecklingen enligt Riksgäldskontorets analys hittills inneburit en merkostnad på 4,4 miljarder kronor jämfört med alternativscenariot. Totalt sedan avvecklingen återstartade har avstegen från en jämn avvecklingstakt gett en besparing på 21 miljoner kronor, se avsnitt 5.1.

I sin utvärderingsrapport för perioden 2019–2023 framför Ekonomistyrningsverket att det är rimligt att avveckla valutaexponeringen eftersom Riksgäldskontorets analys tydligt visar att exponeringen inte innebär någon systematisk kostnadsbesparing, samtidigt som risken i form av kostnadsvariation ökar. Statskontoret bedömer i utvärderingsrapporten för perioden 2021–2025 att flexibiliteten i avvecklingstakten för den strategiska valutaexponeringen har varit till fördel för staten.

### Löptidsintervallet

Enligt regeringens riktlinjer för utvärderingsperioden ska löptiden för statsskuldens styras mot 3,5–6 år. Den renodlade styrningen, framför allt den gemensamma löptiden för hela statsskuldens, 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. Regeringen har inte sett att det funnits skäl att förändra styrintervallet om 3,5–6 år under utvärderingsperioden.

### Löptidsmättet

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2025 att statsskuldens löptid ska gå från att mätas som duration till att mäta genomsnittlig räntebindningstid (ATR). ATR är liksom duration ett mått för ränteomsättningsrisk, men det påverkas inte av de oönskade styrsignaler som förändringar i marknadsräntan kan medföra i durationsmättet.

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2025 att låta styrintervallet ligga kvar på 3,5–6 år mätt som ATR. I Riksgäldskontorets uppdaterade analys av löptidspremier visades att löptidspremierna visserligen hade ökat efter 2022 men fortfarande låg på en historiskt låg nivå. Det betyder att en förkortning av statsskuldens löptid skulle ge en begränsad förväntad kostnadsfördel och samtidigt öka risken i termer av kostnadsvariation.

Statskontoret bedömer att både det tidigare löptidsmättet, duration, och det nuvarande löptidsmättet, räntebindningstid, har nackdelar. Duration påverkas av förändringar i marknadsräntan. För att motverka sådana effekter kan Riksgäldskontoret behöva justera löptiden på de obligationer som emitteras, vilket inte alltid är önskvärt. Räntebindningstiden tar å andra sidan inte hänsyn till kupongbetalningar och diskonterar inte heller betalningar som ligger långt fram i tiden – faktorer som idealt sett bör beaktas. Valet av löptidsmått är därför en fråga om att väga olika för- och nackdelar mot varandra.

Statskontoret menar att en grundläggande fråga är vad regeringen önskar uppnå med att ange riktlinjer för statsskuldens löptid. På ett övergripande plan förefaller syftet vara att ange en avvägning mellan kostnad och risk, där lång löptid förväntas medföra lägre risk, men högre kostnader. En justering av riktlinjerna används för att markera statens attityd till risk, där förkortningar anger ökad riskvillighet och förlängningar markera minskad riskvillighet. Statskontoret noterar även att det uppfattas av både regeringen och Riksgäldskontoret som problematiskt att durationen förändras med ränteläget, då löptidsmättet ändras även vid oförändrat beteende hos Riksgäldskontoret. Statskontoret frågar hur strikt Riksgäldskontoret bör förhålla sig till riktlinjen för löptiden om löptiden mäts med duration och räntan ändrar sig kraftigt på kort tid.

I riktlinjerna bestäms avvägningen mellan kostnad och risk utifrån långsiktiga strukturella faktorer. Regeringen understryker vikten av ett löptidsmått som är ändamålsenligt för styrningen av statsskuldens samman-

sättning. Ett löptidsmått som påverkas av ändringar i marknadsräntorna kan ge oönskade och oförutsägbara konsekvenser för skuldförvaltningen. Därför bedömer regeringen att det är mer ändamålsenligt med ett styrmått som inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna.

#### *Riktlinjer för låneberedskap och refinansieringsrisk*

Statskontoret lyfter fram att regeringen i riktlinjerna för 2026 uttalar att Riksgäldskontoret förväntas tydligare redovisa hur refinansieringsrisker beaktas. Statskontoret ser positivt på det och ser gärna att regeringen framöver har beredskap och om behov uppstår anger mer detaljerade riktlinjer för hanteringen av refinansieringsrisker och låneberedskap. Exempelvis skulle regeringen om osäkerheten i omvärlden består eller t.o.m. ökar kunna se ett ökat behov av god låneberedskap och låg refinansieringsrisk. Statskontoret menar att det då kan vara bra att redan nu börja undersöka hur en sådan styrning i så fall ska gå till, om den ska vara kvalitativ eller kvantitativ och vilka kvantitativa parametrar som ska användas.

Regeringen noterar Statskontorets förslag om eventuellt framtagande av mer detaljerade riktlinjer för låneberedskap och refinansieringsrisk. Samtidigt bör det understrykas att regeringen ser att det mest ändamålsenliga är att riktlinjerna är på en övergripande nivå, i syfte att ge den flexibilitet som krävs för effektivitet i den operativa förvaltningen av statsskulden.

## 4 Riksgäldskontorets operativa förvaltning och tillämpning av riktlinjerna

Som en del i regeringens utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning ingår att utvärdera Riksgäldskontorets tillämpning av de av regeringen årligen beslutade riktlinjerna. I avsnitt 4 redovisas utvärderingen i den delen.

Statskontoret har i sin utvärderingsrapport bedömt att Riksgäldskontoret följt såväl regeringens som myndighetens interna riktlinjer under hela utvärderingsperioden.

### 4.1 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

#### **Regeringens bedömning**

Den reala kronskulden skulle enligt regeringens riktlinjer för åren 2021–2024 långsiktigt vara 20 procent av den totala skulden. Under dessa år har den reala kronskuldens andel vanligen varit över 20 procent. Mot bakgrund av de svårigheter som finns med att kortsiktigt styra den reala kronskulden samt den osäkerhet som gäller lånebehov och statsskuldens utveckling bedöms Riksgäldskontorets tillämpning ha varit förenlig med regeringens riktlinjer.

Riksgäldskontoret har under 2025 styrt realskulden i enlighet med regeringens riktlinje att Riksgäldskontoret ska fortsätta emittera realobligationer men att den utstående stocken ska minska successivt för att vid utgången av 2029 uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor.

Riksgäldskontoret har sedan regeringens beslut i riktlinjerna för 2023 styrt valutaexponeringen i enlighet med riktlinjen att valutaexponeringen ska avvecklas successivt t.o.m. 2027.

## Skälen för regeringens bedömning

### *Real kronskuld*

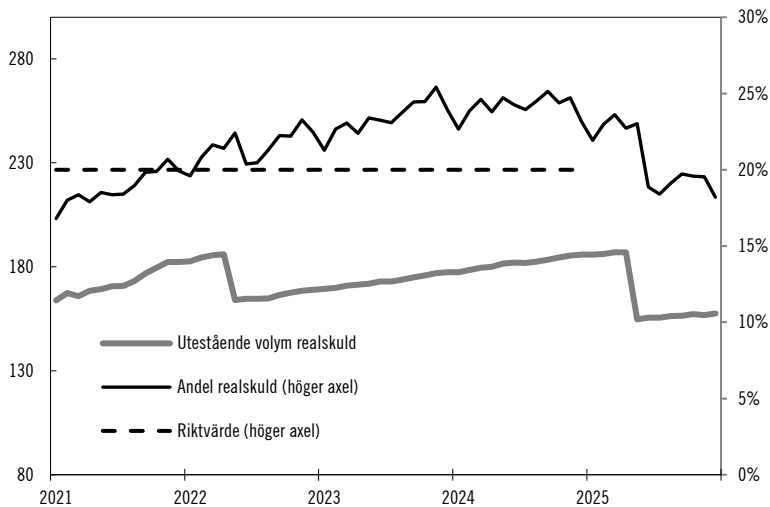
Enligt regeringens riktlinjer för 2021–2024 skulle den reala kronskulden på lång sikt vara 20 procent av den totala skulden. Andelen real kronskuld beror dels på den sammanlagda statsskuldens utveckling, dels på inflationstakten. Båda dessa variabler är svåra att förutse. Därtill är marknaden för realobligationer relativt liten, vilket leder till en sämre likviditet jämfört med den för nominella statsobligationer. Det saknas även en utvecklad marknad för derivat kopplade till realobligationer. Sammantaget medför detta att en alltför stor emission av realobligationer riskerar driva upp realobligationsräntorna på kort sikt och skapa osäkerhet om det framtida utbudet av realobligationer. Omvänt skulle en kraftig minskning, via återköp, riskera att medföra merkostnader. De ovannämnda svårigheterna med att kostnadseffektivt styra andelen real kronskuld på kort sikt har motiverat att målandelen på 20 procent varit långsiktig.

Regeringen beslutade i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2025 att Riksgäldskontoret ska fortsätta att emittera realobligationer, men att den utstående stocken ska minska successivt. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor, se avsnitt 3.

Som framgår av figur 4.1 har andelen real kronskuld varit högre än riktvärdet för perioden 2021–2024 förutom under 2021. Realskuldens avvikelse från dess riktvärde har under utvärderingsperioden varit ca 5 procentenheter som mest, och dess andel av statsskulden har i genomsnitt varit 22 procent dessa år. Andelen påverkas av faktorer som emissionsvolym, inflationstakt, byten, förfall och statsskuldens storlek. Utestående belopp realskuld minskade under 2025 med ca 30 miljarder kronor.

**Figur 4.1 Andel realskuld**

Miljarder kronor respektive procent (höger axel)



Källa: Riksgäldskontoret.

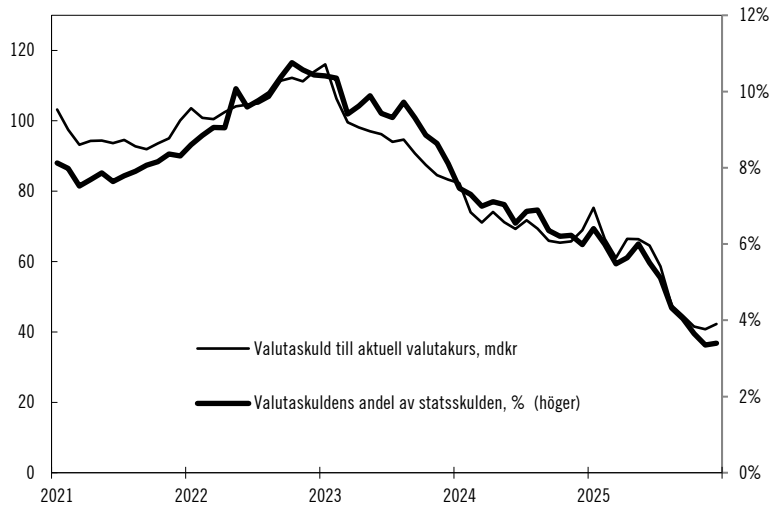
### Valutaexponering

Efter regeringens beslut av riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2020 var valutaexponeringen i stort sett oförändrad under 2020–2022 i avvaktan på ny översyn. Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2023 att den valutaexponerade delen av statsskulden ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll fr.o.m. 2027, se avsnitt 3.

I figur 4.2 redovisas valutaexponeringen och dess andel av skulden. Valutaexponeringen fluktuerade marginellt under perioden 2020–2023. De rörelser i valutaexponeringen som skedde orsakades i hög grad av kronans förstärkning under 2020 och den efterföljande försvagningen 2021–2023. Valutaskulden började sedan minska 2023 och har fortsatt att trendmässigt minska under resterande del av utvärderingsperioden. Vid utvärderingsperiodens utgång bestod statsskuldens strategiska valutaexponering av euro och schweizerfranc.

**Figur 4.2 Valutaexponering och dess andel av statsskulden**

Miljarder kronor respektive procent (höger axel)



Anm.: Exponeringar inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen.

Källa: Riksgäldskontoret.

### *Obligationer i utländsk valuta emitterades*

Riksgäldskontorets strategi innefattar att med viss regelbundenhet ge ut obligationer i utländsk valuta även om det kan medföra en viss merkostnad. Syftet är dels att nå nya investerare, dels att upprätthålla en närvaro på den internationella kapitalmarknaden för att snabbt kunna låna stora belopp där vid behov eller avlasta kronmarknaden när upplåningsbehovet är stort. Riksgäldskontoret lånar också på kortare löptider i utländsk valuta genom att emittera certifikat inom likviditetsförvaltningen. Valutaupplåningen innebär inte ökad valutaexponering eftersom valutaexponeringen hanteras med derivat.

Under 2024 ställde Riksgäldskontoret ut en amerikansk dollarobligation om ca 21 miljarder kronor. Under 2025 emitterade Riksgäldskontoret en euroobligation om motsvarande 21,8 miljarder kronor och en amerikansk dollarobligation om motsvarande 18,8 miljarder kronor.

### *Inga nya statliga gröna obligationer har emitterats*

Riksgäldskontoret emitterade inga nya statliga gröna obligationer under utvärderingsperioden, men under perioden fanns en utestående grön obligation om 20 miljarder kronor. Gröna obligationer utgör ett komplement till de nominella statsobligationerna i svenska kronor och de medel som lånas upp kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt. Valet av utgifter görs utifrån Sveriges miljö- och klimatmål. De gröna obligationerna omfattas av riktlinjerna för nominella obligationer. För att Riksgäldskontoret ska ha möjlighet att planera för och emittera ytterligare gröna obligationer inom ramen för statsskuld förvaltningen behövs regeringens beslut om vilka gröna utgifter som ska anses berättigade i statsbudgeten.

**Regeringens bedömning**

Riksgäldskontorets styrning av löptiden i statsskulden har följt regeringens riktlinjer.

Löptiden för hela statsskulden har varit inom löptidsintervallet i riktlinjerna under hela utvärderingsperioden. Statsskuldens löptid har under utvärderingsperioden i genomsnitt varit 4,85 år, vilket är nära löptidsintervallets mitt.

**Skälen för regeringens bedömning**

Valet av löptid har stor betydelse för avvägningen mellan kostnad och risk i statsskuldförvaltningen. En kortare löptid medför i regel lägre räntekostnader samtidigt som risken ökar eftersom en större del av skulden då omsätts varje år (till på förhand okända villkor). Under de senaste åren har det inte funnits lika starka kostnadsfördelar som tidigare med att välja en kortare löptid, på grund av att lutningen på avkastningskurvan har varit relativt flack i flera år (se avsnitt 2.3). Den grundläggande löptidsstyrningen innebär att upplåningen i real och nominell kronskuld görs på längre löptider. Strategin bidrar till att upprätthålla en likvid marknad för svenska reala och nominella obligationer.

Sedan regeringens beslut i riktlinjerna för 2020 finns ett gemensamt löptidsmål för hela statsskulden. Statsskuldens löptid skulle vara mellan 3,5 och 6 år för hela utvärderingsperioden. Enligt riktlinjerna för 2025 gick Riksgäldskontoret över från att mäta löptiden som duration till att mäta den som genomsnittlig räntebindningstid (ATR), se avsnitt 3. I figur 4.3 visas statsskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument.

Löptiden för hela statsskulden har varit inom regeringens löptidsintervall för respektive år. Statsskuldens löptid har under utvärderingsperioden i genomsnitt varit 4,85 år, vilket är nära löptidsintervallets mitt. I mitten av 2021 steg den genomsnittliga löptiden några tiondels år, vilket berodde på att det emitterades en femtioårig statsobligation i juni 2021. Därefter sjönk löptiden, vilket till stor del förklaras av att högre marknadsräntor innebär lägre duration.

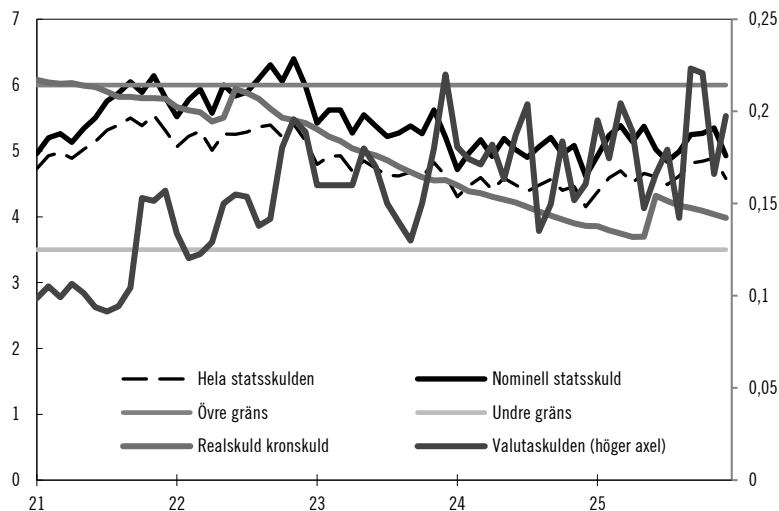
Den nominella kronskuldens löptid var i början av utvärderingsperioden nära den övre gränsen av löptidsintervallet och under 2021 och 2022 överskreds gränsen vid några tillfällen. Under senare delen av utvärderingsperioden har den nominella kronskuldens löptid varit runt mitten av löptidsintervallet. När Riksgäldskontoret planerar upplåningen är utgångspunkten att styra den övergripande löptiden mot mitten av intervallet. Att den inte hamnar exakt där beror på att skulden påverkas av slumpmässiga faktorer – främst nettolånebehovet – som gör att den faktiska räntebindningstiden avviker från den planerade.

Löptiden för realskulden sjönk under utvärderingsperioden men låg inom Riksgäldskontorets interna löptidsintervall. Löptiden ökade tillfälligt 2025 då en realobligation förföll i juni. En realobligation med förfall i närtid drar ned den genomsnittliga löptiden för den reala statsskulden. När en sådan obligation förfaller stiger den genomsnittliga löptiden.

Löptiden för valutaskulden har under utvärderingsperioden legat inom Riksgäldskontorets interna löptidsintervall på 0–1 år. Förutsättningarna att styra löptiden i den valutaexponerade delen av skulden är goda, eftersom den generellt utvecklas på ett förutsägbart sätt. Riksgäldskontoret kan också korrigera löptiden om den skulle avvika, eftersom valutaexponeringen är skapad med hjälp av likvida derivatinstrument.

**Figur 4.3 Statskuldens löptid uppdelat på skuldinstrument**

Enheten år (Macaulayduration 2021–2024, ATR 2025)



Anm.: Fram till januari 2025 mätte Riksgäldskontoret löptiden som Macaulayduration. Därefter mäts löptiden som genomsnittlig räntebindningstid (average time to refixing, ATR).

Källa: Riksgäldskontoret.

Statskontoret noterar att när löptidsmättet ändrades från Macaulayduration till genomsnittlig återstående räntebindningstid ökade löptiden med några tiondels år. Denna ökning återspeglade inte någon ändring i faktisk löptid, utan var bara en effekt av bytet av löptidsmätt. Implicit innebär det att regeringen fastställde ett något kortare löptidsintervall fr.o.m. 2025. Effekten är i sammanhanget måttlig enligt Statskontoret, men kommenteras inte i regeringens riktlinjebeslut eller i Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2025.

Utifrån regeringens riktlinjer ska Riksgäldskontoret besluta om interna riktlinjer inom ramen för den operativa styrningen, se figur 4.1.

**Tabell 4.1 Riksgäldskontoret interna löptidsintervall per skuldslag**

Skuldslag	Löptid 2021– 2022	Löptid 2023	Löptid 2024– 2025	Skuldslag	Löptid 2021– 2022
Statskuldens löptid (regeringsbeslut)	3,5–6,0 år	3,5–6,0 år	3,5–6,0 år	Statskuldens löptid (regeringsbeslut)	3,5–6,0 år
Nominell kronskuld (internt beslut)	4,1–6,4 år	3,7–6,0 år	3,9–6,0 år	Nominell kronskuld (internt beslut)	4,1–6,4 år

Skuldslag	Löptid 2021– 2022	Löptid 2023	Löptid 2024– 2025	Skuldslag	Löptid 2021– 2022
Real kronskuld (internt beslut)	5,1–6,6 år	4,4–5,6 år	3,5–4,5 år	Real kronskuld (internt beslut)	5,1–6,6 år
<b>Valutaskulden (internt beslut)</b>	<b>0–1 år</b>	<b>0–1 år</b>	<b>0–1 år</b>	<b>Valutaskulden (internt beslut)</b>	<b>0–1 år</b>

Källa: Statskontorets utvärderingsrapport.

Som nämns ovan har löptiden för den nominella skulden under 2024 och 2025 legat i mitten av löptidsintervallet. Riksgäldskontoret har aktivt valt att låta löptiden för den reala skulden falla, vilket avspeglat sig i att både löptiden och löptidsintervallet för den reala skulden sjunkit under utvärderingsperioden. Valutaskuldens löptid är mycket kort. Det beror på att upplåningen i utländsk valuta kompletteras med derivat som förkortar löptiden.

### 4.3 Låneberedskap och refinansieringsrisk

#### **Regeringens bedömning**

Riksgäldskontoret har följt regeringens riktlinjer om att upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap och att refinansieringsrisker ska beaktas i förvaltningen av statsskulden.

Låneberedskapen har varit god och refinansieringsrisken låg under utvärderingsperioden.

#### **Skälen för regeringens bedömning**

Enligt regeringens riktlinjer för utvärderingsperioden ska Riksgäldskontorets upplåning bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap. Riksgäldskontoret ska enligt riktlinjerna även beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.

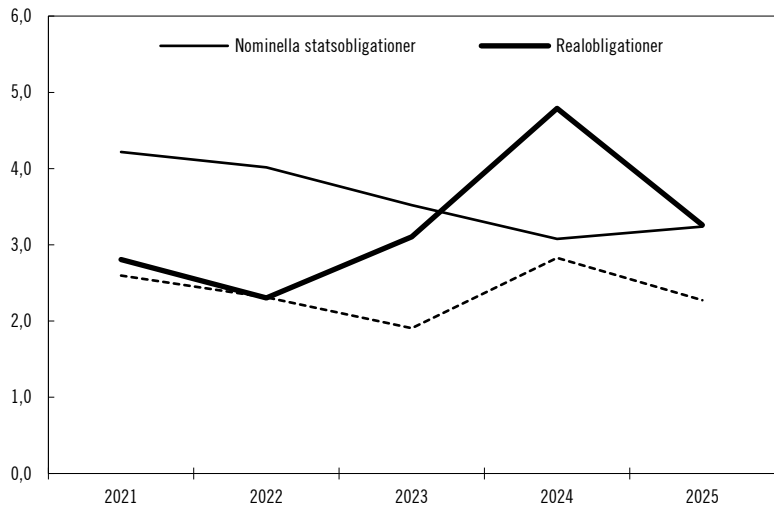
Statskontoret bedömer sammantaget att låneberedskapen har varit god och refinansieringsrisken låg under utvärderingsperioden. Investerarbasen är enligt Statskontorets uppfattning utmanande att bedöma, särskilt längre bak i tiden. Statskontorets samlade intryck är dock att investerarbasen breddats i slutet av utvärderingsperioden i och med Riksbankens minskade innehav av statspapper, men att den fortfarande är mindre än längre tillbaka i tiden.

Regeringen delar bedömningen att låneberedskapen varit god och finansieringsrisken låg.

Riksgäldskontorets regelbundna auktioner utgör primärmarknaden för statspapper. Om volymen av de bud som läggs i auktionerna överstiger den volym som Riksgäldskontoret erbjuder är den så kallade teckningskvoten större än 1. Höga teckningskvoter tyder på en stark efterfrågan relativt utbudet och indikerar därmed låg finansieringsrisk.

Trots ett ökat utbud i auktionerna steg den genomsnittliga teckningskvoten för nominella statsobligationer något under 2025 till 3,2, se figur 4.4. Det är en hög nivå sett i ett internationellt perspektiv. Ingen auktion blev undertecknad. Teckningskvoten för realobligationer och statsskuldväxlar minskade under 2025 efter en uppgång 2024. Under 2025 var kvoten i genomsnitt 3,3 för realobligationer och 2,3 för statsskuldväxlar, jämfört med 4,8 respektive 2,8 det föregående året. Även i emissionerna av obligationer i utländsk valuta under 2025 var efterfrågan stark.

**Figur 4.4 Genomsnittlig teckningskvot i auktionerna av statspapper**



Anm.: Budvolym i relation till erbjuden volym i snitt i auktionerna under året. Enbart säljauktioner.

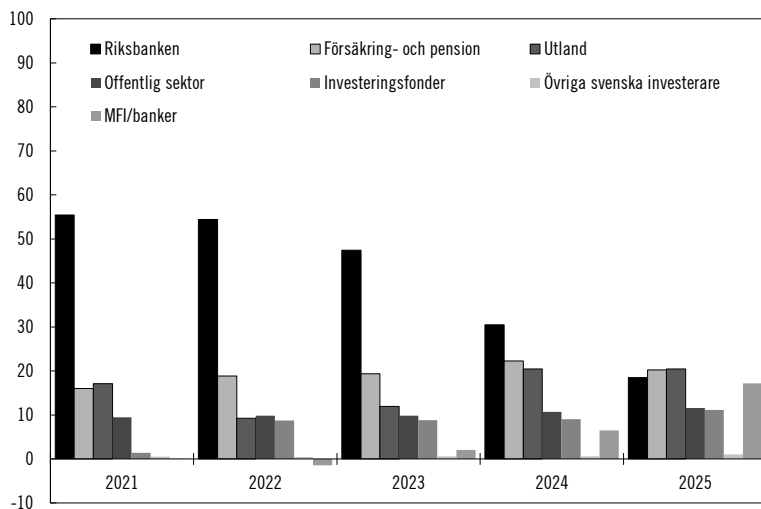
Källa: Riksgäldskontoret.

#### *Innehav av nominella statsobligationer per investerarkategori*

En annan indikator på finansieringsrisk och låneberedskap är hur bred investerarbasen är för de värdepapper som Riksgäldskontoret emitterar. Denna aspekt är svår att mäta, men ett sätt att bilda sig en uppfattning är att titta på hur ägandet av svenska statspapper utvecklas.

Figur 4.5 visar ägandet av nominella statsobligationer fördelat på olika investerarkategorier den senaste femårsperioden. I takt med att Riksbankens ägande har minskat har investerarbasen breddats genom att ägandet i övriga investerarkategorier ökat.

Procent



Anm.: Uppgifter om ägandet avser årsgenomsnitt och baseras på statistiken om värdepappersinnehav (VINN) för perioden 2021 t.o.m. andra kvartalet 2025.

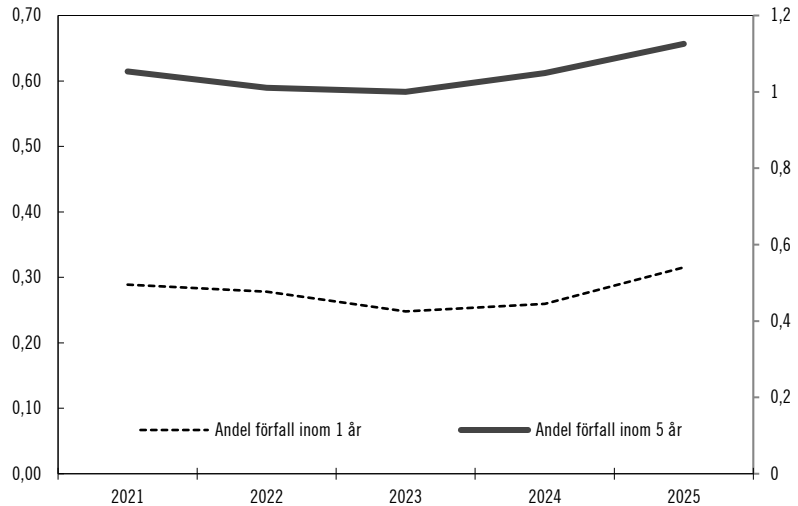
Källa: Riksgäldskontoret och SCB.

Under 2025 var de två största ägarkategorierna i såväl nominella som reala obligationer svenska försäkrings- och pensionsföretag samt utländska investerare. Bankerna är aktiva på obligationsmarknaden i sin roll som återförsäljare men de äger ofta obligationerna bara en kort tid för att sedan sälja dem. Deras innehav är därför vanligen litet. Under 2025 ökade bankerna dock sina innehav och ökningen syntes framför allt i nominella statsobligationer som är referenslån. Det kan tyda på att bankerna mötte en ökad efterfrågan på ränteterminer från investerare och därför behövde hålla ett större innehav av statsobligationer för framtida leverans.

Som framgår av avsnitt 4.1 har Riksgäldskontoret emitterat obligationer i utländska valuta i syfte dels att nå nya investerare, dels att upprätthålla en närvaro på den internationella kapitalmarknaden för att snabbt kunna låna stora belopp där vid behov eller avlasta kronmarknaden när upplåningsbehovet är stort.

### Skuldens förfalloprofil

En högre andel skuld som ska refinansieras det närmaste året innebär högre refinansieringsrisk. Samtidigt bidrar även en högre andel förfall det närmaste året till flexibilitet att hantera en ökad osäkerhet i nettolånebehovet. I figur 4.6 visas stor andel av statsskulden som förfaller inom tolv månader respektive inom fem år.

**Figur 4.6 Statsskuldens förfallovolym**

Anm.: Andel förfall är årligt genomsnitt. Måttet utgår från bruttoskuld och exkluderar därmed förfallade tillgångar.

Källa: Riksgäldskontoret.

Andelen skuld som förfaller inom ett år var ca 30 procent i slutet av 2025 och andelen inom fem år var strax över 60 procent. Andelarna har varit relativt stabila under den senaste femårsperioden med en viss ökning under 2025. Den något högre nivån under 2025 förklaras främst av att det ökade lånebehovet till viss del hanterats med kortfristig upplåning.

Andelen förfall i närtid är högre i Sverige än i medlemsstaterna som har euro som valuta, enligt det sätt att mäta som används inom EU. Det beror bl.a. på att Riksgäldskontoret inte som skuldkontoren i de medlemsstaterna får ha en likviditetsbuffert, utan i stället behöver en större kortfristig upplåning för att kunna parera svängningar och oväntade utfall i statens betalningar. Riksgäldskontoret har också en upplåningsstrategi med fokus på att emittera obligationer med löptider upp till tolv år, för att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden. Många medlemsstater som har euron som valuta emitterar regelbundet obligationer även längre ut på kurvan och har därmed en större andel förfall bortom fem år. Förhållandena ser annorlunda ut om volymen lån som förfaller sätts i relation till BNP. Förfallobeloppen utgör då en mindre andel av ekonomin i Sverige än i de medlemsstaterna, vilket beror på att den svenska statsskulden är lägre. Sett ur det perspektivet är den svenska refinansieringsrisken att betrakta som låg.

#### 4.4 Marknads- och skuldvard

##### **Regeringens bedömning**

Riksgäldskontorets principer och strategier för marknads- och skuldvard ger goda förutsättningar för att uppnå det statsskuldspolitiska målet. Genom tydlig kommunikation och aktiva åtgärder har

Riksgäldskontoret bidragit till en god marknads- och skuldvard. Årliga externa undersökningar ger stöd för att återförsäljare och investerare har förtroende för Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning bedöms ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

### Skälen för regeringens bedömning

Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. En viktig del för att uppnå detta är att marknaden för svenska statspapper ska vara attraktiv för så många investerare som möjligt. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten.

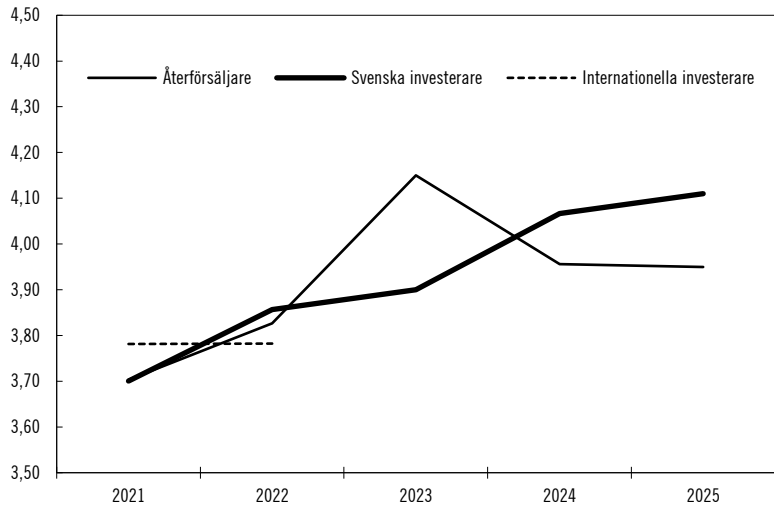
Vid försäljning av statspapper använder Riksgäldskontoret både svenska och utländska banker som återförsäljare. Dessa fungerar som mellanhänder i auktionerna, agerar marknadsgaranter och har tillgång till marknadsvårdande repor. Kontakten med investerare sker främst via återförsäljarna, men Riksgäldskontoret upprätthåller även direktdialog för att tillgängliggöra information utan behov av mellanhänder.

En viktig del i Riksgäldskontorets kommunikation till marknadsaktörerna utgörs av rapporten Statsupplåning – prognos och analys. Rapporten publiceras två gånger per år sedan 2025, i stället för som tidigare tre gånger per år. I rapporten beskrivs detaljerat hur Riksgäldskontoret avser att finansiera statsskulden de två kommande åren. Rapporten syftar till att underlätta för marknadsaktörerna att bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken. Riksgäldskontoret planerar upplåningen utifrån prognoser på statens budgetsaldo, som i sin tur påverkas av den ekonomiska utvecklingen och finanspolitiken.

#### *Högt förtroende för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet*

På Riksgäldskontorets uppdrag genomför Kantar årligen en undersökning om förtroendet för upplåningsverksamheten. Betyg ges på en femgradig skala där betyg 4 betecknas som ”utmärkt” medan ett värde under 3 är underkänt. I figur 4.7 redovisas hur förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet utvecklats.

Resultatet av 2025 års undersökning visar att förtroendebetyget från investerarna steg för fjärde året i rad till 4,1, medan återförsäljarnas betyg var oförändrat nära 4 efter att ha sjunkit 2024, se figur 4.7. Till och med 2022 ingick även internationella investerare, men i 2023 års undersökning var deras svar för få för att ge ett tillförlitligt resultat. Även 2024 och 2025 års undersökningar innefattar bara svenska investerare.

**Figur 4.7 Förtroendet för Riksgäldskontorets upplåningsverksamhet**

Anm.: Viktat profilvärde enligt årlig undersökning av Kantar. Skala 1–5 där 4 och högre tolkas som utmärkt och lägre än 3 som underkänt. Internationella investerare ingick i resultatet fram till och med 2022, därefter bara svenska investerare och Riksgäldskontorets återförsäljare.

Källa: Riksgäldskontoret.

De strategier som bedömts som mest betydelsefulla i 2025 års undersökning fick alla ett betyg på 4 eller över om man tittar på båda grupperna samlat. Förändringarna i betygen var generellt små och alla betygen var godkända. Lägst betyg fick direktkontakter, om än klart godkänt. Några svarande lyfte fram att de gärna ser att Riksgäldskontoret tar initiativ till fler kontakter för att ta in synpunkter från investerarna.

Kommunikationen om upplåningen sågs fortsatt som den viktigaste strategin och som Riksgäldskontorets främsta styrka. Under 2025 publicerade Riksgäldskontoret två rapporter i stället för som tidigare tre, en förändring som var en del i en ny kommunikationsstruktur som aviserades 2024. Där ingick även att öka graden av transparens i planen för utbudet av nominella statsobligationer, en förändring som nästan alla svarande i årets undersökning såg som positiv. De flesta var också positiva eller neutralt inställda till det minskade antalet rapporter per år, medan några önskade tätare uppdateringar.

Marknadsvård i form av repor – som bara återförsäljarna bedömer – stod för den största negativa förändringen mellan 2023 och 2024. Riksgäldskontoret gjorde inga förändringar i faciliteterna under 2024, men användandet minskade. Det beror troligen på det ökade utbudet av statsobligationer på marknaden och den därmed förbättrade marknadslikviditeten.

Sammantaget visar den årliga undersökningen att marknadsförtroende för Riksgäldskontoret är högt och att Riksgäldskontoret gör ett bra arbete.

Likviditetsförvaltning behövs för att Riksgäldskontoret alltid ska kunna finansiera statens löpande betalningar. Den är en integrerad del av statsskuldsvårdningen inom vilken medel både lånas och placeras. Regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning innehåller inga närmare regler för likviditetsförvaltningen. Däremot fastställer Riksgäldskontoret vägledande principer i finans- och riskpolicyn, bl.a. om vilka instrument som får användas och hur kredit- och motpartsrisiker ska begränsas.

Under 2025 behövde Riksgäldskontoret låna i genomsnitt ca 55 miljarder kronor per dag, en ökning med drygt 7 miljarder kronor jämfört med 2024. Variationen i kassan var stor under året och periodvis uppstod stora överskott.

Riksgäldskontorets likviditetsförvaltning påverkas i hög utsträckning av externa faktorer som ligger utanför Riksgäldskontorets kontroll. Mot den bakgrunden bedöms likviditetsförvaltningen över hela utvärderingsperioden ha bedrivits i enlighet med det statsskuldspolitiska målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

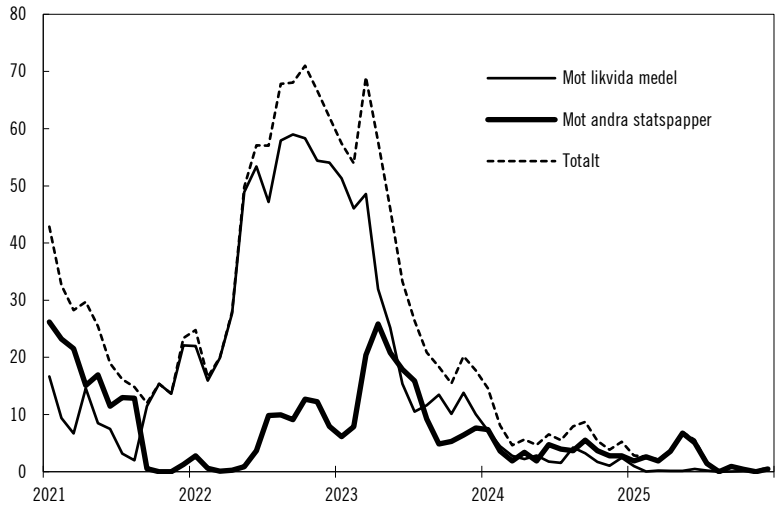
Statskontoret lyfter i sin utvärderingsrapport fram att det försämrade geopolitiska läget skulle kunna föranleda en analys av om överupplåning ska tillåtas i likviditetsförvaltningen (se även avsnitt 5.3).

### *Marknadsvårdande repor*

Riksgäldskontoret erbjuder en obegränsad mängd marknadsvårdande repor till sina återförsäljare i syfte att minska risken för bristsituationer på marknaden för statspapper. I reporna lånar Riksgäldskontoret ut statsskuldväxlar eller statsobligationer i utbyte mot pengar. Repovolymen styrs helt av återförsäljarnas efterfrågan. Ett högt nyttjande indikerar en mindre likvid marknad där det är svårare att få tag på statspapper från andra marknadsaktörer än Riksgäldskontoret.

Av figur 4.8 framgår att den totala utestående volymen fortsatt var låg 2025. Volymen repor mot likvida medel var i genomsnitt under 1 miljard kronor per dag, jämfört med 3 miljarder kronor 2024. Nyttjandet av faciliteten har minskat i takt med att utbudet av statspapper har ökat (se även avsnitt 5.2).

Miljarder kronor



Ann.: Genomsnitt av det utestående nominella beloppet av det underliggande värdepapperet.  
Källa: Riksgäldskontoret.

#### *Utvärdering av bytet av auktionsform för realränteobligationer*

Riksgäldskontoret tillämpade fram till utgången av 2024 så kallad slutna flerprisauktion för alla typer av statspapper. Det innebär att budgivaren får tilldelning baserat på sin budränta i auktionen. Om flera bud lagts på räntnivåer som understiger den högsta accepterade räntan sker tilldelning baserat på budräntorna. Budet med den lägsta räntan accepteras först, därefter budet med näst lägst ränta och så vidare till önskad volym är fylld. Budgivarna köper därmed statspapperet till olika räntor vid auktionstillfället. Med slutna budgivning avses att en återförsäljare enbart ser sina egna bud. För den andra typen av förfarande, enhetsprisauktioner, sker tilldelning av statspapperet baserat på den högsta accepterade räntan, även om en eller flera budgivare har lagt lägre budräntor. Det innebär att alla som får tilldelning köper statspapperet till samma ränta.

Riksgäldskontoret bytte auktionsform för realobligationer till enhetsprisauktion vid årsskiftet 2024/2025. Till grund för beslutet låg en genomgång av både teoretiska och empiriska studier av vilken auktionsform som fungerar bäst under olika förutsättningar. Likviditeten i realobligationsmarknaden har under senare år fått underkänt betyg av återförsäljare och investerare. Eftersom regeringen i riktlinjerna beslutat att stocken av realobligationer ska minska de närmaste åren kan det öka likviditetsriskpremien och leda till en högre osäkerhet rörande prisbildningen vid auktioner.

Statskontoret anser att Riksgäldskontorets process vid bytet av auktionsform har varit föredömlig. Före bytet gjordes en analys av olika auktionsformer och efter bytet gjordes en väl designad utvärdering. Statskontoret kan se skäl för att göra en uppföljande analys längre fram, när mer data tillkommit.

**Regeringens bedömning**

Riksgäldskontorets positionstagning i kronans valutakurs och i utländska valutor har varit inom givna riskmandat.

Under 2021–2025 var det genomsnittliga resultatet för den löpande positionstagningen 25 miljoner kronor per år. Det kvantitativa målet om att positionsverksamheten ska bidra till att sänka kostnaden för statsskulden har uppnåtts.

**Skälen för regeringens bedömning**

Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och i kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Med positioner avses transaktioner som motiveras av en bedömning att kostnaden kan sänkas genom att avvika från skuldens löptid eller sammansättning. Positioner får endast tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden. Regeringen styr riskexponeringen i positionsverksamheten genom att i riktlinjerna besluta om två olika mandat för positionstagande. Riksgäldskontorets utrymme att ta positioner har varit oförändrat under utvärderingsperioden. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig value-at-risk vid 95 procents sannolikhet. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. Sedan mars 2018 har Riksgäldskontoret ingen extern positionstagning, dvs. med hjälp av externa förvaltare, och sedan utgången av 2022 har Riksgäldskontoret stängt positionen för starkare krona.

I tabell 4.2 redovisas resultatet för den löpande positionstagningen. Riksgäldskontorets löpande positionstagning i utländska valutor och räntor visade ett positivt resultat på 0,5 miljoner kronor 2025, jämfört med 4,7 miljoner kronor 2024. Av det riskmandat som regeringen ger i riktlinjerna utnyttjades bara ca 0,6 procent under året. Detta var i linje med utnyttjandet de senaste fem åren. Under perioden 2021–2025 var det genomsnittliga resultatet för den löpande positionstagningen 25 miljoner kronor per år. Sharpekvoten, som är ett mått på avkastningen i förhållande till risken, var i genomsnitt 1,0 för perioden.

**Tabell 4.2 Resultat för den löpande positionstagningen**

Positionstagning	2021	2022	2023	2024	2025	Totalt	Genomsnitt
Resultat, miljoner kronor	16,1	95,1	8,4	4,7	0,5	124,8	25,0
Sharpekvot	0,6	3,9	0,4	0,2	0,0		1,0
Riskutnyttjande, procent	1,0	0,8	0,7	1,0	0,6		0,8

Positionstagning	2021	2022	2023	2024	2025	Totalt	Genomsnitt
Resultat, miljoner kronor	16,1	95,1	8,4	4,7	0,5	124,8	25,0

Anm.: Resultatet redovisas i termer av marknadsvärden. Riskutnyttjandet uttrycks i förhållande till regeringens beslutade mandat om 300 miljoner kronor, mätt som daglig value-at-risk vid 95 procents sannolikhet. I regeringens skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023 (skr. 2023/24:104) redovisades resultat för intern positionstagning, extern positionstagning och position för starkare krona, inklusive sammanställning för den totala löpande positionstagningen samt den totala positionstagningen. Den interna positionstagningen utgör sedan utgången av 2022 både den totala löpande positionstagningen och den totala positionstagningen. Resultatet för den löpande positionstagningen är ändrat för 2023. Det beror på ett beräkningsfel som uppstod i affärssystemet under 2023.

Källa: Riksgäldskontoret.

## 4.6 Upplåning på privatmarknaden

De senaste årens låga räntenivåer har medfört att privatmarknadsupplåningen inte bidragit till målet att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. I riktlinjerna för 2019 togs riktlinjen om att privatmarknadsupplåning ska vara en del i finansieringen av statsskulden bort. Eftersom den sista premieobligationen förföll i december 2021 aviserade regeringen i riktlinjerna för 2023 att uppföljning av kostnadsbesparing för upplåning på privatmarknaden upphör.

Mot bakgrund av detta avser regeringen inte längre inkludera upplåningen på privatmarknaden i utvärderingarna.

## 4.7 Lån för att tillgodose behovet av statslån

### Regeringens bedömning

Det har inte funnits skäl att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån under utvärderingsperioden 2021–2025. Riksgäldskontoret har inte tagit upp några extra lån för detta ändamål.

### Skälen för regeringens bedömning

Möjligheten att emittera lån för att tillgodose behovet av statslån har sin bakgrund i den kraftiga efterfrågeökning för statspapper som uppstod efter den internationella finanskrisen 2008. Mot den bakgrunden infördes den 30 oktober 2008 ett nytt upplåningsändamål i dåvarande 1 § första stycket 4 lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning (nuvarande 5 kap. 1 § första stycket 4 budgetlagen [2011:203]). Detta gjordes för att tillgodose behovet av statslån med olika löptid. Från och med riktlinjerna för 2009 får den utestående volymen för ändamålet maximalt uppgå till ett värde av 200 miljarder kronor. Av riktlinjerna framgår att statslån endast får nyttjas om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion och att 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.

Under utvärderingsperioden 2021–2025 har det inte uppstått hot mot den finansiella stabiliteten som motiverat extra emissioner av statslån. Riksgäldskontoret har under utvärderingsperioden inte heller tagit upp lån för detta ändamål.

Skr. 2025/26:104

## 5 Utvärdering av statsskuldsförvaltningens mål

Målet för statsskuldspolitiken är att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts är inte möjligt. Anledningen är att det finns flera olika slags risker som statsskuldsförvaltningen har att hantera och att riskerna kan variera över tiden.

Som ett led i utvärderingen av statsskuldsförvaltningens mål belyses i avsnitt 5 kostnaden för statsskulden och riskerna i statsskuld-förvaltningen.

Både riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen och Riksgäldskontorets tillämpning av dessa påverkar hur väl målet uppfylls, men det kan vara svårt att särskilja de två och att särskilja utvecklingen från omvärldsfaktorer. Därför görs en sammantagen bedömning av måluppfyllelsen i avsnitt 5.3.

### 5.1 Statsskuldens kostnad

#### **Regeringens bedömning**

Kostnaden för statsskulden har under utvärderingsperioden ökat från historiskt låga nivåer, med en kraftig ökning under 2022, för att åter sjunka något efterföljande år. Kostnaden för den nominella kronskulden har ökat trendmässigt under utvärderingsperioden.

Kostnadsökningen i mitten av utvärderingsperioden beror främst på att inflationen ökade. Detta har dels drivit upp kostnaderna för realobligationerna, dels lett till valutakursförluster för den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta. En trendmässigt ökande kostnad för den nominella kronskulden förklaras av stigande marknadsräntor.

#### **Skälen för regeringens bedömning**

Statsskuldens kostnad, mätt som kostnadsmässiga räntor enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde, var 13 miljarder kronor 2025, se tabell 5.1. Det motsvarar 0,2 procent av BNP. För 2024 var kostnaden något högre och uppgick till 17 miljarder kronor. Minskningen mellan åren beror främst på att kostnaden för den valutaexponerade delen

av skulden sjönk eftersom kronan stärktes. Även kostnaden för real-skulden sjönk och var markant lägre än under 2022 och 2023 då det var hög inflation. Kostnaden för den nominella skulden ökade å andra sidan, vilket framför allt var en följd av stigande marknadsräntor.

**Tabell 5.1 Kostnaden för statsskulden**

Miljarder kronor

Skudslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år	Standard- avvikelse 5 år
Nominell kronskuld	4	5	8	10	14	8	3
Realskuld	4	18	13	3	2	8	7
Valutaexponering	2	10	5	4	-3	4	5
<b>Totalt</b>	<b>11</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>10</b>

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldskontorets nettoutlåning ingår inte i redovisningen. Risken i termer av standardavvikelse har beräknats på månadsdata i rullande tolv månadersperioder för åren 2021–2025.

Källa: Riksgäldskontoret.

### *Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta*

Kostnaden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt får man en genomsnittlig implicit ränta för statsskulden, som redovisas i tabell 5.2. Uttryckt på detta sätt var kostnaden 1,2 procent 2025, vilket är lägre än såväl föregående år som genomsnittet för de senaste fem åren.

**Tabell 5.2 Kostnaden för statsskulden mätt som genomsnittlig effektiv ränta**

Procent

Skudslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år	Standard- avvikelse 5 år
Nominell kronskuld	0,6	0,8	1,2	1,3	1,6	1,1	0,3
Realskuld	1,9	8,4	5,4	1,2	1,0	3,6	3
Valutaexponering	2,6	9,7	5,4	6,8	-6,0	3,7	5,4
<b>Totalt</b>	<b>1,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,9</b>	<b>1</b>

Anm. Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldskontorets nettoutlåning ingår inte i redovisningen. Risken i termer av standardavvikelse har beräknats på månadsdata i rullande tolv månadersperioder för åren 2021–2025.

Källa: Riksgäldskontoret.

### *Räntebetalningar*

På statsbudgeten redovisas statsskuldräntorna utgiftsmässigt, vilket i princip motsvarar räntebetalningar. Måttet bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden och är direkt kopplat till kassaflöden. Räntebetalningarna finansieras via utgiftsområde 26 Statsskuldräntor m.m. anslag 1:1 *Räntor på statsskulden*.

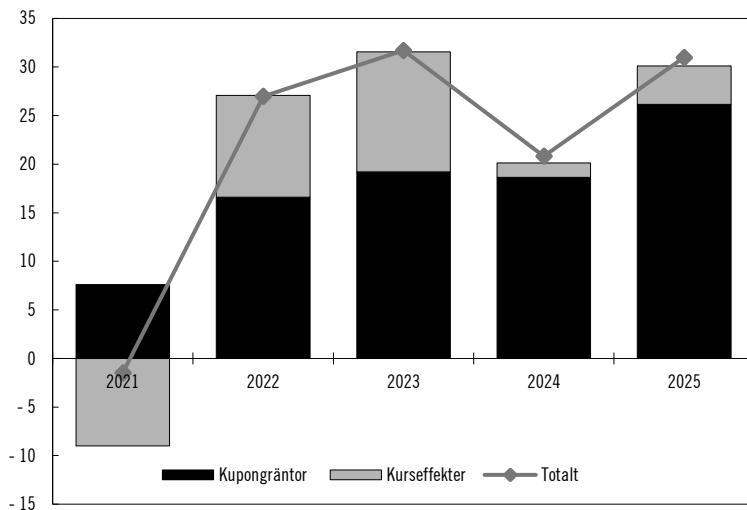
Nivån påverkas bl.a. av vilka obligationer Riksgäldskontoret emitterar, hur marknadsräntorna rör sig och av valutakurseffekter på den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta. Dessutom ökar räntebetalningarna när en realobligation förfaller och Riksgäldskontoret betalar ut inflationskompensation.

Räntebetalningarna uppgick i genomsnitt till 22 miljarder kronor per år under utvärderingsperioden, men som framgår av figur 5.1 har räntebetalningarna varierat under perioden.

Skr. 2025/26:104

**Figur 5.1** Räntekostnaden för statsskulden

Miljarder kronor



Källa: Riksgäldskontoret.

Minskningen från 2023 till 2024 förklaras framför allt av att valutakurseffekterna var mindre 2024. Dessutom bidrog det lägre ränteläget till mindre underkurser när Riksgäldskontoret emitterade obligationer samt att räntenettet i Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter med flera förbättrades. Ökningen mellan 2024 och 2025 förklaras framför allt av utbetalning av inflationskompensation i samband med att en realobligation förföll under 2025. Samtidigt dämpades ökningen av att räntenettet i Riksgäldskontorets nettoutlåning till myndigheter med flera förbättrades.

### Realobligationer

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer. Beräkningsmetoden som det kalkylmässiga resultatet baseras på är en ex-post-indikator för kostnadsskillnaden och det finns flera praktiska och teoretiska skäl till att detta resultat måste tolkas med försiktighet.

För 2025 resulterade realupplåningen i en besparing på 1,8 miljarder kronor, jämfört med ett resultat nära noll 2024. Förbättringen beror främst på att inflationen sjönk ytterligare från tidigare höga nivåer. Vid slutet av 2025 var den ackumulerade besparingen 15 miljarder kronor.

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2025 att den utestående mängden realobligationer ska minska, se avsnitt 3. Statskontoret noterar att det kalkylmässiga resultatet är en utfallsberäkning och att utfallet beror dels på förväntad kostnad, dels på en slumpfaktor. För en utvärdering av regeringens riktlinjeförändring är den relevanta jämförelsen förväntad avkastning och risk i reala relativt nominella obligationer som emitteras

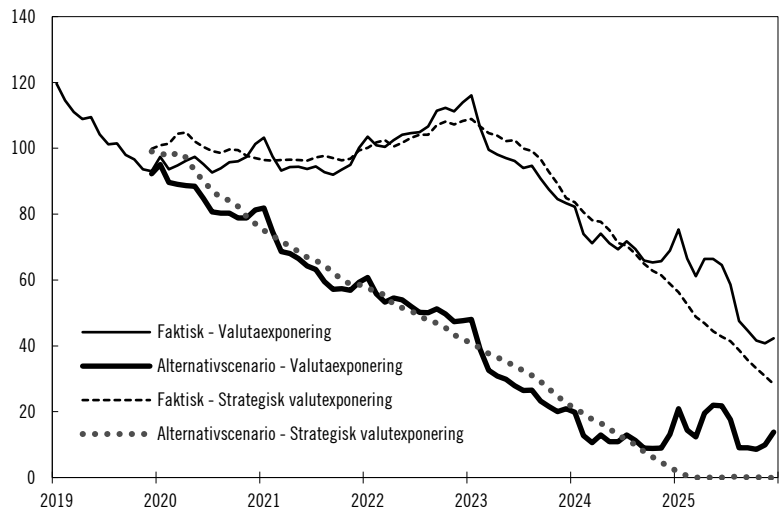
i dag. Statskontoret konstaterar därför att det är först när en obligation löpt ut som det med säkerhet går att säga om avkastningen var bättre eller sämre än alternativet.

### *Pausen i avvecklingen av valutaexponeringen*

Efter att ha pausat avvecklingen av valutaexponeringen under perioden 2020–2022 återupptog Riksgäldskontoret avvecklingen enligt regeringens riktlinjer för 2023. Enligt riktlinjerna ska avvecklingen ske successivt och valutaexponeringen anta riktvärdet noll fr.o.m. 2027 och utvärderas mot en jämn minskningstakt under perioden 2023–2026. Riksgäldskontoret har därför jämfört den faktiska avvecklingen av både valutaexponeringen i nominella termer och den strategiska valutaexponeringen mot ett alternativt scenario om avvecklingen skulle ha fortsatt utan den tre år långa pausen. I figur 5.2 redovisas den faktiska avvecklingen mot ett alternativt scenario utan paus.

**Figur 5.2 Avvecklingen av statsskuldens valutaexponering**

Miljarder kronor



Anm. Valutaexponeringar består av en strategisk och en varierande del. Uppdelningen infördes 2023 och har här även återskapats för tidigare år. Valutaexponeringen är 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: Riksgäldskontoret.

Sett över hela jämförelseperioden har beslutet att pausa avvecklingen enligt Riksgäldskontorets analys hittills inneburit en merkostnad på 4,4 miljarder kronor jämfört med alternativscenariot, se tabell 5.3. Under 2025 minskade merkostnaden tydligt eftersom kronan stärktes mot euron och schweizerfrancen. Den slutliga effekten av beslutet går att fastställa först när den strategiska valutaexponeringen är helt avvecklad. Om kronan stärks framöver minskar merkostnaden, och vice versa.

**Tabell 5.3 Kostnadsskillnad mellan faktisk valutaexponering och alternativscenari**

Skr. 2025/26:104

Miljarder kronor

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Kostnadsskillnad	0,0	-1,1	1,1	4,9	1,0	1,1	-2,7	4,4

Anm. Skillnaden mellan kostnaden för det faktiska utfallet och Riksgäldskontorets alternativscenari där valutaexponeringen fortsatt minska med 20 miljarder kronor per år från 2020. Beräkningen börjar den 2 december 2019 då Riksgäldskontoret beslutade att avbryta minskningen. Minskningen i de enskilda valutorna baseras på den initialt beslutade planen för 2019 och därefter på en pro rata-minskning i förhållande till utestående exponering i respektive valuta.

Källa: Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret minskar exponeringen gradvis genom att köpa utländsk valuta i en jämn takt, men kan göra vissa avsteg enligt riktlinjerna. Avvikelserna handlar i huvudsak om att dra ner på avvecklingstakten i perioder då kronan bedöms vara svag, för att sedan öka takten då kronan är starkare. Avstegen innebar en besparing på 5 miljoner kronor under 2025. Totalt sedan avvecklingen återstartade har avstegen gett en besparing på 21 miljoner kronor.

Statskontoret bedömer att flexibiliteten i avvecklingstakten för den strategiska valutaexponeringen har varit till fördel för staten. De kostnadsbesparingar som har gjorts är resultatet av ett stort antal beslut om avvikelser och dessa avvikelser tenderar i genomsnitt innebära en kostnadsbesparing. Det indikerar enligt Statskontoret att Riksgäldskontoret har kompetens att välja tillfällen för avvikelser som i genomsnitt medför kostnadsbesparingar.

#### *Ränteswappar*

Riksgäldskontoret använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Eftersom behovet att förkorta löptiden för skulden har minskat så har användningen av ränteswappar som förkortar löptiden minskat. Swappvolymen på 2 miljarder kronor 2025 hade i stort sett ingen påverkan på löptiden. Volymen av nya ränteswappar har de senaste åren främst syftat till att säkerställa beredskap för framtida användning av ränteswappar i förvaltningen. Sammantaget gav användningen av ränteswappar upphov till lägre kostnader för statsskulden under utvärderingsperioden. Resultatet för 2025 var en kostnadsbesparing på knappt 67 miljoner kronor, jämfört med 103 miljoner kronor för 2024.

#### *Positionstagande*

Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs i syfte att sänka kostnaderna eller riskerna för statsskulden. Enligt riktlinjerna ska utvärderingen av positioner inom givet positionsmandat ske i termer av marknadsvärden. Positionstagningen utvärderas i femårsperioder, och under utvärderingsperioden 2021–2025 var det genomsnittliga resultatet för den löpande positionstagningen 25 miljoner kronor per år (se avsnitt 4.5).

**Regeringens bedömning**

Det övergripande riskmålet ska enligt regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning vara variationen i kostnadsmålet för skulden. Variationen mätt som standardavvikelsen för kostnaden för statsskulden som helhet har under utvärderingsperioden varit låg och i nivå med variationen för tidigare femårsperioder.

Ränteomsättningsrisken mätt som löptiden för statsskulden har under utvärderingsperioden varit inom löptidsintervallet, samtidigt som variationen i löptid mellan enstaka år varit låg.

Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna respektive närmaste fem åren bedöms vara låg.

**Skälen för regeringens bedömning**

På övergripande nivå definieras risken i statsskulden som dess bidrag till variationer i budgetsaldot och statsskulden. Risken mäts då i termer av standardavvikelse av den genomsnittliga emissionsräntan. Utöver detta finns inte något enskilt mått som beskriver den sammantagna risken i statsskuld förvaltningen. I stället redovisas olika typer av risker. Riskerna i statsskuld förvaltningen begränsas även på flera olika sätt i regeringens riktlinjer och i Riksgäldskontorets strategier för upplåning och marknads-  
vård.

Riksgäldskontoret redovisar olika typer av finansiella risker i sin finans- och riskpolicy. I tabell 5.4 redovisas några av dessa risker och hur de förhåller sig till regeringens riktlinjer.

**Tabell 5.4 Finansiella risker och deras koppling till riktlinjerna för skuldförvaltningen**

Typ av finansiell risk	Förklaring	Regeringens riktlinjer (för 2025)
Ränteomsättnings- risk/ränterisk	Risken att värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då räntenivåer ändras	Statsskuldens löptid ska vara mellan 3,5 och 6 år. Löptiden ska mätas som genomsnittlig räntebindningstid.
Refinansieringsrisk	Svårt eller kostsamt att ersätta förfallande lån	Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bl.a. genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.
Finansieringsrisk	Risken att det blir svårt eller kostsamt att ta upp ny finansiering	Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

Typ av finansiell risk	Förklaring	Regeringens riktlinjer (för 2025)
Inflationsrisk	Risken för förlust i nominella termer på grund av att inflationen blir högre än förväntat	Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl. Den utestående stocken real kron-skuld ska minska successivt. Vid utgången av 2029 ska realskulden uppgå till en målnivå på ca 80 miljarder kronor
Valutarisk	Risken att värdet på tillgångar och skulder förändras på ett ofördelaktigt vis då växelkurser ändras	Statsskuldens strategiska exponering i utländsk valuta ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll fr.o.m. 2027. Valutaexponeringen kan dock även framöver variera som en följd av att Riksgäldskontoret genomför valutaväxlingar. Växlingarna ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Riksgäldskontoret får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs (enligt mandat som ges i riktlinjerna).
Marknads-likviditetsrisk	Risken att det inte går att realisera eller täcka sin position till gällande marknadspris, eftersom marknaden inte är tillräckligt djup eller inte fungerar på grund av någon störning	Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl.
Kreditrisk	Risken för förlust till följd av att en motpart inte fullgör sina förpliktelser samt risken att värdeförlust uppstår på grund av försämrad kreditkvalitet. Avvecklingsrisk, motpartsrisk, landrisk och systemrisk ingår i kreditrisk	Riksgäldskontoret ska placera sina medel på konto eller i skuldförbindelser med låg kreditrisk (enligt förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret).

Källa: Riksgäldskontoret.

I tabell 5.5 redovisas risken för de olika skuldslagen och där framgår att kostnadsvariationen är låg, särskilt när det gäller den nominella kronskulden. Realskulden har en hög kostnadsvariation eftersom inflationen har varierat mycket under senare år, medan valutaexponeringen har en hög kostnadsvariation eftersom valutakurserna fluktuerar. Det spelar även roll att löptiden i den valutaexponerade skulden är kortare, vilket gör att räntefluktuationer får snabbare genomslag.

**Tabell 5.5 Standardavvikelsen för kostnaden för statsskulden i femårsperioder, 2018–2025**

Kostnaden som genomsnittlig effektiv ränta, procent

	2018–2022	2019–2023	2020–2024	2021–2025
Nominell kronskuld	0,2	0,3	0,2	0,3
Real kronskuld	2,8	2,1	2,9	3,0
Valutaskuld	4,0	4,9	5,5	5,4
<b>Totalt</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>

Källa: Riksgäldskontoret.

### *Ränteomsättningsrisk*

Med ränteomsättningsrisk avses risken att räntan på skulden snabbt stiger om marknadsräntorna stiger. Ju större andel av skulden som består av korta och rörliga lån desto känsligare är statsskulden för förändrade marknadsräntor. En viktig faktor i avvägningen mellan kostnad och risk är löptidspremien, vilken motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider.

Figur 4.3 i avsnitt 4.2 visar löptiden för statsskulden i termer av duration för åren 2021–2024 och i termer av ATR för 2025. Av den figuren framgår att löptiden varit relativt konstant över utvärderingsperioden. Under utvärderingsperioden var löptiden i genomsnitt 4,85 år. Variationen i löptid mellan enstaka år har varit låg. Löptiden var som längst 5,4 år i slutet av 2021 och som kortast 4,2 år i slutet av 2024, mätt i termer av duration. En kortare löptid innebär att ränteomsättningsrisken ökar eftersom en högre andel av skulden omsätts varje år. Riksgäldskontoret har vid tidigare tillfällen påpekat att ett gemensamt styrintervall för statsskuldens löptid ger en bättre överblick över ränteomsättningsrisken.

### *Refinansieringsrisk*

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i värsta fall inte refinansieras alls. Refinansieringsrisken anses därför vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är dock delvis en förenkling eftersom Riksgäldskontoret inte finansierar obligationsförfall genom att vid förfall ge ut en ny obligation. Refinansieringsrisken sprids i stället ut över tid genom långsiktig låneplanering och jämnt fördelade emissionsvolymerna i regelbundna auktioner. Gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller. Refinansieringsrisken som beror på förfallande lån bör dock ändå beaktas. I figur 4.6 visas refinansieringsrisken, dvs. hur stor

andel av statsskulden som förfaller inom tolv månader samt inom fem år. En högre andel som ska refinansieras det närmaste året innebär högre refinansieringsrisk. Samtidigt bidrar även en högre andel förfall det närmaste året till flexibilitet att hantera en ökad osäkerhet i nettolånebehovet. Refinansieringsrisken visar på en tydlig kalendervariation med uppgångar runt årsskiftena som en följd av omfattande penningmarknadsupplåning, dvs. kortfristig upplåning. Detta beror på att staten har stora betalningar i december.

### *Motpartsrisk*

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina förpliktelser. Sådan risk uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgäldskontoret gör derivattransaktioner utan central motpartsclearing. Hur risken hanteras skiljer sig åt mellan placeringar och derivattransaktioner, men gemensamt är att Riksgäldskontoret ställer höga krav på motpartens kreditbetyg.

Riksgäldskontoret hanterade kassaöverskotten under 2024 och 2025 inom ordinarie limiter och placerade dem hos motparter med god kreditvärdighet. Det inträffade inga avvikelser från de kreditrisklimiter som styrelsen fastställt. Derivattransaktioner genomfördes med etablerade motparter och omfattas av säkerhetsarrangemang som begränsar kreditrisken.

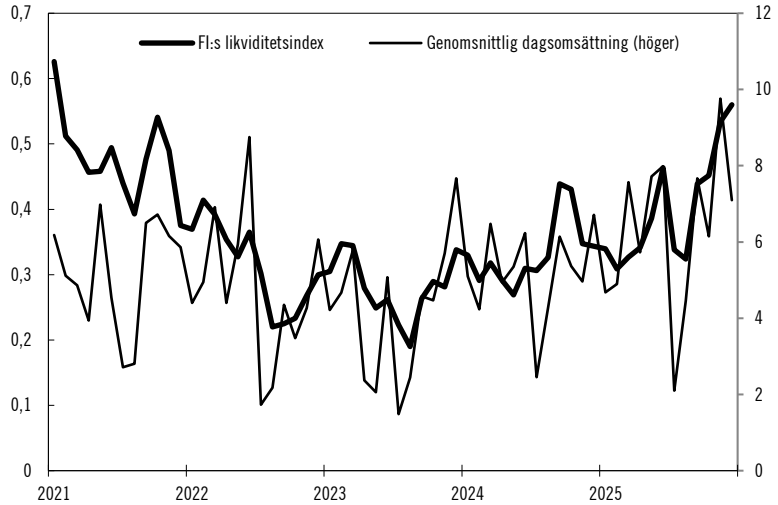
### *Likviditeten på statsobligationsmarknaden*

Som emittent verkar Riksgäldskontoret på primärmarknaden och obligationerna säljs via återförsäljare vidare till andra investerare på sekundärmarknaden. Likviditeten på sekundärmarknaden har stor betydelse för likviditeten på primärmarknaden och för att marknaden för statspapper som helhet ska fungera bra. Bristande likviditet kan leda till mer volatila priser och ökad osäkerhet, högre upplåningskostnader för staten, svårigheter att låna upp stora belopp i händelser av kris och svårigheter attrahera investerare.

Avsaknaden av ett standardiserat mått som mäter alla likviditetens dimensioner medför att likviditeten är svår att uppskatta. Finansinspektionen har dock utvecklat ett aggregerat mått för marknadslikviditeten genom att beräkna och väga samman flera indikatorer. Detta likviditetsindex syftar till att ge en övergripande bild av marknadslikviditeten för nominella statsobligationer. De enskilda indikatorerna avser transaktioner, omsättning och priser på statsobligationsmarknaden. Ett högre värde motsvarar högre likviditet på marknaden.

Som framgår av figur 5.3 har likviditetsindex sjunkit under perioden 2021–2023 för att sedan öka 2024 och 2025. Även genomsnittlig dagsomsättning av nominella statsobligationer kan ge en indikation på marknads likviditet. Figur 5.3 visar att omsättningen började öka under hösten 2023.

**Figur 5.3 Likviditetsmått och omsättning på statsobligationsmarknaden i miljarder kronor**



Anm.: Finansinspektionens likviditetsindex är en aggregering av olika enskilda indikatorer för nominella statsobligationer med benchmarkstatus. Högre värden motsvarar högre likviditet. Diagrammet visar två månaders glidande medelvärde av index. Omsättning är månatliga genomsnitt av dagliga utfall för nominella statsobligationer.

Källa: Finansinspektionen och Riksbanken.

I början av utvärderingsperioden hade Riksbanken köpt upp en stor del av obligationerna samtidigt som obligationsstocken minskade. Riksbanken började minska sitt innehav under 2023 och 2024 samtidigt som Riksgäldskontoret började öka sin emissionstakt för nominella obligationer. I både Riksgäldskontorets och Riksbankens undersökningar anger flera av marknadsaktörerna att den ökade handelsbara volymen har varit positiv för likviditeten på marknaden för nominella statsobligationer. Dock är likviditeten enligt de svarande ännu inte lika god som den var innan Riksbanken påbörjade sina värdepappersköp. Av figur 4.8 framgår också att utnyttjandet av repofaciliteten var mycket högt under 2022 och första halvan av 2023. Därefter har utnyttjandet minskat drastiskt och är nu nära noll (se avsnitt 4.4).

Statskontoret konstaterar att sammantaget verkar likviditetsproblemen på statspappersmarknaden ha minskat, även om det finns utrymme för förbättringar. Regeringen instämmer i den bedömningen och ser positivt på den förbättrade marknadslikviditeten.

### 5.3 Sammantagen bedömning av kostnaderna och riskerna i förvaltningen av statsskulden

#### **Regeringens bedömning**

Såväl regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning som Riksgäldskontorets tillämpning av riktlinjerna har i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldspolitiken, att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk.

I de årliga riktlinjebesluten styr regeringen avvägningen mellan kostnad och risk på en övergripande nivå i statsskuldförvaltningen med utgångspunkt i det lagfästa målet för statsskuldspolitiken. Avvägningen görs främst genom val av statsskuldens sammansättning och löptid. 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 hur denna förväntas förändras, 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 med konsumentprisindex) utvecklas.

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker uppnåtts är inte möjligt. Det finns flera olika slags risker som statsskuldens förvaltning har att hantera som därtill kan variera över tiden. Även riktlinjerna för statsskuldens förvaltning och Riksgäldskontorets tillämpning av dessa påverkar hur väl målet uppfylls, men det kan vara svårt att särskilja de två och att särskilja utvecklingen från omvärldsfaktorer.

Som framgår av avsnitt 3 och 4 har regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning i allt väsentligt varit i enlighet med målet för statsskuldförvaltningen och Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden har i allt väsentligt följt regeringens riktlinjer under utvärderingsperioden. Regeringen konstaterar att kostnaden för statsskulden under utvärderingsperioden ökat från historiskt låga nivåer, med en kraftig ökning under 2022, för att åter sjunka något efterföljande år (se avsnitt 5.1). Löptiden för statsskulden har under utvärderingsperioden varit inom löptidsintervallet, samtidigt som variationen i löptid mellan enstaka år varit låg. Refinansieringsrisken i termer av lån som löper till förfall de närmaste tolv månaderna respektive fem år bedöms vara låg (se avsnitt 5.2). Mot den nu beskrivna bakgrunden bedömer regeringen sammantaget att såväl regeringens riktlinjer som Riksgäldskontorets operativa förvaltning och tillämpning av riktlinjerna i allt väsentligt legat i linje med målet för statsskuldförvaltningen, att långsiktigt minimera kostnaden med beaktande av risk.

Statskontoret anför att framöver kan möjligen det försämrade geopolitiska läget föranleda ytterligare överväganden och kanske ett större fokus på finansierings- och refinansieringsrisker. Statskontoret framhåller också att det skulle kunna föranleda en analys av om överupplåning ska tillåtas i likviditetsförvaltningen.

Statskontoret bedömer att regeringen och Riksgäldskontoret i riktlinjeprocessen har adresserat större omvärldsförändringar och viktiga förändringar i marknadsförutsättningarna under utvärderingsperioden och på ett övergripande plan övervägt om de föranleder ändringar i riktlinjerna. Statskontoret bedömer att budgetlagens krav är uppfyllda beträffande riktlinjerna och riktlinjeprocessen. Statskontoret bedömer även att Riksgäldskontorets operativa verksamhet fungerar väl och följer budgetlagens krav om kostnadsminimering med beaktande av risk.

I utvärderingsrapporten för 2019–2023 framförde ESV att det är svårt att dra tydliga slutsatser om hur kostnad och risk påverkats av skuldens sammansättning och löptid baserat på de underlag som fanns tillgängliga. ESV ansåg därför att regeringens riktlinjer för utvärdering bör anpassas för att tydliggöra vilka aspekter som regeringen avser utvärdera och därmed vilka underlag som Riksgäldskontoret ska tillhandahålla. Som angavs i den senaste utvärderingsskrivelsen delade regeringen ESV:s bedömning om att Riksgäldskontorets analyser är en viktig del i både förståelsen av kostnaden och av underlaget för valet av rätt balans mellan kostnad och risk (skr. 2023/24:104 s. 41). Regeringen anger även i riktlinjebeslutet för 2025 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 regleringsbrevet för 2025 gavs Riksgäldskontoret därför i uppdrag att analysera om och föreslå metoder för hur utvärderingen av förvaltningen av statsskulden kan utvecklas och förtydligas. I uppdraget ingick att motivera vilka aspekter av statsskuldens förvaltning som bör utvärderas och hur, samt att särskilt redogöra för hur avvägningar mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden kan utvärderas. Riksgäldskontoret redovisade uppdraget i samband med myndighetens förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2026. Då detta uppdrag är nära knutet till riktlinjerna har Statskontoret även utvärderat det.

Statskontoret bedömer att Riksgäldskontorets förslag till utvidgad analys är ändamålsenliga. Statskontoret instämmer också i Riksgäldskontorets bedömning att kvantitativa analyser av avvägningen mellan kostnad och risk har ett värde för utvärderingen och det är också något som ESV efterfrågat i tidigare utvärderingar. Statskontoret delar också bedömningen att en sådan analys inte kan användas mekaniskt för en utvärdering.

Statskontoret instämmer i att det är önskvärt att Riksgäldskontoret föreslår utvärderingsmetoder för val av olika riktlinjer inför riktlinjebesluten. Samtidigt instämmer Statskontoret i att en enkel ex-postutvärdering vanligen säger ganska lite om kvaliteten på beslutet utifrån den information som fanns vid beslutstillfället. I Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer och i regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning dokumenteras resonemanget som motiverade beslutet. Denna dokumentation kommer sannolikt även fortsättningsvis att vara den viktigaste underlaget för att bedöma besluten om riktlinjerna. Den kvantitativa och utfallsanalysen kan enligt Statskontoret komplettera dessa underlag och även bidra till att förbättra den kvalitativa analys som ligger till grund för förslagen. Kvantitativa uppskattningar kan, trots att de kan bygga på antaganden och vara osäkra, leda till att det tydliggörs vilka faktorer som är kritiska och ge vägledning för den kvalitativa analysens fokus.

### **Regeringens bedömning**

Förvaltningen av statsskulden har bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

### **Skälen för regeringens bedömning**

Riksbanken har i de yttranden som lämnats avseende Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning inte haft några invändningar mot något av förslagen för åren 2021–2025. Däremot hade Riksbanken i samband med förslaget för 2024 synpunkter på Riksgäldskontorets avveckling av statsskuldens valutaexponering. Med utgångspunkt i målet för statsskuldspolitikens ansåg regeringen inte att det fanns skäl till att förändra styrningen av statsskuldens exponering i utländsk valuta att anta riktvärdet noll fr.o.m. den 1 januari 2027.

Sammanfattningsvis bedöms förvaltningen av statsskulden ha bedrivits inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

## Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025

Uppföljning  
STK 2026:6



**STATSKONTORET**  
Agency for Financial and Public Management

**Beslutsdatum:** 2026-03-12  
**Diarienummer:** 2026-00406-1  
**Rapportnummer:** STK 2026:6  
**Copyright:** Statskontoret  
**Rapportansvarig:** Rickard Eriksson

**Besöksadress:** Fleminggatan 20  
**Postadress:** Box 12028, 102 21 Stockholm  
**Telefon:** 08-690 43 00  
**Webbplats:** statskontoret.se

## Förord

Enligt förordningen (2025:681) med instruktion för Statskontoret ska myndigheten lämna en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för de senaste fem helåren senast den 15 mars jämna årtal. Inriktningen bestäms i samråd med Regeringskansliet (Finansdepartementet).

Utvärderingen fokuserar på i vilken omfattning regeringens riktlinjer, Riksgäldskontorets följsamhet gentemot riktlinjerna och operativa förvaltning av statsskulden har varit utformade i enlighet med det statsskuldspolitiska målet under perioden 2021–2025.

Rickard Eriksson har tagit fram denna rapport.

Statskontoret överlämnar härmed rapporten Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025 och uppdraget är därmed avslutat.

Stockholm  
2026-03-12

Clas Olsson

Generaldirektör

Rickard Eriksson

Utredare

## Innehåll

<b>Sammanfattning</b> .....	<b>6</b>
<b>1 Inledning</b> .....	<b>9</b>
1.1 Bakgrund till Statskontorets utvärdering av statsskuldsförvaltningen .....	9
1.2 Uppdrag och syfte .....	9
1.3 Avgränsningar .....	10
1.4 Genomförande .....	10
<b>2 Sveriges statsfinanser i ett europeiskt perspektiv</b> .....	<b>12</b>
2.1 Jämförelse av de offentliga finanserna .....	12
2.2 Jämförelse av de institutionella förhållandena .....	13
2.3 Statsskuld och hela den offentliga förvaltningens skuld .....	13
<b>3 Svenska staten som bärare av ränterisk</b> .....	<b>17</b>
3.1 Ränterisk för skulder i övriga delar av den offentliga förvaltningen .....	18
3.2 Ränterisker i statens skatteintäkter .....	19
3.3 Ränterisk kopplad till den realekonomiska utvecklingen .....	21
3.4 Sammantagen bedömning av svenska statens ränterisk .....	21
<b>4 Utvärdering av regeringens riktlinjer</b> .....	<b>22</b>
4.1 Riktlinjernas utveckling över tid .....	22
4.2 Generella kommentarer om riktlinjerna 2021–2025 .....	23
4.3 Minskad realskuld .....	25
4.4 Nytt löptidsmätt .....	27
4.4.1 Duration och räntebindningstid .....	27
4.4.2 Fördelning av förfall över tid .....	29
4.4.3 Räntekänsligheten i statens upplåning .....	33
4.4.4 Användningen av löptidsmätt under olika perioder .....	34
4.4.5 Valet av löptidsmätt .....	35
4.5 Uppdraget om utvecklad utvärdering .....	36
<b>5 Utvärdering av Riksgäldens följsamhet gentemot riktlinjerna</b> .....	<b>39</b>
5.1 Skuldens sammansättning och löptid .....	39
5.1.1 Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid .....	39
5.1.2 Riksgäldens interna riktlinjer för statsskuldens löptid .....	41
5.2 Refinansieringsrisker och låneberedskap .....	43
5.3 Marknads- och skuldvard .....	44
<b>6 Utvärdering av utfallet av regeringens riktlinjeändringar</b> .....	<b>46</b>
6.1 Skuldens valutaexponering avvecklas enligt plan .....	46
6.1.1 Senarelagd valutaavveckling har hittills inneburit merkostnad .....	46
6.2 Minskad realskuld .....	48
6.2.1 Positivt kalkylmässigt resultat för realupplåningen 2025 .....	48
6.2.2 Framåtblickande utvärdering av minskad realskuld .....	49
<b>7 Utvärdering av den operativa verksamheten</b> .....	<b>51</b>

7.1 Redovisning av kostnader och risk .....	51
7.2 Hanteringen av valutaexponeringen .....	52
7.3 Riksgäldens löpande positionstagning.....	52
7.4 Likviditet på statspappersmarknaden .....	53
7.5 Marknadens förtroende.....	55
7.6 Utvärdering av bytet av auktionsform för realränteobligationer .....	56
7.6.1 Riksgäldens byte av auktionsform.....	57
7.6.2 Riksgäldens utvärdering av bytet av auktionsform .....	57
<b>Referenser .....</b>	<b>61</b>
Lagar och förordningar .....	62

SAMMANFATTNING

## Sammanfattning

Statskontoret har utvärderat om statens upplåning och skuldförvaltning följer budgetlagen. Vidare utvärderas om Riksgälden följer regeringens riktlinjer för skuldförvaltningen.

Budgetlagen anger att kostnaderna för skulden ska minimeras med beaktande av risk. Det är en allmänt hållen formulering som ska ses mot bakgrund av att metoder för att mäta risker utvecklas över tid och att olika risker kan vara aktuella vid olika tidpunkter. Det är därför inte lämpligt att i lagstiftning alltför detaljerat ange hur avvägningen mellan kostnad och risk bör göras. Utvärderingen av följsamheten mot budgetlagen ska ses mot den bakgrunden och därför anpassas till aktuell riskbild och tillgängliga metoder för att mäta risker. Utvärderingen avser både regeringens och Riksgäldens beslut.

Budgetlagen anger att regeringen ska fastställa riktlinjer för förvaltningen av statsskulden. Regeringens riktlinjer innehåller både kvantitativa och kvalitativa inslag. Riktlinjerna för statsskuldens löptid är exempel på kvantitativa riktlinjer, medan riktlinjen om att Riksgälden genom marknads- och skuldvard ska bidra till en väl fungerande statspappersmarknad är ett exempel på en kvalitativ riktlinje. Riksgäldens följsamhet mot regeringens riktlinjer ska också utvärderas.

Riktlinjerna anger ett antal punkter som ska vara med i utvärderingen, t.ex. att realiserad kostnadsskillnad mellan nominell och real upplåning ska redovisas. Utvärderingen har alltså ett brett övergripande uppdrag, som kompletterats med att vissa utpekade punkter ska finnas med i utvärderingen.

Statskontorets utvärdering inleds med en genomgång av två faktorer som är relevanta för avvägningen mellan kostnad och risk: svensk statsskuld i jämförelse med andra länder och räntekänsligheten i statens finanser. Även andra förhållanden kan vara relevanta vid avvägningen mellan kostnad och risk, som den geopolitiska situationen. Men en uttömmande genomgång av alla relevanta faktorer är inte möjlig inom ramen för den här utvärderingen. Det är möjligt att andra faktorer kan beaktas i framtida utvärderingar och på så sätt komplettera genomgången i denna utvärdering.

Regeringens riktlinjer är centrala för styrningen av statsskulden och Riksgälden ska lämna ett förslag till riktlinjer till regeringen. En viktig fråga för utvärderingen är om Riksgäldens förslag till och regeringens beslut av riktlinjerna lever upp till budgetlagens krav om att kostnaderna för skulden ska minimeras med beaktande av risk. Utvärderingen ska ske utifrån den information som fanns tillgänglig vid beslutstillfället.

**Statskontoret bedömer** att budgetlagens krav är uppfylla för riktlinjerna och riktlinjeprocessen. Regeringen och Riksgälden har i riktlinjeprocessen adresserat större omvärldsförändringar och viktiga förändringar i marknadsförutsättningarna under utvärderingsperioden, och på ett övergripande plan övervägt om de föranleder ändringar i riktlinjerna.

**Statskontoret lyfter frågan** om vilka faktorer som explicit bör nämnas i regeringens samlade bedömning som ligger till grund för riktlinjebesluten. Fokus i Regeringens analys, som den uttrycks i riktlinjerna, har legat på att bedöma om ändrade förutsättningar föranleder att riktlinjerna justeras. Regeringen gör dock inte en samlad analys av alla relevanta faktorer varje år. Det är inte heller nödvändigt. Många faktorer, som demografi, förändras långsamt och andra faktorer, som långsiktiga räntenivåer, kan vara stabila längre perioder för att sedan plötsligt ändras. Det kan ändå ha ett värde att emellanåt dokumentera en förnyad bedömning av de viktigaste faktorerna för avvägningen mellan kostnad och risk. Det skulle kunna göras samlat, t.ex. vart femte år, eller genom att analysera någon eller några faktorer varje år.

Statskontoret har särskilt utvärderat de större förändringarna som gjorts i riktlinjerna under 2024 och 2025, dvs. sedan föregående utvärdering. Det rör sig om beslut om minskad realskuld och ett nytt mått för statsskuldens löptid. Därtill har regeringen gett Riksgälden i uppdrag att analysera om och föreslå metoder för hur utvärderingen av förvaltningen av statsskuden kan utvecklas och förtydligas. Då detta uppdrag är nära knutet till riktlinjerna har Statskontoret även utvärderat det uppdraget.

Det viktigaste underlaget för beslutet att minska realupplåningen var en analys från Riksgälden, som drog slutsatsen att realupplåning sannolikt ökar både kostnader och risk. **Statskontoret bedömer** att analysen är välgjord. En ofrånkomlig svårighet med att analysera kostnadsskillnaden mellan nominell och real upplåning är att förväntad inflation inte är direkt observerbar. Riksgälden har därför skattat framtida inflation med enkätbaserade inflationsförväntningar. Det är en osäkerhetsfaktor, men enligt Statskontoret antagligen den bästa möjliga metoden. Beslutet framstår därför som välgrundat.

**Statskontoret noterar** att den beräknade kostnadsnackdelen för realupplåningen ibland uttrycks i termer av ett faktum snarare än ett förhållande som har hög sannolikhet. Då det alltid finns en risk för att modeller övertolkas ser Statskontoret gärna en viss försiktighet i uttryckssättet på denna punkt.

**Statskontoret ser positivt** på att Riksgälden avser att i framtiden kontinuerligt analysera förväntade kostnadsskillnader mellan real och nominell upplåning. Det är angeläget då förändrade förhållanden eller förbättrade metoder att skatta

SAMMANFATTNING

inflationförväntningarna kan motivera en ny bedömning av realupplåningens omfattning. Samtidigt är det viktigt att upplåningen förblir förutsägbar för investerare, vilket talar för viss återhållsamhet med förändringar.

**Statskontoret bedömer** att både det tidigare löptidsmättet, duration, och det nuvarande löptidsmättet, räntebindningstid, har nackdelar. Duration påverkas av förändringar i marknadsräntan. För att motverka sådana effekter kan Riksgälden behöva justera löptiden på de obligationer som emitteras, vilket inte alltid är önskvärt. Räntebindningstiden tar å andra sidan inte hänsyn till kupongbetalningar och diskonterar inte heller betalningar som ligger långt fram i tiden – faktorer som idealt sett bör beaktas. Valet av löptidsmått är därför en fråga om att väga olika för- och nackdelar mot varandra.

**Statskontoret bedömer** att Riksgäldens förslag till utvidgad analys av lämplig löptid och av refinansieringsrisker är ändamålsenliga. Statskontoret instämmer också i Riksgäldens bedömning att kvantitativa analyser av avvägningen mellan kostnad och risk har ett värde, men samtidigt inte kan användas mekaniskt för en utvärdering.

**Statskontoret instämmer i** att det är önskvärt att Riksgälden föreslår utvärderingsmetoder för val av olika riktlinjer inför riktlinjebesluten. Statskontoret instämmer även i att en enkel ex-postutvärdering vanligen säger ganska lite om kvaliteten på beslutet utifrån den information som fanns vid beslutstillfället. Regeringens beslut och Riksgäldens förslag till riktlinjer dokumenterar de överväganden som låg till grund för beslutet. Denna dokumentation kommer sannolikt även framöver att vara det viktigaste underlaget för att bedöma riktlinjebesluten.

**Statskontoret har utvärderat** om Riksgälden följt regeringens riktlinjer och funnit att så är fallet.

**Statskontoret bedömer** att Riksgäldens operativa verksamhet fungerar väl och följer budgetlagens krav om kostnadsminimering med beaktande av risk. Riksgäldens transparens är en särskild styrka.

## 1 Inledning

### 1.1 Bakgrund till Statskontorets utvärdering av statsskuldsförvaltningen

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen regleras i budgetlagen.<sup>1</sup>

#### Utdrag ur budgetlagen (2011:203) kapitel 5

5 § Statens skuld, med undantag för den skuld som förvaltas av affärsverken enligt 3 §, 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.

6 § Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Regeringen ska inhämta förslag till riktlinjer från Riksgäldskontoret samt låta Riksbanken yttra sig över kontorets förslag

7 § Regeringen ska från och med 2012 och därefter vartannat år i en skrivelse till riksdagen utvärdera förvaltningen av statsskulden. Skrivelsen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen

Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Förvaltningen ska också ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Regeringen styr Riksgäldskontorets (fortsättningsvis benämnt Riksgälden) förvaltning av statsskulden på en övergripande nivå genom att årligen ta fram riktlinjer för statsskuldsförvaltningen. Riktlinjerna fastställer bl.a. statsskuldens löptid och fördelning mellan olika skuldslag. Regeringens riktlinjebeslut baseras till stor del på Riksgäldens förslag på riktlinjer som även Riksbanken får yttra sig över. Riksgälden ansvarar för det operativa arbetet som styrs av interna riktlinjer, riktmärken och andra beslutsunderlag. Dessa är i linje med regeringens årliga riktlinjebeslut. Regeringen utvärderar statsskuldsförvaltningen i en skrivelse som överlämnas till riksdagen i april vartannat år. Riksgäldens underlag samt Statskontorets utvärderingar av statsskuldsförvaltningen utgör underlag till regeringens skrivelse.

### 1.2 Uppdrag och syfte

Regeringen har tidigare gett Ekonomistyrningsverket (ESV) i uppdrag att utvärdera statens upplåning och skuldförvaltning vartannat år. Den senaste utvärderingen lämnades 2024. Fr.o.m. i år har myndigheten bytt namn till Statskontoret och

---

<sup>1</sup> 5 kap. 5 § budgetlagen (2011:203).

INLEDNING

uppdraget regleras nu i myndighetens instruktion. Myndigheten ska enligt instruktionen "lämna en utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning för de senaste fem helåren senast den 15 mars jämna årtal, efter samråd med Regeringskansliet (Finansdepartementet) om inriktningen för utvärderingen".<sup>2</sup>

Uppdragets syfte är att bistå regeringen med en oberoende utvärdering av Riksgäldens arbete med statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025. De övergripande frågor som utvärderingen ska besvara är följande:

- I vilken omfattning regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning under 2021–2025 har varit utformade i enlighet med det statsskuldpolitiska målet.
- Utvärdera Riksgäldens tillämpning av riktlinjerna nämnda år, läkaledes med utgångspunkt i det statsskuldpolitiska målet.

### 1.3 Avgränsningar

Statsskuldens förvaltning ska enligt regeringens riktlinjer utvärderas över femårsperioder. Utvärderingen ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. När det är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar. De senaste utvärderingarna av statsskuldskörelsen har gällt perioden 2017–2021 respektive 2019–2023. Utvärderingsrapporterna levererades i mars 2022 respektive mars 2024.<sup>3</sup> Föreliggande utvärdering avser perioden 2021–2025. I den här rapporten läggs fokus för analysen på åren 2024 och 2025, eftersom de närmast föregående utvärderingarna redan berört åren 2021–2023.

### 1.4 Genomförande

För att besvara frågorna som ställs i detta uppdrag går vi igenom de styrande dokument, utvärderingar och analyser som har gjorts med anknytning till Riksgäldens uppdrag att förvalta statsskulden. Regeringens riktlinjer och skrivelser, Riksgäldens underlag till utvärdering, riktlinjeförslag, finans- och riskpolicy, styrelseprotokoll och underlag till beslut är relevanta dokument i sammanhanget. Andra relevanta dokument är Riksbankens yttranden och myndighetens tidigare utvärderingar av statsskuldens förvaltning.

Redovisad statistik hämtas främst från ECB, Riksbanken, Riksgälden och SCB.

<sup>2</sup> Se Förordning (2025:681) med instruktion för Statskontoret.

<sup>3</sup> ESV 2022:22, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021* och ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023*

Utöver de inledande kapitlen är rapporten disponerad enligt följande. Kapitel 2 och 3 behandlar de aktuella förutsättningarna för statsskuldsförvaltningen. Kapitel 2 består av en beskrivning av statsskuldens utveckling över tid och i jämförelse med andra europeiska länder. I kapitel 3 diskuteras statens förmåga att hantera ränterisk, dvs. hur stor förmåga svenska staten har att hantera förändringar i ränteläget.

I kapitel 4 utvärderas regeringens riktlinjer med utgångspunkt i målet för statsskuldsförvaltningen, dvs. att statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas och förvaltningen sker inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

I kapitel 5 utvärderas Riksgäldens följsamhet gentemot regeringens riktlinjer. Även Riksgäldens tillämpning av de interna riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen utvärderas.

I kapitel 6 utvärderas utfallet av regeringens riktlinjeändringar.

Riksgäldens operativa förvaltning av statsskulden utvärderas i avsnitt 7. Statskontorets samlade bedömning framgår av sammanfattningen.

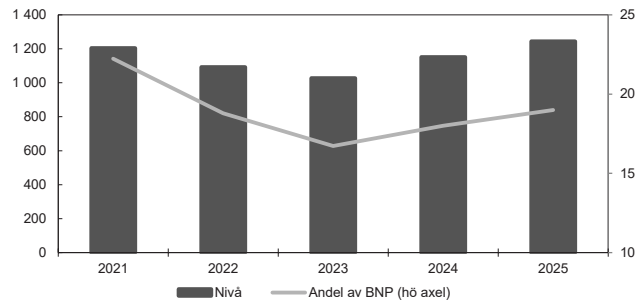
## 2 Sveriges statsfinanser i ett europeiskt perspektiv

### 2.1 Jämförelse av de offentliga finanserna

I ett internationellt perspektiv har Sverige starka offentliga finanser och en mycket låg statsskuld. Mätt som andel av BNP minskade statsskulden trendmässigt under en lång period efter 90-talskrisen. Enlig nuvarande prognoser är denna trend bruten för de närmaste åren, men statsskulden kommer att vara fortsatt mycket låg i en internationell jämförelse.

Budgetunderskottet för 2025 var 102 miljarder kronor, medan statsskulden ökade med 93 miljarder kronor under året (se Figur 1). Skillnaden beror på att vissa faktorer som påverkar statsskulden inte fångas av budgetsaldot. Orealiserade valutakursförändringar för den valutaexponerade delen av skulden påverkar den redovisade löpande statsskulden, men syns i budgetsaldot först vid förfall, då valutakursdifferensen realiseras. Andra faktorer som påverkar är orealiserad inflationskompensation, affärsdagsjusteringar och storleken på tillgångarna i likviditetsförvaltningen. Som andel av BNP ökade den okonsoliderade statsskulden från 18,0 procent 2024 till 19,0 procent 2025.

Figur 1 Statsskuldens utveckling, miljarder kronor respektive procent



Anm.: Avser okonsoliderad statsskuld.  
Källa: Riksgälden.

År 2022 och 2023 präglades av en internationell ekonomisk osäkerhet till följd av bl.a. Rysslands invasion av Ukraina, energiförsörjningsproblem och snabbt stigande inflation. Räntorna höjdes påtagligt. Trots osäkerheten visade statsbudgeten överskott båda åren, även om överskottet blev betydligt lägre 2023. Minskningen berodde till

stor del på att konjunkturavmattningen medförde att skatteinkomsterna ökade långsammare samtidigt som inflationen innebar stigande utgifter. Förutom en allmän konjunkturavmattning har den ryska invasionen av Ukraina medfört ökade statliga utgifter för stöd till Ukraina och kraftigt ökade försvarsutgifter och statsskulden ökade under 2024 och 2025.

Utvecklingen har också påverkats av tillfälliga effekter inom Riksgäldens nettoutlåning, inte minst Riksbankens beslut att ersätta den del av valutareserven som lånats upp via Riksgälden med egen finansiering. Det innebar att Riksbanken amorterade valutalån på över 180 miljarder kronor 2021–2023, vilket stärkte budgetsaldot och sänkte statsskulden.

## 2.2 Jämförelse av de institutionella förhållandena

Internationellt sett är det inte ovanligt att skuldförvaltningen hanteras inom finansdepartementet eller av centralbanken. Ordningen med en fristående myndighet för skuldförvaltning är inte lika vanlig. Den svenska ordningen, med övergripande riktlinjer från regeringen och implementering av en annan aktör har därför inte så många motsvarigheter.<sup>4</sup> Vill man göra en internationell jämförelse finns det inte så många publicerade riktlinjer som kan fungera som jämförelse till den svenska modellen. Däremot är det vanligt att publicera motsvarigheter till Riksgäldens rapport "Statsupplåning – prognos och analys". Dessa publikationer tar huvudsakligen sikte på det närmaste årets upplåning och används inte för att systematiskt kommunicera strategiska överväganden i statsskuld förvaltningen.

Avsaknaden av publicerade riktlinjer för statsskuld förvaltningen i andra länder gör att en jämförelse av svenska och utländska riktlinjer inte kan göras. En internationell jämförelse får därför göras utifrån den faktiska utvecklingen av statsskuldens olika egenskaper i Sverige och internationellt. I återstoden av detta kapitel görs en jämförelse mellan Sverige och andra EU-länder.

På länge sikt sätts ramarna för utvecklingen av statsskulden av det finanspolitiska ramverket. De offentliga finanserna är ett bredare begrepp än de statliga finanserna, så målet för de statliga finanserna kan ses som summan av det finansiella sparandet i övriga delar av den offentliga förvaltningen, men med omvänt tecken.

## 2.3 Statsskuld och hela den offentliga förvaltningens skuld

För placerare som ska bedöma kreditrisken i statspapper är de statliga finanserna centrala. En naturlig jämförelsepunkt för svenska statsfinanser är andra EU-länders

<sup>4</sup> Av de länder som Statskontoret har undersökt är Chile det land som har den närmaste motsvarighet till de svenska riktlinjerna. För 2026 anger Chiles finansdepartement att målsättningen är att upplåningen i utländsk valuta på sikt ska uppgå till 30 procent. Av den inhemska upplåningen ska 52 procent vara nominell och 48 procent real. Vidare är målet att 40–50 procent av upplåningen ska ske med gröna instrument.

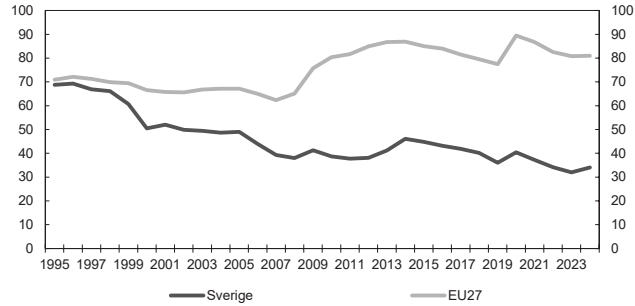
statsfinanser. För placerare ligger det nära till hands att prissätta risken i svenska statens värdepapper i relation till den riskkompensation som erhålls om man placerar i utländska statspapper. Det finns i EU ett tydligt samband mellan statsfinanser och statens upplåningskostnader. Det är också tydligt att sambandet påverkas av både statsskuldens nivå och budgetsaldot. Som ett exempel låg räntorna på statsobligationer för Frankrike, Grekland och Italien nära varandra i december 2025. Frankrike har betydligt lägre skuldsättning i förhållande till de två andra länderna, men betydligt högre budgetunderskott. För Grekland är situationen den motsatta. Statsskulden är mycket hög i förhållande till BNP, men ligger på en tydligt fallande trend.

Sverige har en låg statsskuld och skulden som andel av BNP har under en lång period varit trendmässigt fallande. Som det ser ut nu kommer skuldsättningen att öka något de närmaste åren. I Figur 2 jämförs den konsoliderade offentliga bruttoskulden, den s.k. Maastrichtskulden<sup>5</sup> i Sverige och EU. Notera att hela den offentliga förvaltningens skuldsättning ingår i Maastrichtskulden. Vid internationella jämförelser är det standard att utgå från den offentliga förvaltningens skuld, inte enbart statens. Det beror på att organisationen av den offentliga förvaltningen ser olika ut i olika länder. Exempelvis är kommuner i Sverige och delstater i Tyskland förhållandevis stora aktörer, medan förvaltningen i andra länder är koncentrerad till den statliga nivån. Det blir då missvisande att enbart se på den statliga nivån. Ur de flesta ekonomiska synvinklar är det också de offentliga finanserna som helhet som är av intresse. Liksom för andra låntagare är offentlig förvaltnings återbetalningsförmåga starkt beroende av låntagarens inkomster. För offentlig förvaltning är skatter den huvudsakliga intäktskällan och de olika delarna av den offentliga förvaltningen delar på ett lands skattebas.

---

<sup>5</sup> Det bör noteras att Maastrichtskulden definieras något annorlunda än statsskulden, bl.a. ingår inte finansiella derivat. Beroende på sammanhang har dessa skillnader större eller mindre betydelse. För en generell bedömning av den svenska offentliga skuldens storlek och löplid vid en europeisk jämförelse är måttet acceptabelt enligt Statskontorets bedömning.

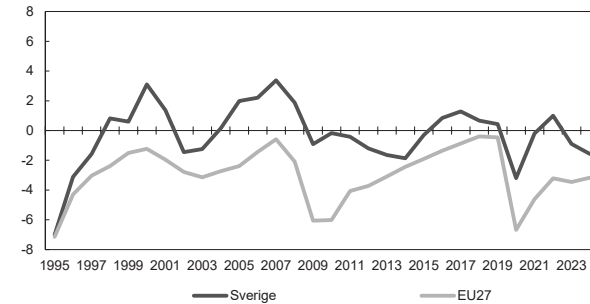
**Figur 2 Maastrichtskuld som andel av BNP, procent**



Källa: Eurostat.

Som framgår av Figur 2 så har Sverige under lång tid haft betydligt lägre offentlig skuldsättning än EU som helhet. Ser man på den offentliga förvaltningens finansiella sparande, inklusive räntekostnader, så ligger Sverige alltsedan EU-inträdet 1995 genomgående över genomsnittet i EU, se Figur 3.

**Figur 3 Finansiellt sparande som andel av BNP, procent**

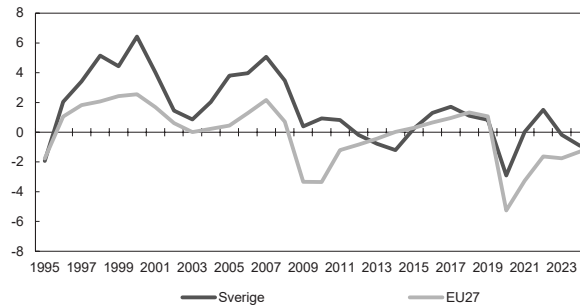


Källa: Eurostat.

Det kan vara av intresse att dela upp det finansiella sparandet i primärt sparande och räntekostnader. Från mitten av 1990-talet till runt 2013 hade Sverige ett större positivt primärt finansiellt sparande i den offentliga förvaltningen än genomsnittet i EU. Därefter och fram till pandemin låg Sverige och EU på ungefär samma nivå. I samband med pandemin genomförde både Sverige och EU olika finanspolitiska

stimulansåtgärder för att parera den nedgång i ekonomin som pandemin orsakade. Som framgår av Figur 4 var Sveriges finanspolitiska åtgärder dock mindre än genomsnittet för EU, vilket återigen öppnade upp ett gap i det primära sparandet mellan Sverige och EU. Efter pandemiåren ser gapet ut att återigen slutas.

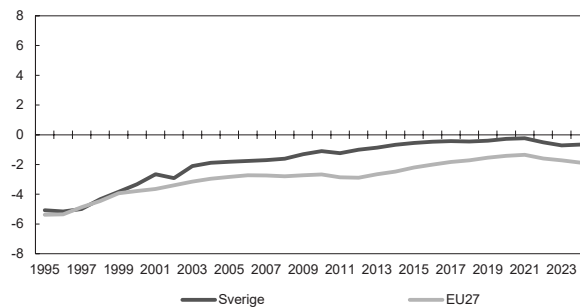
**Figur 4 Primärt finansiellt sparande som andel av BNP, procent**



Anm.: Med primärt finansiellt sparande avses den offentliga förvaltningens finansiella sparande exklusive räntekostnader för statsskulden.  
Källa: Eurostat.

Ser man på räntekostnader har Sverige betydligt lägre kostnader än genomsnittet för EU, med undantag för de första åren efter Sveriges EU-inträde. En anledning är att den svenska offentliga skulden som andel av BNP har fallit relativt EU-genomsnittet.

**Figur 5 Räntekostnader för statsskulden som andel av BNP, procent**



Anm.: Räntekostnaderna utgör skillnaden mellan finansiellt sparande (Figur 3) och primärt finansiellt sparande (Figur 4).  
Källa: Eurostat.

### 3 Svenska staten som bärare av ränterisk

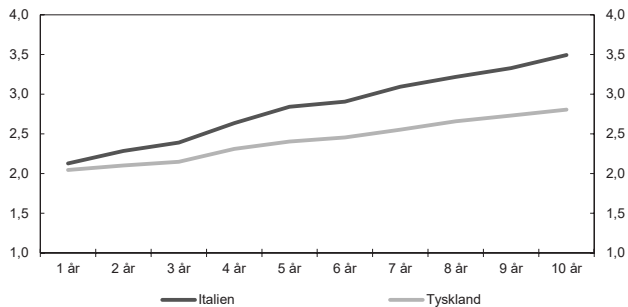
Generellt sett innebär framtida högre räntor en större risk för stater med hög statsskuld i förhållande till BNP. Det beror på att statsfinanserna i högt skuldsatta stater rent mekaniskt påverkas mer av en högre ränta och att de har mindre utrymme att finansiera ökade räntekostnader med ökad upplåning. Om räntan går upp kan det få ganska drastiska följder i form av skattechöjningar och neddragningar av offentliga utgifter för dessa stater.

Sverige, som har relativt goda statsfinanser, bör mot bakgrund av det resonemanget ha goda förutsättningar att hantera ränterisk, dvs. risken för ökade kostnader till följd av ränteförändringar.<sup>6</sup>

Ett argument i andra riktningen är att för länder med goda statsfinanser är det relativt billigt att förlänga räntebindningstiden på statsupplåningen. För stater där risken för framtida inställda betalningar inte är försumbar innebär ett långt lån att kreditrisken ökar med löptiden, vilket medför att räntekurvan är brantare för sådana länder.

I Figur 6 visas räntekurvan för Italien och Tyskland. Trots att båda länderna har samma valuta så är det tydligt att upplåningen är dyrare för det statsfinansiellt sett svagare Italien. Ju längre upplåning, desto större är ränteskillnaden. Det är därför betydligt dyrare för Italien än för Tyskland att förlänga statsskuldens löptid.

**Figur 6 Obligationsräntor i Italien och Tyskland efter tid till förfall, procent**



Källa: World Government Bonds, december 2025.

<sup>6</sup> I Riksgäldens Finans- och riskpolicy definieras ränterisk som: "Risken för negativa prisförändringar på finansiella instrument till följd av ränteförändringar, samt risken att omsättning sker till ogynnsamma räntenivåer." Det är framförallt risken för att skulden omsätts till ogynnsamma räntenivåer som är relevant för statsskuldförvaltningen.

### 3.1 Ränterisk för skulder i övriga delar av den offentliga förvaltningen

I ett större ekonomiskt perspektiv är kostnader och risk för den konsoliderade offentliga förvaltningen, inte bara staten, av störst betydelse.<sup>7</sup> Ur det perspektivet bör även kostnader för och risk i kommunernas och regionernas upplåning beaktas. Det allmänna pensionssystemet är frikopplat från övriga delar av offentlig förvaltning, även om pensionsutvecklingen indirekt påverkar skatteintäkter m.m. I den mån ränteförändringar påverkar avkastningen på pensionstillgångar ligger effekten dock till större delen långt fram i tiden och det är därför i ett medelfristigt perspektiv rimligt att bortse från ränteförändringarnas effekter på det allmänna pensionssystemet.<sup>8</sup> Kommuner och regioner står numera för en inte obetydlig del av den offentliga upplåningen. Kommuninvest tar fram detaljerad statistik över kommunsektorns upplåning.<sup>9</sup> Av denna statistik framgår bl.a. följande för fjärde kvartalet 2025:

- Den genomsnittliga kapitalbindningen var 2,44 år och 27 procent av skulden förfaller inom 12 månader medan 7 procent av skulden har en återstående löptid längre än 5 år.
- 43 procent av upplåningen är kopplad till en rörlig räntebas, framförallt 3M Stibor.
- Genom användningen av derivat förlängs räntebindningen från 1,59 till 2,67 år.

I Tabell 1 redovisas durationen för den offentliga förvaltningens konsoliderade bruttoskuld, den s.k. Maastrichtskulden. Sverige sticker ut med klart kortast duration av alla EU-länder. Kommunsektorns upplåning har kortare löptid än statens.

<sup>7</sup> Det avspeglas bl.a. i att det finansiella ramverket utgår från offentlig förvaltnings samlade finansiella sparande. Vidare är det i princip alltid möjligt att göra överföringar mellan olika delsektorer inom den offentliga sektorn. Sådana överföringar påverkar inte den konsoliderade offentliga sektorns saldo. När Finansdepartementet gör offentligfinansiella beräkningar så är det också normalt sett för den offentliga sektorn som helhet, dvs. den samlade effekten för staten, ålderspensionssystemet och kommunsektorn, som beräkningarna görs, se [Finansdepartementets beräkningskonventioner 2026](#), s. 17.

<sup>8</sup> Pensionssystemet har ca 500 miljarder i räntebärande tillgångar och dessa har en genomsnittlig löptid på ca 6 år, se: [Orange rapport 2024 Pensionssystemets årsredovisning i Pensionsmyndigheten](#). Om man är intresserad av offentliga finansiers känslighet för räntenivån på mycket lång sikt bör även effekten på avkastningen på dessa tillgångar beaktas. För frågan om ränterisk är tidshorisonten dock inte så lång. Om ränteläget ändras permanent måste staten förr eller senare anpassa sig till det nya ränteläget. Att begränsa ränterisken handlar om att inte behöva göra stora förändringar i statens inkomster och utgifter på kort tid när räntorna ändras.

<sup>9</sup> Se [Kvartalsrapporten om Kommunsektorns skuldförvaltning](#).

**Tabell 1 Maastrichtskuldens duration i EU:s medlemsstater**

Land	Duration (år)
Österrike	13,3
Belgien	11,2
Irland	10,2
Danmark	9,2
Grekland	9,1
Slovenien	9,0
Nederländerna	8,7
Slovakien	8,3
Frankrike	8,3
<b>Eurozonen</b>	<b>8,2</b>
Tyskland	8,1
Cypern	8,0
Bulgarien	8,0
Litauen	7,9
Spanien	7,7
Finland	7,7
Portugal	7,6
Luxemburg	7,3
Malta	7,0
Italien	7,0
Lettland	6,9
Rumänien	6,6
Tjeckien	6,0
Ungern	5,7
Estland	5,7
Kroatien	5,1
Polen	5,1
<b>Sverige</b>	<b>4,2</b>

Källa: ECB.

Att Sverige har kort duration behöver inte vara en nackdel. Det kan vara välmotiverat om avvägningen mellan risk och avkastning ser annorlunda ut för Sverige än för många andra jämförbara länder.

### 3.2 Ränterisker i statens skatteintäkter

Räntenivån påverkar inte enbart statens räntekostnader utan också statens skatteintäkter.<sup>10</sup> Hushållens skattereduktion för räntor (i dagligt tal ränteavdragen) är den mest välkända effekten på statens skatteintäkter. Staten har också omfattande

<sup>10</sup> Skatteunderlaget för kommuner och regioner utgörs enbart av förvärvsinkomster. Kapitalinkomster beskattas enbart av staten. Kommun- och regioners skatteintäkter påverkas därför inte direkt av räntenivån.

SVENSKA STATEN SOM BÄRARE AV RÄNTERISK

skatteintäkter kopplade till räntenivån. Dels har hushållen räntebärande tillgångar för vilka högre räntor medför högre skatteintäkter, dels är avkastningsskatten på tjänstepensioner och investeringssparkonton m.m. kopplade till räntenivån. Till det kommer att högre räntor medför ökade ränteavdrag i företagssektorn. Som framgår av Tabell 2 så ökar statens skatteintäkter om räntan stiger. Det ska dock noteras att beräkningen bygger på ett antal antaganden och att den inte får med eventuella indirekta effekter av en räntehöjning. Beräkningarna ska därför tas med en nypa salt.

**Tabell 2 Effekt på statens skatteintäkter av en permanent räntehöjning på en procentenhet, 2025**

Tillgång	Skattebas, miljarder kronor	Skattesats, procent	Förändring i skatte- intäkter, miljarder kronor
Hushållens direktägda räntebärande tillgångar	2 800	30	8,4
Investeringssparkonto	2 100	30	6,3
Räntefonder	100	30	0,3
Kapitalförsäkring	1 200	30	3,6
Tjänstepensioner och privat pensionssparande	6 200	15	9,3
Hushållens skulder	5 400	-30	-16,2
Företagens skulder	2 000	-20,6	-4,6
<b>Total effekt på skatteintäkter</b>			<b>7,1</b>

Källa: Egna beräkningar baserade på tillgångsdata hämtade från SCB:s finansräkenskaper och finansdepartementets beräkningskonventioner för 2026.

Statens kostnader för statsskulden ökar när räntan stiger och när hela statsskulden är omsatt kommer ränteutgifterna att ha ökat med en procent av statsskulden om räntan stiger med en procent permanent. I dagens läge skulle det innebära ca 12 miljarder kronor i ökade kostnader. Dessa kostnader motverkas i betydande grad av ökade skatteintäkter. Sammantaget är statens finanser inte särskilt räntekänsliga.

Analysen ovan avser en permanent ränteförändring. Ekonomistyrningsverket har simulerat effekterna av en tillfällig ränteförändring där räntan är förhöjd under ett år för att därefter återgå till tidigare nivå och fann att effekten var i stort sett neutral för statens finanser.<sup>11</sup>

Sammanfattningsvis är de offentliga finansernas räntekänslighet inte hög i Sverige. Det beror till stor del på att statsskulden är låg, men också på att statens inkomster numera har en positiv koppling till räntenivån.

<sup>11</sup> Se ESV 2022:54, *Prognos statens budget och de offentliga finanserna*, december 2022, s. 38.

### 3.3 Ränterisk kopplad till den realekonomiska utvecklingen

Svenska hushåll är internationellt sett högt belånade och har därtill i huvudsak rörlig ränta på sina lån. Det gör hushållen betydligt mer räntekänsliga än hushåll i de flesta andra jämförbara länder. Hushållens räntekänslighet motverkas dock av att de har räntebärande tillgångar motsvarande ungefär hälften av skulden (se Tabell 2).

Den högre räntekänsligheten medför i princip att svenska räntor inte behöver fluktuera lika mycket som de skulle behöva göra annars för att åstadkomma den åtstramande effekt på inflation som Riksbanken behöver åstadkomma för att uppnå inflationsmålet. Räntehöjningar har generellt sett en åtstramande effekt på ekonomin och en lägre aktivitetsnivå tenderar att försvaga de offentliga finanserna. Det är därför inte självklart att svenska hushålls jämförelsevis höga räntekänslighet sammantaget påverkar de offentliga finanserna åt det ena eller andra hållet. Svenska hushåll reagerar kraftigare på en given räntehöjning, men den räntehöjning som krävs för att åstadkomma en lägre inflation är allt annat lika lägre i länder med räntekänsliga hushåll.

### 3.4 Sammantagen bedömning av svenska statens ränterisk

Sverige har en internationellt sett låg statsskuld och borde därmed, allt annat lika, ha större möjlighet att hantera ränterisk.

En fråga är om "allt annat lika" gäller i det här fallet. Finns det väsentliga skillnader mellan Sverige och andra länder som talar mot att Sverige har relativt mycket ränterisk i sin statsupplåning?

Genomgången i avsnitt 3.1 visar att kommunsektorn har en relativt kort löptid på sin upplåning, dvs. att den delen av offentlig förvaltning bär relativt stor ränterisk. Det är en faktor som talar för att staten ska ta mindre ränterisk. Förutom räntekostnaderna för statsskulden är statens finanser inte särskilt räntekänsliga. De positiva och negativa effekterna av ränteförändringar på skatteintäkterna tar grovt sett ut varandra. Slutligen ser Sverige inte ut att ha en lika utmanande demografi som vissa andra länder vilket gör ränteförändringar mer hanterbara också på lång sikt.

Sammantaget blir bilden att de faktorer, utöver nivån på statsskulden, som skulle kunna inverka på förmågan att bära ränterisk om något sammantaget stärker bilden av att svenska staten har en relativt god förmåga att bära ränterisk. Det innebär inte automatiskt att svenska staten bör ta på sig stor ränterisk. Man behöver också beakta om det betalar sig tillräckligt bra - i form av lägre ränta - att bära en större ränterisk.

## 4 Utvärdering av regeringens riktlinjer

Regeringen styr statsskuldens förvaltning på övergripande nivå genom årliga beslut om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Till grund för dessa beslut ligger bl.a. Riksgäldens förslag till riktlinjer.

Regeringens riktlinjer ska utvärderas utifrån målet i budgetlagen om att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för statsskulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

I förarbeten tydliggörs det att bedömningen av kostnader och risk ska ses brett och ske utifrån en samlad bedömning. Det uttrycktes i propositionen där den paragraf som nu är 5 kap. 5 § i budgetlagen ursprungligen formulerades som att: *”Regeringen vill betona att regeringens riktlinjebeslut skall spegla en samlad bedömning av statsskuldens förvaltningen och bör kunna inbegripa andra överväganden än de som naturligen ankommer på Riksgäldskontoret att göra, till exempel val av önskad risknivå.”*<sup>12</sup> Statskontoret tolkar det som att regeringens riktlinjer bör utvärderas utifrån om de på ett adekvat sätt beaktar de faktorer som rimligen bör beaktas för att uppnå målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk.

### 4.1 Riktlinjernas utveckling över tid

De två viktigaste parametrarna i regeringens styrning är riktlinjerna för statsskuldens sammansättning och för statsskuldens löptid. Fram till 2004 fanns också riktlinjer för förfalloprofilen som angav restriktioner för hur stor del av statsskulden som maximalt fick förfalla under olika tidsperioder. Det kunde t.ex. uttryckas som upplåningen skulle inriktas mot att inte mer än 25 procent av statsskulden förfaller inom de närmaste tolv månaderna. Regeringen är oförhindrad att välja även andra parametrar för styrning av statsskulden.

Statsskuldens fördelning mellan nominella lån i svensk och utländsk valuta och reala lån i svensk valuta har historiskt sett styrts genom att regeringen angett riktlinjer för vilken andel av statsskulden som ska utgöras av utländsk valuta och vilken procent som ska utgöras av realobligationer i svensk valuta. Resterade del lånas upp nominellt i svenska kronor.

Mellan 2005 och 2014 var riktlinjen för storleken på valutaskulden 15 procent av statsskulden. År 2015 påbörjades en gradvis amortering av valutaskulden, eftersom bedömningen var att kombinationen av risk och besparing av att ha en valutaexponering inte var fördelaktig. År 2020 avbröts amorteringen tillfälligt i

<sup>12</sup> Prop. 1997/98:154, Finansdepartementet, *Förvaltningen av statsskulden*, s. 17.

väntan på en analys av statsskuldens strategiska valutaexponering från Riksgälden. Amorteringen återupptogs 2023 då Riksgälden i sin analys bedömde att den högre risken med en valutaexponering inte kunde motiveras av sänkta kostnader. Valutaexponeringen ska vara helt avvecklad 2027.

Mellan 2007 och 2024 var riktlinjen för andelen realskuld 20 procent av statsskuden.<sup>13</sup> Fr.o.m. 2025 är riktlinjen ändrad till 80 miljarder kronor i nominellt belopp, vilket för närvarande motsvarar ca 10 procent av statsskuden. Minskningen av realskuden ska ske genom att förfallen för realobligationer ska överstiga nyemitteringen. Det innebär att anpassningen mot målnivån kommer att ske gradvis, när olika realobligationer förfaller. Anpassningen ska vara genomförd till utgången av 2029.

Styrningen av statsskuldens löptid har skett på olika sätt under olika perioder. Under vissa perioder har löptiden angetts separat för nominell skuld, valutaskuld och real skuld. Andra perioder har den nominella skuden och valutaskuden haft en gemensam löptid och realskuden en egen löptid. Sedan 2020 är det löptiden för den samlade statsskuden som anges. Även riktlinjerna för 2007 och 2008 innehöll en gemensam riktlinje för den samlade statsskuden.

#### **4.2 Generella kommentarer om riktlinjerna 2021–2025**

Regeringens riktlinjer ska utvärderas utifrån målet i budgetlagen om att statsskuden ska förvaltas så att kostnaden för statsskuden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas.

Regeringen behöver därför bilda sig en uppfattning vad som påverkar långsiktiga kostnader för statsskuden och vilka risker som finns. Riksgäldens riktlinjeförslag är en viktig källa för regeringens bedömning, men när det är relevant kan och ska regeringen väga in andra faktorer. När större förändringar inträffar i omvärlden bör regeringen ta ställning till om det har betydelse för kostnader och risk i statsskudsförvaltningen. Under utvärderingsperioden inträffade ett antal större förändringar med potential att påverka kostnader och risker förknippade med statsskudsförvaltningen.

Riktlinjerna för 2021 beslutades under hösten 2020. Pandemin hade då medfört en stor och oväntad höjning av statsskuden och den förutsågs fortsätta öka kraftigt de två följande åren, för att därefter minska. Regeringen bedömde att ökningen av statsskuden var tillfällig och den föranledde därför ingen ändring av riktlinjerna för statsskudsförvaltningen.<sup>14</sup> Regeringen bedömde också att riktlinjerna var tillräckligt

<sup>13</sup> Fram till 2014 användes ett något annorlunda mått för mätning av skuldandelen och riktlinjen uttrycktes då som 25 procent av statsskuden, enligt detta mått. Beloppsmässigt motsvarade det ca 20 procent enligt nuvarande mått.

<sup>14</sup> Se regeringens Riktlinjer för statsskudsförvaltningen 2021, s. 1.

flexibla för att hantera den höga osäkerhet om skuldutvecklingen de närmaste åren som följde av coronapandemin.<sup>15</sup>

I riktlinjerna för 2022 bekräftades att ökningen av statsskulden till följd av coronapandemin var tillfällig och att statsskulden och lånebehovet förväntades sjunka även i närtid. Även Riksbankens återbetalning av valutalån bidrog till att sänka lånebehovet. I riktlinjebeslutet för 2022 skedde inga förändringar i styrningen jämfört med föregående år.

När riktlinjerna för 2023 beslutades hösten 2022 hade omvärldsläget förändrats radikalt i och med Rysslands invasion av Ukraina, med medföljande inflation och snabbt stigande räntor. Därtill hade likviditeten på statspappersmarknaden sjunkit, bl.a. på grund av Riksbankens köp av statsobligationer. Beträffande ränteläget konstaterade regeringen att utvecklingen av marknadsräntorna normalt sett har mindre betydelse för Riksgäldskontorets övergripande avvägning mellan kostnad och risk. Vid den avvägningen, 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.<sup>16</sup> Den sämre likviditeten på statspappersmarknaden föranledde ingen ändring av riktlinjerna, men regeringen nämnde att myndigheterna som ingår i det finansiella stabilitetsrådet tillsammans skulle kartlägga de olika obligationsmarknadernas funktionssätt.

Regeringen fastställde vidare i riktlinjebeslutet för 2023 att statsskuldens exponering i utländsk valuta ska avvecklas eftersom den medför högre risk utan att ge systematiska kostnads fördelar. Till grund för beslutet låg en omfattande analys som Riksgälden tagit fram. Riksgäldens analys kommenterades i föregående utvärderingsrapport och slutsatsen var då att analysen tydligt visade på en högre risk utan systematiska kostnads fördelar.<sup>17</sup> Regeringens beslut att avveckla valutaskulden kommenteras inte ytterligare i denna utvärderingsrapport.

Riktlinjerna för 2024 innehöll inga större förändringar. Omvärldsläget hade inte heller förändrats drastiskt sedan föregående riktlinjebeslut. Regeringen noterade Riksgäldens arbete med att analysera statsskuldens sammansättning och löptid i syfte att undersöka om nuvarande analysram ger resultat som motiverar förslag till ändrade riktlinjer. Resultatet av detta arbete skulle kunna komma att innebära att regeringens styrning av statsskuldens sammansättning skulle kunna justeras framöver.<sup>18</sup>

I riktlinjerna för 2025 konstaterades att likviditeten på statsobligationsmarknaden hade blivit något bättre, då statsskulden ökat samtidigt som Riksbanken successivt

<sup>15</sup> Se regeringens Riktlinjer för statsskultsförvaltningen 2025, s. 19.

<sup>16</sup> Se regeringens Riktlinjer för statsskultsförvaltningen 2023, s. 14.

<sup>17</sup> ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023*. Rapport, s. 15 och 16.

<sup>18</sup> Se regeringens Riktlinjer för statsskultsförvaltningen 2024, s. 13.

minskat sitt obligationsinnehav. Vidare hade Riksgäldens analysarbete, som nämndes i riktlinjerna för 2024, slutförts. Det ledde till två viktiga riktlinjeförändringar: minskad real upplåning och byte av löptidsmått. Då dessa riktlinjeförändringar inte har kommenterats i tidigare utvärderingar kommenteras de mer utförligt i avsnitt 4.3 och 4.4.

Intervallet för statsskuldens löptid har under hela perioden 2021–2025 legat på 3,5–6,0 år. När löptidsmålet ändrades från duration till genomsnittlig räntebindningstid innebär det att löptiden förlängdes med i storleksordningen 0,2 år.<sup>19</sup> I praktiken innebär det att styrningen går mot en något kortare löptid.

**Statskontoret bedömer** att regeringen i riktlinjerna för utvärderingsperioden har adresserat större omvärldsförändringar och på ett övergripande plan övervägt om de föranleder ändringar i riktlinjerna. Enligt Statskontoret är det vid just sådana större förändringar särskilt angeläget att regeringen gör en samlad bedömning av statsskuldsvältningen, då regeringens bedömning kan inbegripa andra överväganden än de som naturligen ankommer på Riksgälden att göra, t.ex. val av önskad risknivå. Framöver kan möjligen det försämrade geopolitiska läget föranleda ytterligare överväganden och kanske ett större fokus på finansierings- och refinansieringsrisker. Det skulle också kunna föranleda en analys av om överupplåning ska tillåtas i likviditetsförvaltningen.

### 4.3 Minskad realskuld

I riktlinjerna för 2025 redogjorde regeringen för skälen att minska realskuden till en målnivå på 80 miljarder kronor i nominellt belopp. Regeringen tog särskilt fasta på att den nuvarande andelen realskuld varken bidrar till att minska de samlade kostnaderna eller riskerna i statsskuden. Samtidigt bedömde regeringen att det fanns skäl för att behålla skuldslaget som en mindre del av statsskuden. Ett skäl är att realskuden skulle kunna bli ett kostnadsminimerande inslag i framtiden. Ett annat skäl är att Riksgälden i framtiden skulle kunna behöva öka upplåningen kraftigt. Genom att låna i flera skuldslag när man potentiellt fler investerare. Regeringen noterade också att Riksgälden bedömde att det, givet förutsättningarna med en låg statsskuld och en försämrad marknadslikviditet för statsobligationer, är svårt att upprätthålla en likvid andrahandsmarknad för både nominella och reala obligationer. Regeringens bedömning var att det fanns skäl att prioritera nominella obligationer, något som också Ekonomistyrningsverket (ESV) påpekat i flera utvärderingar.<sup>20</sup>

<sup>19</sup> Bedömningen av effekten av det förändrade löptidsmålet är baserad på Riksgälden, *Sveriges statsskuld december 2024* och på Riksgälden, *Sveriges statsskuld januari 2025*, avsnittet Löptider som de mäts i styrningen av förvaltningen.

<sup>20</sup> Se Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2025 (Finansdepartementet november 2024), ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023* och ESV 2022:22, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021*. Från den 1 januari 2026 har ESV bytt namn till Statskontoret.

Regeringens beslut om minskad realskuld var i linje med Riksgäldens förslag. Analyser i Riksgäldens riktlinjeförslag för 2025 var också det viktigaste underlaget för regeringens beslut. Dessa analyser, är den viktigaste källan för att bedöma den kunskap som fanns vid beslutstillfället.

Analyserna bygger på en jämförelse mellan inflationsförväntningarna och den inflationsnivå som krävs för att en real och en nominell obligation ska ge samma avkastning, den s.k. breakeven-inflationen. Ett centralt antagande är att de inflationsförväntningar som uppmäts i enkäter bland aktörer på marknaden utgör goda skattningar av inflationen. Det går inte att observera om så är fallet, men det skulle krävas en systematisk överskattning på över 0,5 procentenheter för att det i förväntan ska vara billigare att emittera realskuld än nominell skuld.

ESV har i tidigare utvärderingar efterfrågat en samlad bedömning av om realupplåningen bidrar till att minska kostnaderna för statsskulden.<sup>21</sup> Riksgälden genomförde under 2024 en sådan utvärdering och kom fram till att både kostnader och risk sannolikt är högre för realupplåning än för nominell upplåning. Riksgälden föreslog därför en neddragning till den nivå som regeringen sedan beslutade i riktlinjerna för 2025.

**Statskontoret välkomnar** Riksgäldens analys och bedömer regeringens beslut som välgrundat. En källa till osäkerhet i analysens slutsatser är att den bygger på antagandet att inflationsförväntningarna som uppmäts i enkäter bland aktörer på marknaden i förväntan är rätt. Statskontoret känner dock inte till någon bättre metod att bedöma inflationsförväntningarna. Att skillnaden mellan förväntad inflation i enkäter och marknadsprissättningen av inflation på realobligationsmarknaden är så pass stor som 0,5 procentenheter medför också att det finns en ganska stor marginal för eventuell bias i enkätmätningarna, innan kostnadsnackdelen med realobligationer vänds till sin motsats. Enligt Statskontorets bedömning förefaller beslutet därmed som välgrundat. Det är emellertid värt att notera att den sannolika nackdelen för realobligationer i termer av förväntade kostnader ibland uttrycks i termer av ett faktum snarare än en hög sannolikhet, både i Riksgäldens förslag till riktlinjer och i regeringens motivetext till beslutet.

Givet svårigheten att skilja ut inflationsförväntningar från olika premier vid en kostnadsjämförelse mellan nominell och real upplåning anser Statskontoret att det är angeläget att löpande förnya bedömningen av kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning. Både ändrade sakförhållanden och förbättrade metoder för att kvantifiera inflationsförväntningarna kan aktualisera en ny bedömning av

<sup>21</sup> Se Lex. ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023*, s. 35 och 36 samt ESV 2022:22, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021*, s.15-16. Från den 1 januari 2026 har ESV bytt namn till Statskontoret.

realupplåningens relativa kostnad. Samtidigt är det en fördel om storleken på upplåningen i reala obligationer är förutsägbar för investerare. Ett kontinuerligt analysarbete kan därför kombineras med en viss konservatism i fråga om ändringar av storleken på realupplåningen.

#### 4.4 Nytt löptidsmått

Räntan varierar över tid och det går inte att med säkerhet veta vilken ränta man kommer att möta vid ett framtida lånebehov. För låntagaren innebär det att det inte går att förutsäga vilka ränteutgifter man kommer att ha för framtida upplåning.

Den framtida upplåningen kan delas upp på nettolånebehovet och ett refinansieringsbehov för lån som löper ut, eller för vilka räntebindningstiden löper ut. Genom att binda räntan i förväg kan låntagaren minska osäkerheten om framtida räntekostnader. Eftersom låntagare i allmänhet vill undvika osäkerhet är efterfrågan på lån med lång räntebindningstid hög. Det gör att räntan tenderar att vara högre för lån och värdepapper med lång räntebindningstid. Det tenderar därför att kosta pengar att ha en lång räntebindningstid, vilket leder till att staten som låntagare måste göra en avvägning mellan kostnad och risk.

##### 4.4.1 Duration och räntebindningstid

Ett sätt att mäta ränterisk är duration<sup>22</sup>, dvs. hur lång löptiden är i genomsnitt för alla utbetalningar som är kopplade till befintlig upplåning. Durationen beräknas utifrån diskonterat nuvärde av samtliga betalningar som härrör från en obligation, dvs. både kupongutbetalningar och förfallobeloppet.

För en nollkupongobligation sammanfaller durationen med obligationens återstående löptid, medan durationen för obligationer med kupongutbetalningar är kortare än obligationens återstående löptid. Om kupongen är stor och återstående löptid lång är durationen därför avsevärt kortare än tiden till förfall. I december 2025 hade t.ex. Svenska statens obligation med förfall 2071 (SGB 1064) 45,5 år kvar till förfall, men en duration på 29,1 år.

För obligationsinvestorare anger durationen hur många procent värdet på en obligationsportfölj ändras om räntan skiftar upp en procentenhet för samtliga löptider. För obligationsinvestorare innebär en hög duration en hög ränterisk, medan det för låntagare omvänt innebär en låg ränterisk.

Eftersom durationen utgår från nuvärdet av en betalningsström så påverkas durationen av diskonteringsfaktorn, dvs. marknadsräntan. När marknadsräntan stiger

---

<sup>22</sup> Det finns olika definitioner av duration. I den här utvärderingen avses genomgående Macaulay-duration.

faller durationen och vice versa. För att hålla durationen på statsskuden konstant behöver den genomsnittliga löptiden justeras i motsatt riktning till marknadsräntan.

Ett annat sätt att mäta ränterisk är genomsnittlig återstående räntebindningstid. Måttet kan beräknas med eller utan hänsyn till kupongutbetalningar. Skillnaden mellan att inkludera eller utelämnas kupongbetalningar kan förklaras med följande exempel: En femårig obligation med ett nominellt värde på 100 och en årlig kupong på 5 har utan hänsyn till kupongbetalningar en räntebindningstid på 5 år. Om kupongbetalningar inkluderas i beräkningen multipliceras de med tiden till betalning. Även det nominella beloppet multipliceras med tiden till förfall. Sedan beräknas genomsnittet. För obligationen i det här exemplet blir beräknas räntebindningstiden med hänsyn till kupongbetalningar till  $(5*1+5*2+5*3+5*4+5*5+100*5)/125 = 4,6$  år.

En obligation med kupong kan ses som summan av ett antal nollkupongobligationer motsvarande varje kupongbetalning och det nominella beloppet. Ekonomiskt sett är en femårig obligation med ett nominellt värde på 100 och en årlig kupong på 5 likvärdig med fem nollkupongobligationer med ett nominellt belopp på 5 och 1, 2, 3, 4 respektive 5 års löptid och en nollkupongobligation med ett nominellt belopp på 100 och 5 års löptid. Om man beräknar genomsnittlig räntebindningstid med hänsyn tagen till kupongbetalningar spelar det ingen roll om obligationen delas upp i ett antal nollkupongobligationer, eller om den emitteras som en vanlig obligation med kupong. Om man inte tar hänsyn till kupongbetalningarna blir löptiden däremot 5 år, dvs. längre än om man tar hänsyn till kupongbetalningarna.

Om kupongen är stor och återstående löptid lång blir det stor skillnad i räntebindningstid beroende på om kupongen beaktas eller ej. I december 2025 hade t.ex. Svenska statens obligation med förfall 2071 (SGB 1064) och en årlig kupong på 1,375 procent en räntebindningstid på 45,5 år utan hänsyn till kuponger och 37,8 år med hänsyn till kuponger.

Så här långt kan det förefalla välmotiverat att inkludera kupongbetalningar vid beräkning av räntebindningstiden – och det är också rimligt så länge man ser på en enskild obligation. Om man ser på en portfölj av obligationer kompliceras beräkningen av att långa obligationer väger tungt när kupongerna tas med, helt enkelt för att summan av deras kuponger blir stor. När de långa obligationerna väger tyngre så ger det en längre löptid för portföljen som helhet. Denna effekt kan bli så stor att portföljens löptid förlängs av att man räknar med kupongerna – trots att varje obligation i portföljen får en kortare löptid när kupongerna tas med i beräkningen. Att ta med kupongerna i beräkningen av räntebindningstiden medför därför inte någon entydig förbättring av räntebindningsmålet.

Slutligen ska det noteras att genomsnittlig räntebindningstid som begrepp skiljer sig från begreppet genomsnittlig återstående löptid på så sätt att effekten på räntebindningstiden av olika derivat<sup>23</sup> ingår i räntebindningstiden, men inte i återstående löptid. Vidare kan det noteras att skillnaden mellan räntebindningstid med hänsyn tagen till kuponger skiljer sig från duration genom att betalningarna nuvärdesdiskonteras till marknadsräntan vid durationsberäkningen. Det är därför durationen påverkas av marknadsräntan, men inte räntebindningstiden.

#### 4.4.2 Fördelning av förfall över tid

Durationen och räntebindningstiden anger bara den genomsnittliga återstående löptiden. Det är stor skillnad på att ha en liten del av statsskulden bunden på mycket lång tid och att ha stor del av statsskulden bunden en kort tid även om den genomsnittliga löptiden är samma för dessa låneprofiler. En mycket lång obligation kan dra upp den genomsnittliga durationen i statsskuldportföljen avsevärt, trots att större delen av obligationsmassan har kort räntebindningstid. Om hela statsskulden har en ränta som är bunden i fem år så är durationen densamma som om räntan är bunden i 50 år för en tiondel av statsskulden och resten av statsskulden har rörlig ränta. I praktiken är dock riskprofilen helt olika. På kort sikt påverkar inte en ränteförändring statens räntekostnader alls i det första fallet, medan den slår igenom till 90 procent i det andra fallet.

Om upplåningsräntan ändras så ändras räntekostnaderna allteftersom den bundna delen av statsskulden löper ut. Det är därför intressant att se hur stor del av statsskulden som har bunden ränta på olika tidshorisonter. Det säger något om hur snabbt staten behöver agera om det hypotetiskt sker en stor och plötslig ränteförändring.

---

<sup>23</sup> Med hjälp av derivat går det att byta fast mot rörlig ränta, eller vice versa, och på så sätt förkorta eller förlänga räntebindningstiden på lämpligt sätt.

I ett europeiskt perspektiv har Sverige en stor andel av den offentliga skulden som förfaller inom det närmaste året och en låg andel som förfaller om mer än fem år. I Tabell 3 redovisas hur förfallen för den offentliga förvaltningens konsoliderade bruttoskuld, den s.k. Maastrichtskulden, fördelar sig över tiden.

**Tabell 3 Förfalloprofil, andel av Maastrichtskulden 2024, procent**

Land	0-1 år	1-5 år	5- år	Totalt
Estland	1	3	96	100
Bulgarien	7	28	64	100
Litauen	10	33	57	100
Tjeckien	10	35	55	100
Slovakien	9	25	66	100
Cypern	9	39	52	100
Lettland	13	41	47	100
Slovenien	9	26	65	100
Malta	13	37	50	100
Polen	12	47	41	100
Rumänien	14	34	52	100
<b>Sverige</b>	26	38	36	100
Ungern	15	46	40	100
Österrike	13	30	57	100
Tyskland	18	34	48	100
Kroatien	20	29	51	100
Finland	15	31	55	100
Belgien	13	23	64	100
<b>EU27</b>	16	33	50	100
Spanien	14	34	52	100
<b>Eurozonen</b>	17	32	51	100
Frankrike	17	35	48	100
Portugal	26	25	50	100
Italien	20	32	49	100

Källa: Eurostat.

Sett utifrån andel av Maastrichtskulden som förfaller i relativ närtid kan det framstå som att Sverige tar mycket risk jämfört med andra europeiska länder. Det mått på ränterisk som är viktigast för staten är dock inte vilken andel av skulden som är

räntesäkrad, utan den absoluta storleken på risken i kronor och ören i förhållande till ekonomins storlek. I Tabell 4 visas därför hur förfallen fördelar sig över tid sett som andel av BNP. Mätt på detta sätt har Sverige tvärtom en betydligt lägre ränterisk än genomsnittet i EU.

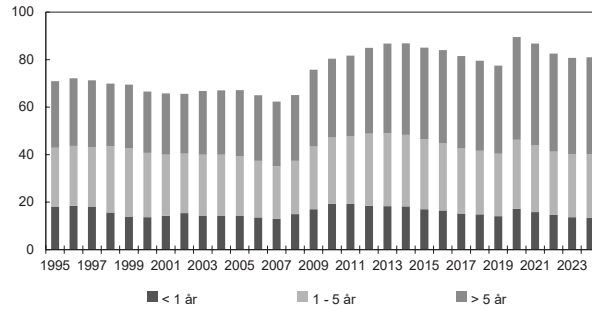
**Tabell 4 Förfalloprofil, Maastrichtskulden som andel av BNP 2024, procent**

Land	0–1 år	1–5 år	5– år	Totalt
Estland	0,2	0,7	22,7	23,6
Bulgarien	1,7	6,9	15,5	24,1
Litauen	3,7	12,6	22,0	38,2
Tjeckien	4,4	15,3	23,8	43,6
Slovakien	5,6	14,8	39,0	59,3
Cypern	5,7	25,6	33,7	65,0
Lettland	5,9	19,1	21,8	46,8
Slovenien	6,0	17,5	43,5	67,0
Malta	6,1	17,8	23,5	47,4
Polen	6,7	25,9	22,7	55,3
Rumänien	7,7	18,6	28,5	54,8
<b>Sverige</b>	8,6	12,7	12,2	33,5
Ungern	10,8	33,5	29,1	73,5
Österrike	10,9	24,5	46,4	81,8
Tyskland	11,1	21,3	30,0	62,5
Kroatien	11,5	16,8	29,3	57,6
Finland	11,9	25,2	45,0	82,1
Belgien	13,2	24,4	67,1	104,7
<b>EU27</b>	13,3	26,9	40,7	81,0
Spanien	14,1	35,1	52,6	101,8
<b>Eurozonen</b>	14,5	28,4	44,5	87,4
Frankrike	18,7	40,0	54,2	113,0
Portugal	24,5	23,3	47,1	94,9
Italien	26,6	42,7	66,0	135,3

*Källa: Eurostat.*

Sett över tid har förfallostrukturen för statsskuden inom EU varit relativt stabil, men med en liten tendens till att andelen med förfall längre bort än fem år stigit efter finanskrisen. En möjlig förklaring till det kan vara att ökat fokus på hållbarheten i euroländernas statsfinanser har gjort att länderna inte vill ha så stora förfall i närtid.

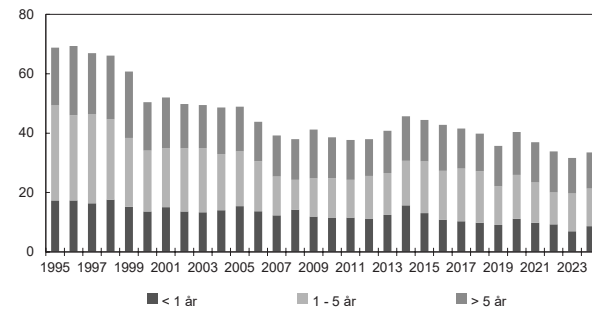
**Figur 7 EU-ländernas Maastrichtskuld som andel av BNP och med förfalloprofil, procent**



Källa: Eurostat.

I Sverige är det kanske mest noterbara hur mycket skuden har sjunkit, mätt som andel av BNP.

**Figur 8 Sveriges Maastrichtskuld som andel av BNP och med förfalloprofil, procent**



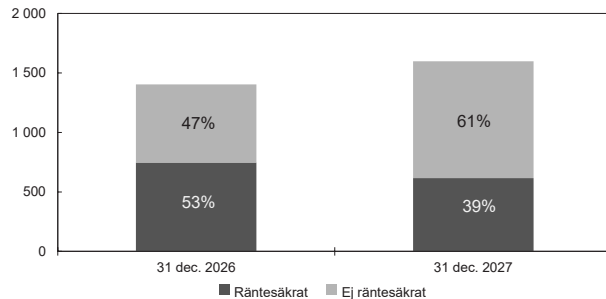
Källa: Eurostat.

#### 4.4.3 Räntekänsligheten i statens upplåning

För staten är det en intressant fråga hur ränteförändringar påverkar kostnaderna för statsskulden sett över tid. I kombination med statsskuldens förfallostruktur avgör statens nettolånebehov hur räntekostnaderna påverkas av framtida ränteförändringar. Idealt sett bör därför inte bara löptiden för befintlig upplåning beaktas utan också den framtida nettoupplåningen. Om staten har ett nettoöverskott som är lika stort som skuldförfallen under ett år så har staten inte behövt låna någonting till aktuell ränta. Om nettolånebehovet är stort tar staten däremot en ränterisk även om inga lån förfaller överhuvudtaget. Ränterisken påverkas därför också av upplåningsbehovet.

I Figur 9 visas hur stor del av den framtida statsskulden vid olika tidpunkter som är räntesäkrad per 31 december 2025. Staplarna ska läsas som att 53 procent av statsskulden per 31 december 2026 har en ränta som redan är bestämd per 31 december 2025, medan 47 procent har fått lånas upp till en ränta som inte är det. Vid utgången av 2027 kommer 39 procent av statsskulden att ha en räntesats som var bestämd redan 31 december 2025, medan 61 procent av statsskulden har en ränta som fastställts efter 31 december 2025. Att andelen av statsskulden som inte är räntesäkrad stiger över tid beror dels på att en del gamla lån förfaller och dels på att det, enligt prognosen, kommer att ske en nettoupplåning under 2026 och 2027. Denna nya upplåning kommer att få den ränta som råder då lånen tas upp. Det bör också noteras att siffrorna är kopplade till avläsnings tidpunkten (31 december 2025). Allteftersom ny upplåning sker kommer den räntesäkrade andelen att öka. Eftersom upplåning i obligationer med lång räntebindingstid kommer att tillkomma under åren framöver blir andelen statsskuld som är räntesäkrad i framtiden större än vad som visas i diagrammen. Den del av skulden som räntesäkras efter 31 december 2025 kommer att säkras till den då aktuella räntan, som vi inte känner till idag.

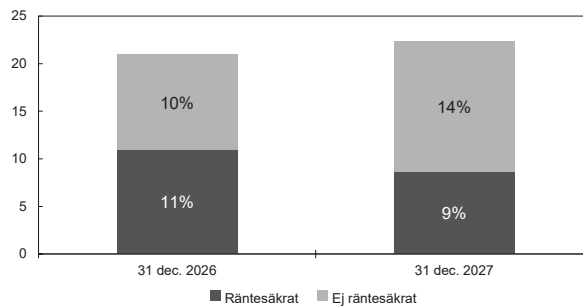
**Figur 9 Statsskuld per 31 december 2025, miljarder kronor**



Anm.: Procenttalen i staplarna visar hur stor andel av skulden som är räntesäkrad eller ej.  
Källa: Egna beräkningar baserade på Riksgälden 2025:2, Statsupplåning, prognos och analys.

Det mått på ränterisk som kanske är viktigast för staten är inte vilken andel av statsskulden som är räntesäkrad, utan hur stor risken är i kronor och ören i förhållande till ekonomins storlek. I Figur 10 visas därför den räntesäkrade och den ej räntesäkrade statsskulden som andel av BNP. Slutsatsen är att om upplåningsräntan stiger med 1 procentenhet den 1 januari 2026 och ligger kvar på den nya nivån framöver, kommer statens räntekostnader att öka med 0,10 procent av BNP 2026 och med 0,14 procent av BNP 2027.

**Figur 10 Statsskuld som andel av BNP per 31 december 2025, procent**



Anm.: Procentalen i staplarna visar räntesäkrad och ej räntesäkrad skuld som andel av BNP  
Källa: Egna beräkningar baserade på Riksgälden 2025:2, Statsuppläning, prognos och analys.

#### 4.4.4 Användningen av löptidsmått under olika perioder

Statsskulden ska enligt 5 kap. 5 § i budgetlagen förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Det överordnade riskmålet ska enligt regeringens riktlinjer vara variationer i den genomsnittliga emissionsräntan.

I styrningen av Riksgälden använder regeringen statsskuldens löptid som styrvariabel. De första åren som regeringen lämnade riktlinjer till Riksgälden fanns det också med en riktlinje om hur stor del av statsskulden som maximalt fick förfalla inom ett år och en riktlinje för hur stor del av statsskulden som maximalt fick förfalla per år för åren därefter. Efter 2004 används enbart löptid som styrvariabel för risktagande.

Löptiden kan mätas på olika sätt och 2025 valde regeringen att övergå från duration till återstående räntebindningstid. Skälet till bytet var att durationen ändras sig när marknadsräntan ändras. Det är dock inte första gången som löptidsmålet ändrats. I de allra första riktlinjerna från 1999 användes räntebindningstid. Redan året efter

ändrades det dock till duration, då durationsmålet var mer lämpat för den utvärdering som då gjordes mot marknadsvärderade benchmark-portföljer.

Nästa förändring inträffade 2006. Det praktiska svårigheterna med att använda räntebindningstid hade försvunnit och regeringen konstaterade också att den ändring i durationen som uppstår vid ränteförändringar försvårade för Riksgälden att hålla sig inom löptidsintervallet. Vid beräkningen av räntebindningstiden togs hänsyn till både obligationernas nominella belopp och framtida kupongbetalningar.

År 2015 skedde en återgång till duration. Bakgrunden var att duration, till skillnad mot det dåvarande måttet på räntebindningstid, ofta var använt av andra marknadsaktörer och på så sätt mer transparent mot marknaden.

#### 4.4.5 Valet av löptidsmätt

Statskontoret menar att en grundläggande fråga är vad regeringen önskar uppnå med att ange riktlinjer för statsskuldens löptid. På ett övergripande plan förefaller syftet vara att ange en avvägning mellan kostnad och risk, där lång löptid kan förväntas medföra lägre risk, men högre kostnader. En justering av riktlinjerna används enligt detta synsätt för att markera statens attityd till risk, där förkortningar anger ökad riskvillighet och förlängningar markera minskad riskvillighet.

Att durationen förändras med ränteläget uppfattas av både regeringen och Riksgälden som problematiskt, då löptidsmålet ändras även vid oförändrat beteende hos Riksgälden. En fråga här är hur strikt Riksgälden bör förhålla sig till riktlinjen för löptiden om löptiden mäts med duration och räntan ändrar sig kraftigt på kort tid. Om regeringen skulle ange att det finns möjlighet för Riksgälden att "se igenom" förändringar i durationen som är kopplade till stora och plötsliga ränteförändringar så skulle risken för icke-önskvärda effekter av att använda durationsmålet kunna minskas betydligt.

För de köpare av statspapper som önskar maximera marknadsvärdet av sin värdepappersportfölj är durationen ofta ett användbart mått, så gentemot köparna av statsobligationer är det ett mer transparent mått.

Räntebindningstiden påverkas inte av marknadsräntan, vilket gör det enklare att hålla den uppmätta ränterisken inom ett önskat intervall.

En tydlig nackdel med löptidsmålet räntebindningstid är att det inte beaktar kupongbetalningar. Allt annat lika är det en betydande skillnad i löptidsprofil mellan statsobligationer med liten eller stor kupong, särskilt om obligationerna har lång återstående löptid. Det skulle kunna framstå som en enkel lösning att helt enkelt inkludera kupongerna vid beräkningen av räntebindningstiden. Det fungerar som

avsett för en enskild obligation. Men för en obligationsportfölj blir en effekt att långa obligationer väger tyngre när kupongerna tas med, vilket förlänger löptiden för portföljen som helhet. Denna effekt kan bli så stor att portföljens löptid förlängs av att man räknar med kupongerna, trots att räntebindningstiden för alla ingående obligationer förkortas. Att ta med kupongerna i beräkningen av räntebindningstiden medför därför inte någon entydig förbättring av räntebindningsmättet.

**Statskontoret bedömer sammanfattningsvis** att både det tidigare löptidsmättet, duration, och det nuvarande löptidsmättet, räntebindningstid, har nackdelar. Valet av löptidsmätt är därför en fråga om att väga olika för- och nackdelar mot varandra.

Om regeringen i framtiden skulle återgå till att använda duration som löptidsmätt anser Statskontoret att det vore lämpligt att i samband med det uttala att det finns möjlighet för Riksgälden att "se igenom" effekten av ränteändringar på durationen om ränteändringen är kraftig och sker plötsligt.

Durationen och räntebindningstid är renodlade ränteriskmätt. För staten är även andra risker av intresse, som refinansieringsrisk och låneberedskap. Även dessa risker har ett samband med statsskuldens löptid, men fångas inte nödvändigtvis särskilt väl av vare sig duration eller räntebindningstid. I regeringens riktlinjer för 2026 (som faller utanför Statskontorets utvärderingsuppdrag) uttalar regeringen att Riksgälden förväntas att tydligare redovisa hur refinansieringsrisker beaktas.<sup>24</sup> **Statskontoret ser positivt på det** och ser gärna att regeringen framöver har beredskap att om behov uppstår ange mer detaljerade riktlinjer för hanteringen av refinansieringsrisker och låneberedskap. Exempelvis skulle regeringen om osäkerheten i omvärlden består eller t.o.m. ökar kunna se ett ökat behov av god låneberedskap och låg refinansieringsrisk. Det kan då vara bra att redan nu börja undersöka hur en sådan styrning i så fall ska gå till, om den ska vara kvalitativ eller kvantitativ och vilka kvantitativa parametrar som ska användas om regeringen skulle välja att gå den vägen i framtiden.

#### 4.5 Uppdraget om utvecklad utvärdering

I den senaste utvärderingen, som gällde 2019–2023, pekade ESV på att det var svårt att dra tydliga slutsatser om hur kostnad och risk påverkats av skuldens sammansättning och löptid baserat på de underlag som fanns tillgängliga.<sup>25</sup> ESV uppmanade därför regeringen att tydliggöra vilka aspekter som regeringen avser att utvärdera och därmed vilka underlag som Riksgälden ska tillhandahålla. Regeringen gav därefter Riksgälden i uppdrag att:

- motivera vilka aspekter av statsskuldens förvaltning som bör utvärderas och hur

<sup>24</sup> Se regeringens Riktlinjer för statsskuld förvaltningen 2026, sida 20.

<sup>25</sup> ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023*.

- analysera om och föreslå metoder för hur utvärderingen av förvaltningen av statsskulden kan utvecklas och förtydligas
- särskilt redogöra för hur avvägningar mellan kostnad och risk i förvaltningen av statsskulden kan utvärderas.<sup>26</sup>

Riksgälden redovisade sina slutsatser i riktlinjeförslaget för 2026. Beträffande utvärderingen av löptiden såg Riksgälden att en mer utförlig analys i riktlinjeförslagen framöver skulle underlätta utvärderingen, oavsett om förslaget är att förändra riktvärdet för löptiden eller att lämna det oförändrat. Riksgälden kommer att som ett stående inslag i riktlinjeförslagen följa upp ränteomsättningsrisken och analysera dess påverkan på avvägningen mellan kostnad och risk i beslutet om löptidsstyrningen. Riksgälden har tagit fram en metod för att analysera kostnader och risk genom att simulera utfall för olika portföljer utifrån slumpmässiga hypotetiska scenarier. En samlad bedömning, som även väger in andra risker och aspekter, kommer därtill att göras.

**Statskontoret bedömer** att Riksgäldens förslag till utvidgad analys är ändamålsenliga. Statskontoret instämmer också i Riksgäldens bedömning att kvantitativa analyser av avvägningen mellan kostnad och risk har ett värde för utvärderingen och det är också något som ESV efterfrågat i tidigare utvärderingar. Statskontoret delar också bedömningen att en sådan analys inte kan användas mekaniskt för en utvärdering.

Den av Riksgälden framtagna metoden är starkt beroende av ingående antaganden och data. Som Riksgälden själv redovisar på ett öppet sätt så blir det väldigt olika resultat om man använder faktiska data 1997–2009 som indata, jämfört med om perioden utsträcks till 1997–2019.<sup>27</sup> Även modelleringen av räntekurvan skiljer sig mycket om man använder olika skattningsmetoder. Riksgäldens metod för att simulera utfall innebär att man tar fram ett mycket stort antal utfall utifrån antagna fördelningar för indata. En annan metod som kan användas är scenariobaserade simuleringar då ett eller ett fåtal olika scenarier med indata tas fram. För scenariobaserade simuleringar går det inte att tala om sannolikheter för olika utfall, utan det som faller ut ur simuleringen är en beräkning av utfallet om scenariot inträffar. Det är dock viktigt att inte övertolka simuleringsmodeller som tar fram ett mycket stort antal utfall. I slutänden bygger både väntevärden och fördelningen av utfallen på ingående antaganden och på skattningsmetoder för parametrar som används i modellen, så det är inte ett sätt att komma förbi det faktum att om något

<sup>26</sup> Regleringsbrev för Riksgäldskontoret 2025.

<sup>27</sup> Se Riksgälden Fokusrapport 2025:1 Ramverk för att analysera statsskuldens kostnad och risk – En simuleringsstudie, Petter Dahliström och Dong Zhang.

inträffar som man inte har beaktat vid framtagandet av modellen så kommer modellen att missa det.

Att metoden som Riksgälden har tagit fram inte är perfekt innebär inte att den är oanvändbar – tvärtom har det ett stort värde att försöka siffersätta avvägningen mellan kostnad och risk. Det gör att ingående antaganden tydliggörs och att rimligheten i dem kan bedömas. Det visar också vilka antaganden som är viktiga för slutresultatet. Det finns alltid en viss risk för att modeller över tid börjar användas mekaniskt, men Riksgälden är tydlig med att det är viktigt att göra en samlad bedömning där även faktorer som faller utanför modellen beaktas och där representativiteten av de indata som använts i simuleringarna bedöms.

**Statskontoret instämmer** i att det är önskvärt att Riksgälden föreslår utvärderingsmetoder för val av olika riktlinjer inför riktlinjebesluten. Samtidigt instämmer Statskontoret i att en enkel ex-postutvärdering vanligen säger ganska lite om kvaliteten på beslutet utifrån den information som fanns vid beslutstillfället.

I Riksgäldens förslag till riktlinjer och i regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldshöjningen dokumenteras resonemanget som motiverade beslutet. Denna dokumentation kommer sannolikt även fortsättningsvis att vara det viktigaste underlaget för att bedöma besluten om riktlinjerna. Den kvantitativa analysen och utfallsanalysen kan komplettera dessa underlag. Därtill kan processen att ta fram dessa analyser leda till förbättringar även i den kvalitativa analysen som ligger till grund för förslagen. En kvantitativ analys kan, även om den bygger på antaganden och även om framtagna sifferestimater inte är särskilt exakta, leda till att tydliggörs vilka faktorer och antaganden som är kritiska. Det ger en vägledning till var fokus bör ligga i den kvalitativa analysen.

## 5 Utvärdering av Riksgäldens följsamhet gentemot riktlinjerna

Riksgäldens interna styrning av statsskuldsförvaltningen sker inom ramen för de riktlinjer som regeringen årligen beslutar om. I både regeringens riktlinjer och i myndighetens instruktion framgår att Riksgälden ska fastställa principer för hur regeringens riktlinjer ska genomföras i praktiken. Riksgälden ska således ta fram interna riktlinjer som grundar sig på regeringens. De interna riktlinjerna fastställs av Riksgäldens styrelse och publiceras i myndighetens rapport Finans- och riskpolicy.<sup>28</sup> Det är operativa riktlinjer som reglerar utnyttjandet av positionsmandatet, löptiden i nominell respektive real kronsuld, valuta fördelningen i valuta exponeringen samt principer för marknads- och skuld vård. Därutöver tillämpar Riksgälden olika förvaltningsstrategier, policyer och praxis. Strategierna syftar till att skapa en effektiv statsskuldsförvaltning och en bra infrastruktur för statspappersmarknaden. Vidare syftar strategierna till att främja transparens och förutsägbarhet i upplåningen. Riksgälden publicerar prognoser för lånebehovet tillsammans med en låneplan två gånger per år. Låneplanen utgör underlag för beslut om emissioner.

Förutom att följa regeringens riktlinjer ska Riksgälden sträva efter att uppnå det övergripande målet i budgetlagen om att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. Den breda målformuleringen innebär att bedömningen får göras på en mer övergripande nivå, men det är också naturligt givet målets karaktär.

### 5.1 Skuldens sammansättning och löptid

I de årliga riktlinjerna görs en avvägning mellan kostnad och risk för statsskuldsförvaltningen. Detta görs främst genom valet av skuldens sammansättning och löptid. I detta avsnitt utvärderas Riksgäldens följsamhet mot regeringens riktlinjer avseende sammansättning och löptid. Även följsamheten mot Riksgäldens interna riktlinjer för löptiden utvärderas. Som kommer att framgå nedan i avsnittet följs både regeringens och de interna riktlinjerna fullt ut under hela utvärderingsperioden 2021–2025.

#### 5.1.1 Regeringens riktlinjer för statsskuldens löptid

Under hela utvärderingsperioden har statsskuldens löptid med god marginal legat inom det intervall på 3,5–6 år som regeringen fastställt i sina riktlinjer. Fr.o.m. 2020 tillämpas ett gemensamt styrintervall för hela statsskulden. Innan dess fanns ett separat styrintervall för den valutaexponerade skulden och ett gemensamt

<sup>28</sup> Under utvärderingsperioden publicerade Riksgälden en Finans- och riskpolicy. Fr.o.m. 2026 publiceras Finanspolicyen och Riskpolicyen separat.

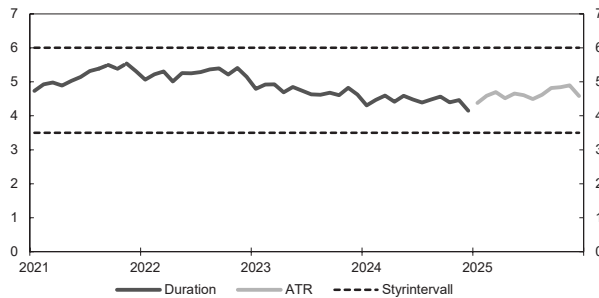
styrintervall för den reala och den nominella statsskulden. Längre tillbaka angav regeringens riktlinjer särskilda styrintervall för ytterligare ett antal delkategorier av statsskulden, men i och med att det särskilda riktlinjeintervallet för den valutaexponerade skulden togs bort så anger regeringen ett enda riktlinjeintervall.

Fram till utgången av 2024 mättes löptiden med duration och fr.o.m. början av 2025 med genomsnittlig återstående räntebindningstid (eng. ATR, average time to refixing).

I Figur 11 visas statsskuldens löptid under utvärderingsperioden. I mitten av 2021 steg den genomsnittliga löptiden några tiondels år, vilket berodde på att det emitterades en 50-årig statsobligation i juni 2021. Emissionen var på 10 miljarder kronor, vilket i sammanhanget inte är en särskilt stor emission. Men den mycket långa löptiden innebar att den trots allt fick en märkbar påverkan på den genomsnittliga löptiden.

Därefter sjönk löptiden, vilket till stor del förklaras av att stigande marknadsräntor innebär sjunkande duration.

**Figur 11 Statsskuldens löptid, år**



Källa: Riksgälden.

När löptidsmättet ändrades från duration till genomsnittlig återstående räntebindningstid ökade löptiden med några tiondels år. Denna ökning återspeglade inte någon ändring i faktisk löptid, utan vara bara en effekt av bytet av löptidsmätt. Implicit innebär det att regeringen fastställde ett något kortare löptidsintervall fr.o.m. 2025. Effekten är i sammanhanget måttlig, men kommenteras inte i regeringens riktlinjebeslut eller i Riksgäldens förslag till riktlinjer för 2025.

### 5.1.2 Riksgäldens interna riktlinjer för statsskuldens löptid

Regeringen har i sina riktlinjer för statsskultsförvaltningen angett att Riksgälden ska anta interna riktlinjer för löptiden för den nominella statsskuden i kronor, den reala statsskuden och valutaskuden.

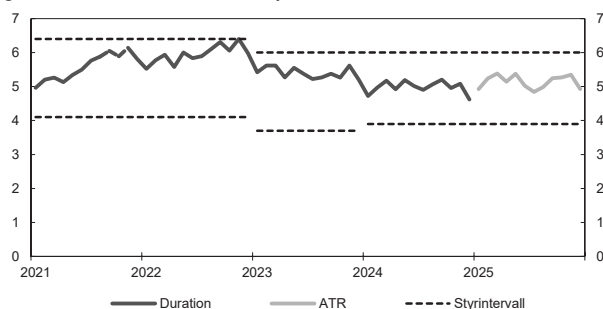
**Tabell 5 Styrintervall för statsskuldens löptid, år**

Skuldslag	Löptid 2021–2022	Löptid 2023	Löptid 2024–2025
Statsskuld (regeringsbeslut)	3,5–6,0	3,5–6,0	3,5–6,0
Nominell kronskuld (internt beslut)	4,1–6,4	3,7–6,0	3,9–6,0
Real kronskuld (internt beslut)	5,1–6,6	4,4–5,6	3,5–4,5
Valutaskuld (internt beslut)	0–1	0–1	0–1

Källa: Riksgälden.

För den nominella skuden låg löptiden nära intervallets övre gräns under delar av 2021 och 2022. Under 2023 var avståndet till den övre gränsen lite större och under 2024 och 2025 har löptiden legat nära mitten av styrintervall.

**Figur 12 Nominella kronskuldens löptid, år**

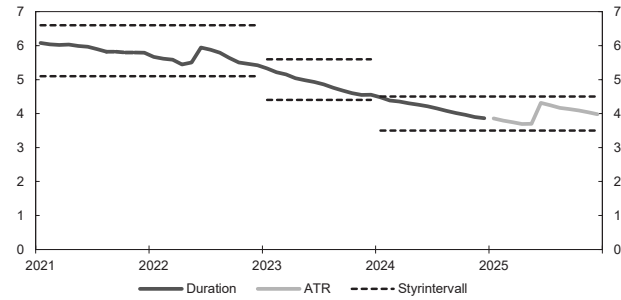


Källa: Riksgälden.

För den reala statsskuden är det tydligt hur löptiden hoppar upp vid ett par tillfällen. Det inträffar när en realobligation förfallit. En realobligation med förfall i närtid drar ned den genomsnittliga löptiden för den reala statsskuden. När en sådan obligation förfaller stiger den genomsnittliga löptiden.

Riksgälden har aktivt valt att låta löptiden för den reala skulden falla, vilket avspeglat sig i att både löptiden och styrintervall för den reala skulden sjunkit under utvärderingsperioden.

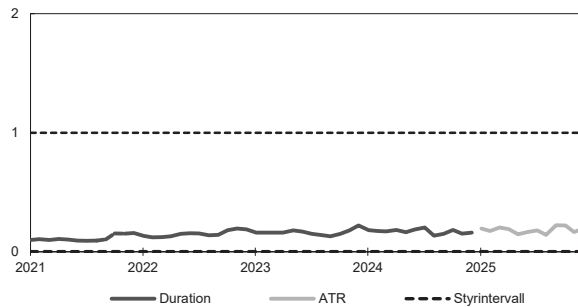
**Figur 13 Reala kronskuldens löptid, år**



Källa: Riksgälden.

Valutaskuldens löptid är mycket kort. Riksgäldens obligationer i utländska valutor valutasäkras. Det betyder att löptidsbidraget överförs till löptiden i svenska kronor. Valutaskulden som avses här består till största delen av derivatinstrument.

**Figur 14 Valutaskuldens löptid, år**



Källa: Riksgälden.

## 5.2 Refinansieringsrisker och låneberedskap

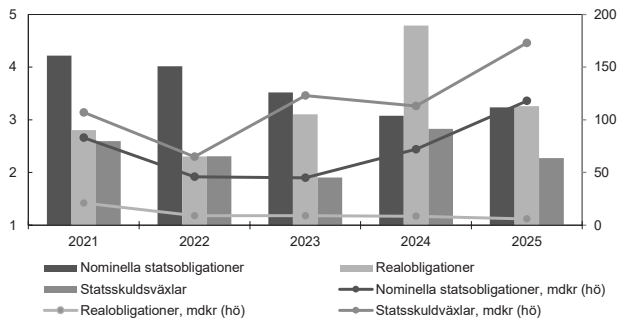
I detta delavsnitt utvärderas följsamheten mot riktlinje 14 och 15, om refinansieringsrisker och låneberedskap:

- Riktlinje 14. Riksgäldskontoret ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bl.a. genom att ge ut instrument med minst tio år till förfall.
- Riktlinje 15. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.

Inledningsvis har svenska staten goda förutsättningar att låna då staten har högsta möjliga kreditbetyg samtidigt som Sverige har goda statsfinanser. Det är ändå viktigt att löpande följa låneberedskapen. Som framgick av Tabell 3 och Tabell 4 har Sverige en relativt stor andel av den offentliga skulden som förfaller i närtid, men sett i relation till BNP har Sverige mindre förfall i närtid än de flesta länder. Det beror förstås på att Sverige har en låg nivå på den offentliga skuldsättningen.

Riksgäldens upplåning sker till största delen i regelbundna auktioner för statspapper. Om volymen av de bud som läggs i auktionerna överstiger den volym som Riksgälden erbjuder är den s.k. teckningskvoten större än 1. Teckningskvoten har varit hög under hela utvärderingsperioden och den lite högre emissionsvolymen 2025 medförde inte att teckningskvoten sjönk. Det indikerar god låneberedskap och låg refinansieringsrisk.

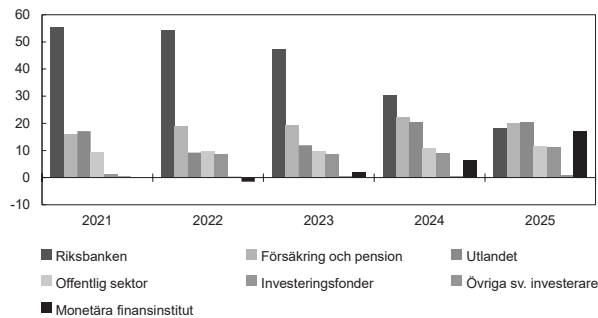
**Figur 15 Teckningskvot och emitterad volym i auktionerna av statspapper**



Anm.: Teckningskvoten är budvolym i relation till erbjuden volym i snitt i auktionerna under året. Enbart säljauktioner. Emitterad volym i miljarder kronor på höger axel.  
Källa: Riksgälden.

Under utvärderingsperioden har Riksbankens ägande av statspapper minskat kraftigt och samtliga andra grupperns andel av ägandet har ökat. I och med att Riksbanken har sålt av obligationer har mängden obligationer som är tillgängliga för andra investerare ökat. Det har en positiv inverkan på likviditeten på marknaden. Bankerna är aktiva på obligationsmarknaden i sin roll som återförsäljare, men de äger ofta obligationerna bara en kort tid för att sedan sälja dem. Deras innehav är därför vanligen litet. Under 2025 ökade de dock sina innehav och ökningen syntes framför allt i de nominella statsobligationer som är referenslån. Det kan enligt Riksgälden tyda på att bankerna mötte en ökad efterfrågan på ränteterminer från investerare och därför behövde hålla ett större innehav av statsobligationer för framtida leverans.<sup>29</sup>

**Figur 16 Innehav av nominella statsobligationer per investerarkategori, procent**



Anm.: Uppgifter om ägandet avser årsgenomsnitt och baseras på statistiken om värdepappersinnehav (VIINN) för perioden 2021 t.o.m. andra kvartalet 2025.  
Källa: Riksgälden.

**Sammantaget bedömer Statskontoret** att låneberedskapen har varit god och refinansieringsrisken låg under utvärderingsperioden. Investerarbasen är inte helt enkel att bedöma, särskilt inte längre bak i tiden. Statskontorets samlade intryck är dock att investerarbasen breddats i slutet av utvärderingsperioden i och med Riksbankens minskade innehav av statspapper, men att den fortfarande är mindre än längre tillbaka i tiden.

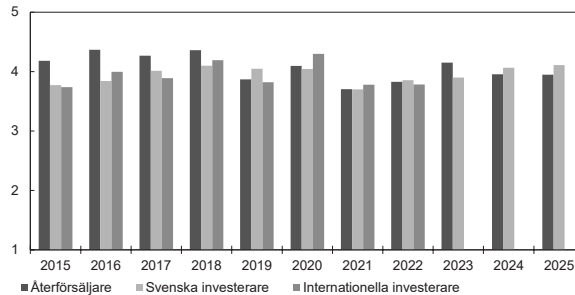
### 5.3 Marknads- och skuldvard

Riktlinje 16. Riksgäldskontoret ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.

<sup>29</sup> Riksgälden, Statsskuldens förvaltning, Underlag för utvärdering 2025 sida 24.

Ett sätt att bedöma Riksgäldens marknads- och skuldvard är hur Riksgälden faller ut i de regelbundna enkätundersökningar som utförts sedan 2004. Generellt sett har Riksgälden ett stabilt och gott betyg. Under 2021 och 2022 låg betygen på en något lägre nivå. Det är också en period då likviditeten på statsobligationsmarknaden försämrades, huvudsakligen på grund av Riksbankens stora obligationsköp. Det är tänkbart att de lägre resultaten dessa år återspeglar ett mer generellt missnöje med utvecklingen, snarare än Riksgäldens agerande. Det lägre betyget 2021 var också kopplat till utgivningen av den 50-åriga obligationen, vilket togs upp i utvärdering för det året.<sup>30</sup> En andra noterbar trend är att återförsäljare tenderar att sätta ett något lägre betyg än investerare i slutet av utvärderingsperioden. Innan 2019 var förhållandet det motsatta. Det ska dock noteras att det endast görs ett totalintervjuer med återförsäljare och drygt 30 med svenska investerare, så man bör vara försiktig med att dra säkra slutsatser.

**Figur 17 Marknadsaktörernas helhetsbetyg för Riksgälden, skala 1–5**



Källa: Riksgälden.

<sup>30</sup> ESV 2022:22, Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021, s.22-23.

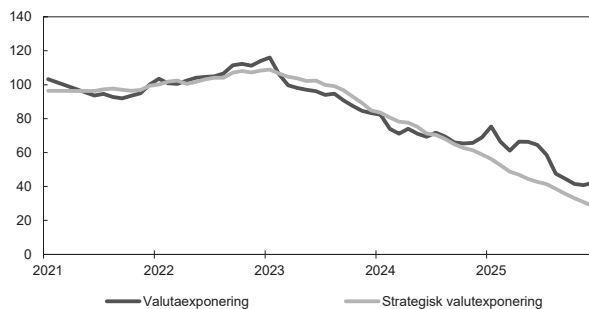
## 6 Utvärdering av utfallet av regeringens riktlinjeändringar

### 6.1 Skuldens valutaexponering avvecklas enligt plan

Den strategiska valutaexponeringen i statsskuden ska avvecklas successivt och anta riktvärdet noll fr.o.m. 2027. Figur 18 visar hur den har minskat sedan slutet av 2022 då avvecklingen återupptogs. Under 2020–2022 hölls den strategiska valutaexponeringen oförändrad; ökningen som syns i Figur 18 beror på förändringar i de valutakurser som används för att räkna om exponeringen till kronor.

Figuren visar också utvecklingen för den totala valutaexponeringen. I den ingår även en varierande del som är kopplad till den operativa förvaltningen. Att den varierande delen hade en stor påverkan på totalen under 2025 beror på ökade betalningar i utländsk valuta in och ut från staten.

**Figur 18 Statsskuldens valutaexponering, miljarder kronor**



*Anm.: Mätt till aktuella valutakurser, månadsgenomsnitt. Exponeringar inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen. Valutaexponeringar består av en strategisk och en varierande del. Uppdelningen infördes 2023 och har här även återskapats för tidigare år.  
Källa: Riksgälden.*

#### 6.1.1 Senarelagd valutaavveckling har hittills inneburit merkostnad

Den strategiska valutaexponeringen började avvecklas 2015. Regeringen beslutade sedan att lämna den oförändrad 2020–2022 i avvaktan på en översyn. I riktlinjebeslutet för 2023 beslutade regeringen att valutaexponeringen skulle vara avvecklad till slutet av 2027, dvs. en avvecklingsperiod på fyra år. Ett sätt att utvärdera beslutet att pausa avvecklingen är att jämföra den faktiska utvecklingen av valutaexponeringen med en fortsatt, hypotetisk neddragning med 20 miljarder kronor

per år för perioden 2020–februari 2025. Avvecklingsperioden kan delas upp i tre delar. Under den första delen, 2020–2022, skulle valutaexponeringen ha minskat med 20 miljarder kronor per år om avvecklingen hade fortsatt. Avvecklingen skulle ha skett till de valutakurser som rådde under perioden. Under mellanperioden 2023–februari 2025 avvecklades valutaexponeringen med ett något större belopp, ca 5 miljarder kronor per år, än i alternativscenariot. Under perioden mars 2025–2026 var valutaexponeringen oförändrad i alternativscenariot, vilket kan jämföras med en minskning med ca 25 miljarder kronor per år i verkligheten. Den återstående förändringen i valutaexponeringen kommer att ske till de valutakurser som råder under 2026. Sammanfattningsvis innebär det, något förenklat<sup>31</sup>, att resultatet av den uppskjutna avvecklingen av valutaexponeringen beror på om utländska valuta är billigare under den första perioden i enlighet med den ursprungliga planen eller i den sista perioden i enlighet med den ändrade planen.

Den slutliga effekten av beslutet att avvakta med avvecklingen av valutaexponeringen går att fastställa först när den strategiska valutaexponeringen är helt avvecklad. Fram till dess kan man dock följa utvecklingen av de båda alternativen till rådande marknadspriser. En sådan jämförelse görs i Tabell 6.

**Tabell 6 Skillnad i kostnad mellan faktisk valutaexponering och alternativscenario, miljarder kronor**

År	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Kostnadsskillnad	0,0	-1,1	1,1	4,9	1,0	1,1	-2,7	4,4

Anm.: Skillnaden mellan kostnadsmässiga räntor för det faktiska utfallet och Riksgäldens alternativscenario där valutaexponeringen fortsatt minska med 20 miljarder kronor per år från 2020. Beräkningen börjar den 2 december 2019 då Riksgälden beslutade att avbryta minskningen. Minskningen i de enskilda valutorna 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.

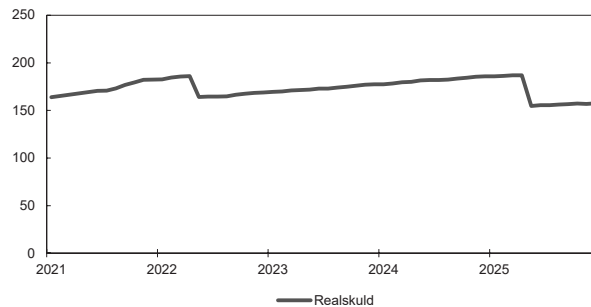
Sett över hela jämförelseperioden har beslutet att pausa avvecklingen hittills inneburit en merkostnad på 4,4 miljarder kronor jämfört med det hypotetiska alternativscenariot sett över hela perioden (se Tabell 6). Under 2025 stärktes emellertid kronan mot euron och schweizerfrancen, vilket innebär att merkostnaden minskade tydligt. Om kronan stärks framöver minskar merkostnaden, men den kan också öka ytterligare om kronan försvagas.

<sup>31</sup> Valutaexponeringen åstadkoms med derivat. Det går därför inte att se direkt på spotpriserna för utländsk valuta under den första respektive sista perioden, efter som derivatens värde dessutom beror på ränteförväntningar för de ingående valutorna och det kan finnas olika typer av spreadar som påverkar priset på derivaten.

## 6.2 Minskad realskuld

Den ändrade styrningen av statskuldens sammansättning innebär att den utestående volymen av realobligationer, mätt som nominellt belopp utan inflationskompensation, ska minska till ca 80 miljarder kronor vid utgången av 2029. Under 2025 minskade realskulden till ca 157 miljarder kronor från 186 miljarder kronor ett år tidigare till följd av att en realobligation förföll, se Figur 19.

**Figur 19 Utestående volym av realobligationer, miljarder kronor**



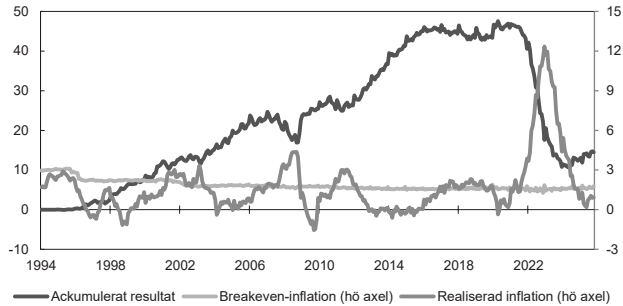
Anm.: Volymen avser den utestående stocken beräknat som nominellt belopp utan inflationskompensation.  
Källa: Riksgälden.

### 6.2.1 Positivt kalkylmässigt resultat för realupplåningen 2025

Enligt regeringens riktlinjer ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas. För 2025 resulterade realupplåningen i en besparing på 1,8 miljarder kronor, jämfört med ett resultat nära noll 2024. Förbättringen beror främst på att inflationen sjönk ytterligare från tidigare höga nivåer.

Figur 20 visar det ackumulerade kalkylmässiga resultatet för realupplåningen sedan 1994 (vänster axel). En stor del av det positiva resultat som hade byggts upp under många år raderades under 2022 och 2023 då inflationen var hög. Därefter har inflationen fallit tillbaka och det ackumulerade resultatet har återhämtat sig något. Vid slutet av 2025 var den ackumulerade besparingen 15 miljarder kronor.

**Figur 20 Ackumulerat kalkylmässigt resultat för realupplåningen i miljarder kronor samt inflation i procent**



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.

Det ska noteras att det kalkylmässiga resultatet är en utfallsberäkning och utfallet beror dels på förväntad kostnad, dels på en slumpfaktor. För framåtblickande beslut är det förväntad avkastning och risk som är avgörande. För en utvärdering av regeringens riktlinjeförändring om minskad realupplåning är den relevanta frågan vilken förväntad avkastning och risk realobligationer som emitteras idag kommer att ha i jämförelse med nominella obligationer som emitteras idag. Det är först när en obligation löpt ut som det med säkerhet går att säga om avkastningen var bättre eller sämre än alternativet.

### 6.2.2 Framåtblickande utvärdering av minskad realskuld

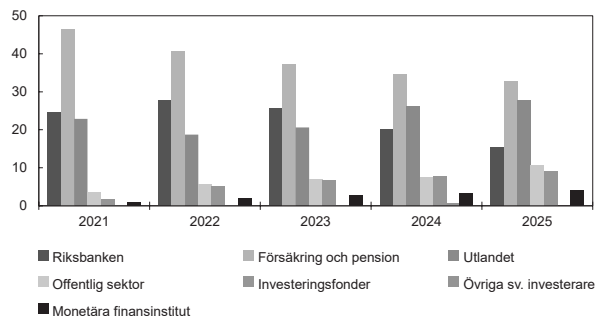
En analys av förväntad kostnad och risk jämfört med nominell upplåning låg till grund för beslutet att minska realupplåningen. Den nya riktlinjen har endast varit i kraft det sista året av utvärderingsperioden och det går därför inte att göra någon utfallsbaserad utvärdering. Däremot går det att undersöka om den analys som låg till grund för beslutet fortfarande är aktuell. Riksgälden har uppdaterat den kvantitativa analysen som var det viktigaste beslutsunderlaget till ändringen. Riksgälden fann att den förväntade kostnadsfördelen för realupplåning låg på -0,5 procent under 2025, dvs. att realupplåningen medför en merkostnad på en halv procentenhet per år. Det är på samma nivå som när beslutet fattades.

Prissättningen av realobligationer relativt nominella obligationer kan förändras över tid. Om investerarens betalningsvilja för inflationsskydd ökar blir det mer förmånligt

att ge ut realobligationer. Den minskade stocken av realobligationer kan också få effekt på prisbildningen. Det minskade utbudet kan leda till att investerare i realobligationer på marginalen värdesätter inflationsskyddet högre. Å andra sidan kan minskad volym medföra minskad likviditet och därmed en högre likviditetspremie.

Som framgår av Figur 21 syns inget tydligt trendbrott i och med riktlinjeändringen. Riksbankens och försäkringsbolagens andelar minskar medan övriga kategorier ökar sina andelar. Det är inte förvånande. Det är först om några år som den minskade emissionstakten kan förväntas få någon större effekt på det samlade utbudet av realobligationer och det är först då man kan förvänta sig att det kan uppstå tydliga ändringar i ägandefördelningen.

**Figur 21 Innehav av reala statsobligationer per investerarkategori, procent**



Anm.: Uppgifter om ägandet avser årsgenomsnitt och baseras på statistiken om värdepappersinnehav (VINN) för perioden 2021 t.o.m. andra kvartalet 2025.  
Källa: Riksgälden.

Sammanfattningsvis har det inte framkommit någon ny information som talar för att ompröva beslutet att minska realupplåningen. Riksgälden kommer att följa utvecklingen av den förväntade kostnadsskillnaden mellan nominella och reala statsobligationer och utvecklingen av ägandet av realobligationer för att se om förutsättningarna för beslutet fortfarande håller. Statskontoret ser positivt på det.

## 7 Utvärdering av den operativa verksamheten

### 7.1 Redovisning av kostnader och risk

De redovisade kostnaderna för statsskulden utgår från räntekostnader för nominell kronskuld, räntekostnader och inflationskompensation för realskulden och räntekostnader och valutakurseffekter för valutaskulden. Effekterna av olika derivat hänförs till dessa kostnadskategorier.

**Tabell 7 Kostnad för statsskulden, miljarder kronor**

Skuldslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år
Nominell kronskuld	4	5	8	10	14	8
Realskuld	4	18	13	3	2	8
Valutaexponering	2	10	5	4	-3	4
Total	11	33	25	17	13	20

Anm.: Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldens nettoutlåning ingår inte i redovisningen.  
Källa: Riksgälden.

Kostnaderna för den nominella skulden har successivt stigit på grund av det högre ränteläget. Den nominella statsskulden, och räntekostnaderna för den, redovisas enligt värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Det gör att ränteförändringen slår igenom gradvis allteftersom äldre lån till låga räntor ersätts med nya lån som emitteras till högre räntenivåer. För realskulden och valutaskulden syns dels effekterna av inflationstoppen 2022–2023, dels effekterna av kronans försvagning 2022 och förstärkning 2025.

I Tabell 8 redovisas räntekostnaderna i procent av skulden för olika skuldslag. Det är här tydligt att räntekostnaderna är mer volatila för realskulden och valutaskulden, vilket är naturligt, eftersom avkastningen mäts i nominella svenska kronor. Hade avkastningen mätts i reala nivåer eller i utländsk valuta hade volatiliteten varit lägre för det skuldslag som använts som bas för beräkningarna.

**Tabell 8 Kostnad, procent av skulden**

Skuldslag	2021	2022	2023	2024	2025	Snitt 5 år	Standardavvikelse
Nominell kronskuld	0,6	0,8	1,2	1,3	1,6	1,1	0,3
Realskuld	1,9	8,4	5,4	1,2	1,0	3,6	3,0
Valutaexponering	2,6	9,7	5,4	6,8	-6,0	3,7	5,4
Total	1,0	3,4	2,5	1,6	1,2	1,9	1,0

Anm.: Kostnaden för statsskulden redovisas utifrån upplupet anskaffningsvärde. Räntor på Riksgäldens nettoutlåning ingår inte i redovisningen. Risker i termer av standardavvikelse har beräknats på månadsdata i rullande tolv månadersperioder för åren 2021–2025. Källa: Riksgälden.

## 7.2 Hanteringen av valutaexponeringen

Riksgäldens valutaexponering består både av den strategiska valutaexponeringen som hålls som en del av statsskuldsvärdningen och av en varierande exponering som uppstår som en följd av att Riksgälden hanterar statens betalningar i utländska valutor. Inom betalningsverksamheten kan valutaexponering uppstå om Riksgälden inte genomför en valutaväxling samtidigt som betalningen sker. När det uppstår en valutaexponering inom betalningsverksamheten så ska den avvecklas i en jämn takt över tre månader.<sup>32</sup>

Den strategiska valutaexponeringen håller på att avvecklas. Det innebär att Riksgälden löpande ska köpa utländska valuta. Marknadsförhållandena kan variera och därför kan Riksgälden inom ramen för denna avveckling välja att avvika från en helt jämn avvecklingstakt. Det innebär att Riksgälden kan köpa mer valuta under perioder då marknadsvillkoren bedöms som goda och avstå från att köpa under perioder då marknadsvillkoren förefaller vara sämre. Genom sådana avvikelser sparade Riksgälden 5 miljoner kronor under 2025 och har sammanlagt sparat 21 miljoner kronor sedan avvecklingen av valutaexponeringen återupptogs i början av 2023.

**Statskontoret bedömer** att flexibiliteten i avvecklingstakten för den strategiska valutaexponeringen har varit till fördel för staten. De kostnadsbesparingar som har gjorts är resultatet av ett stort antal beslut om avvikelser och det är en tydlig tendens att dessa avvikelser i genomsnitt innebär en kostnadsbesparing. Det ger en klar indikation på att Riksgälden har kompetens att välja tillfällen för avvikelser på ett sätt som i genomsnitt blir kostnadsbesparande.

## 7.3 Riksgäldens löpande positionstagning

Riksgälden har ett mandat att ta positioner i utländska valutor och räntor samt i kronan, men inte i svenska räntor. Som framgår av Tabell 9 har resultatet av Riksgäldens löpande positionstagning varit positivt samtliga år under utvärderingsperioden.

Riksgälden har ett mandat att ta positioner i utländsk valuta på högst 300 miljoner kronor, mätt med daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Positioner i kronans valutakurs får inte överstiga 7,5 miljarder kronor. Riskmandatet är angivet i regeringens riktlinjer. Utnyttjandet av riskmandatet har varit lågt, i genomsnitt 1,0 procent eller lägre, under hela utvärderingsperioden.

<sup>32</sup> Riksgälden genomförde tidigare avveckling i en jämn takt över 12 månader, men då statens betalningsflöden i utländsk valuta har ökat så innebär det periodvis en relativt stor valutaexponering. I syfte att minska den genomsnittliga valutaexponeringen ökade takten till en jämn avveckling på 3 månader under 2025.

**Tabell 9 Resultat för den löpande positionstagningen**

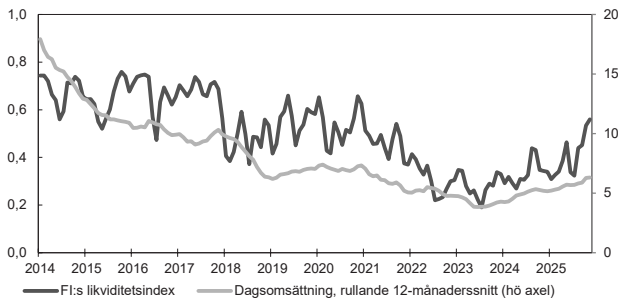
Positionstagning	2021	2022	2023	2024	2025	Totalt	Genomsnitt
Resultat, miljoner kr	16,1	95,1	8,4	4,7	0,5	124,8	25,0
Sharpekvot	0,6	3,9	0,4	0,2	0,0		1,0
Riskutnyttjande, procent	1,0	0,8	0,7	1,0	0,6		0,8

Källa: Riksgälden.

#### 7.4 Likviditet på statspappersmarknaden

Under de första åren av utvärderingsperioden, 2021–2023, var likviditeten dålig på statspappersmarknaden, men förbättrades tydligt 2024–2025. Anledningen till den låga likviditeten i början av perioden var att Riksbanken hade köpt upp en stor del av obligationerna samtidigt som obligationstocken minskade. Riksbanken började minska sitt innehav under 2023 och 2024 samtidigt som Riksgälden började öka sin emissionstakt för nominella obligationer. Det gav resultat i form av ökad omsättning och bättre likviditetsförhållanden såsom de mäts med Finansinspektionens likviditetsindex.

**Figur 22 Likviditetsindex och omsättning för nominella statsobligationer, miljarder kronor**

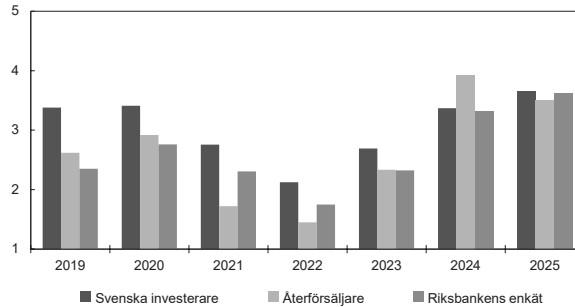


Källa: Finansinspektionen och egna beräkningar baserade på data från Riksbanken.

Även den upplevda likviditeten bland marknadsaktörerna förbättrades tydligt, se Figur 23. Dock är likviditeten enligt respondenterna i Riksgäldens och Riksbankens enkäter ännu inte lika god som den var innan Riksbanken påbörjade sina

värdepappersköp. Från diskussioner med ett antal marknadsaktörer har Statskontoret också fått en samstämmig bild av att likviditeten förbättrats markant.

**Figur 23 Betyg på likviditeten för nominella statsobligationer, skala 1–5**



Källa: Riksgälden och Riksbanken.

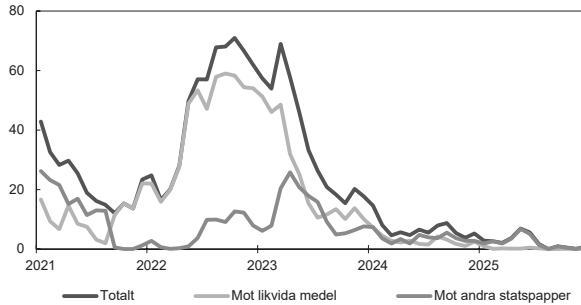
Svenska statsobligationer är en mycket användbar tillgång för många aktörer på finansmarknaden. Det är en tillgång som lätt kan lånas ut mot likvida medel vid behov och att de har högsta kreditbetyg innebär vidare att de är mycket bra säkerheter när det finns behov av att lämna säkerheter i samband med t.ex. derivataffärer.

För att underlätta för återförsäljare att hålla marknaden likvid har återförsäljarna möjlighet att låna statsobligationer från Riksgälden, antingen mot kontanta medel eller mot andra statsobligationer. Riksgäldens utlåning av statsobligationer görs i form av repor och möjligheten att repa in statsobligationer kallas för repofaciliteten. Riksgälden tar en något förhöjd ränta vid utlåningen av statsobligationer. Ett omfattande utnyttjande av repofaciliteten indikerar därför en negativ premie på statsobligationer, något som ofta uttrycks som att det är brist på statsobligationer.

Som framgår av Figur 24 var utnyttjandet av repofaciliteten mycket högt under 2022 och första halvan av 2023. Därefter har utnyttjandet minskat drastiskt och är nu nära

noll. Sammantaget förefaller likviditetsproblemen på statspappersmarknaden inte längre lika allvarliga, även om det finns utrymme för förbättringar.

**Figur 24 Användandet av repofaciliteten, miljarder kronor**



Källa: Riksgälden.

## 7.5 Marknadens förtroende

Marknadens förtroende för Riksgälden mäts genom enkäter till svenska investerare och Riksgäldens återförsäljare. Undersökningen har genomförts årligen sedan 2004 av Kantar Prospera. Fram till 2022 fick även utländska investerare svara på enkäten, men 2023 fick undersökningsföretaget in för få svar och därefter har de utländska investerarna inte tillfrågats. Det ligger nära till hands att koppla svårigheten med att få svar från utländska respondenter till att internationella investerare i hög utsträckning lämnade den svenska statspappersmarknaden under perioden med sämre likviditet. Nu har likviditeten förbättrats och internationella investerare har ökat sitt ägande av svenska statspapper. Det kan därför finnas anledning att framöver åter rikta enkäten även till utländska investerare.

Respondenterna får lämna betyg på en skala 1–5, där 1–2 är underkänt, 3 är godkänt, 4–5 är mer än godkänt. Respondenterna får också betygssätta hur viktiga olika frågor är, också på en skala 1–5.

Som framgår av Tabell 10 har Riksgälden goda betyg, särskilt när det gäller kommunikation och information om nominella obligationer. Betygen har också legat

konstant högt över tid. Direktkontakter har ett betyg på 3,6. Det är klart godkänt, men lite lägre än betyget för de andra faktorerna. Några respondenter på enkäten uttryckte en önskan om att Riksgälden ska ta fler initiativ till direktkontakter.

**Tabell 10 Marknadsaktörens bedömning av Riksgälden, betyg 1–5**

Område	Vikt 2025	2025	2024	2023	2022	2021
Kommunikation	4,7	4,4	4,3	4,4	4,3	4,4
Tydligt och konsekvent agerande	4,7	4,0	4,0	4,0	3,8	4,3
Information: Nominella obligationer	4,4	4,3	4,3	4,1	4,0	4,4
Marknadsvård: Repor	4,3	4,0	4,1	4,7	4,3	
Direktkontakter	4,1	3,6	3,8	3,9	4,0	3,9
Information: Realobligationer	4,0	4,1	3,9	4,0	4,0	4,0
Information: Statsskuldsväxlar	4,0	4,2	4,1	3,9	3,9	4,1

Källa: Kantar Prospera, Förtroendet för Riksgälden 2025.

Bland övriga resultat från enkäten kan nämnas att Riksgälden i jämförelse med andra jämförbara emittenter bedömdes som lika bra eller bättre vad gäller transparens och att marknadsaktörerna var mycket nöjda med statistiken på Riksgäldens hemsida. Publikationen Statsuppläning, prognos och analys är mycket uppskattad. Däremot var det lite blandade åsikter om ifall det var bra att publicera den två gånger per år, i stället för som tidigare tre gånger per år. De investerare som anser att det är bra med publicering två gånger per år är något fler, 39 procent, än de som föredrar tre publiceringar per år (28 procent). Resterande har ingen preferens åt ena eller andra hållet. Bland återförsäljarna var 40 procent positiva till förändringen och resten neutrala. En möjlighet som nämnts av vissa intervjuade är att uppdatera prognosen av lånebehovet och emissionsplanen oftare, utan att behöva göra en fullständig rapport.

## 7.6 Utvärdering av bytet av auktionsform för realränteobligationer

Riksgälden tillämpade fram till utgången av 2024 s.k. sluten flerprisauktion för alla typer av statspapper. Med sluten budgivning avses att en återförsäljare enbart ser sina egna bud. Flerprisauktioner innebär att budgivaren får tilldelning baserat på sin budränta i auktionen. Om flera bud lagts på räntenivåer som understiger den högsta accepterade räntan sker tilldelning baserat på budräntorna. Budet med den lägsta räntan accepteras först, därefter budet med näst lägst ränta osv. tills önskad volym är fylld. Budgivarna köper därmed statspapperet till olika räntor vid auktionstillfället. För den andra typen av förfarande, enhetsprisauktioner, sker tilldelning av statspapperet baserat på den högsta accepterade räntan, även om en eller flera

budgivare har lagt lägre budräntor. Det innebär att alla som får tilldelning köper statspapperet till samma ränta.<sup>33</sup>

#### 7.6.1 Riksgäldens byte av auktionsform

Vid årsskiftet 2024/2025 bytte Riksgälden auktionsform för realobligationer från flerpris- till enhetsprisauktion. Till grund för beslutet låg en genomgång av både teoretiska och empiriska studier av vilken auktionsform som fungerar bäst under olika förutsättningar. Riksgälden (2024) konstaterade att en ändring av auktionsform övervägts vid ett antal tidigare tillfällen, senast 2007.<sup>34</sup> De tidigare utvärderingarna resulterade inte i någon justering av auktionsförfarandet. Marknadsförutsättningarna har dock ändrats sedan dess. Likviditeten i realobligationsmarknaden har under senare år fått underkänt betyg av återförsäljare och investerare. Stocken av realobligationer ska minska de närmaste åren vilket kan öka likviditetsriskpremien och leda till en högre osäkerhet rörande prisbilden vid auktioner.

Litteraturen på området ger inte en tydlig bild av vilken auktionsform som är att föredra. Sammantaget lutar det dock åt att enhetsprisauktioner är att föredra på marknader med lägre likviditet och större osäkerhet. Mot denna bakgrund valde Riksgälden att gå över till enhetsprisauktion.

#### 7.6.2 Riksgäldens utvärdering av bytet av auktionsform

Vid köp av statsobligationer på auktion vill köparna inte betala mer än vad priset för en obligation är på andrahandsmarknaden. Om köparna är osäkra på exakt var marknadspriset ligger vid auktionstillfället så kommer varje köpare att göra en bedömning utifrån den information man har. Om informationen skiljer sig slumpmässigt mellan köparna kommer den som råkat få mer positiv information att lägga ett högre bud än den som råkat få mer negativ information. Problemet för köparna är att de inte vet om de har råkat få positiv eller negativ information. Om de vinner auktionen kan de i efterhand konstatera att de hade råkat få mer positiv information än andra köpare. Om de har lagt ett bud utifrån den information de har kommer de därför att ha lagt ett bud som överstiger marknadspriset. Denna mekanism kallas för winner's curse, eller på svenska "vinnarens förbannelse". Alla köpare lägger sig därför lite under den nivå som motiveras av den information som de råkat få.

Vid en enhetsprisauktion minskar förlusten av att ha lagt ett bud som i efterhand visar sig vara för högt och köparna kan därför lägga högre bud. Ur säljarens

<sup>33</sup> Se sida 1–2 i Riksgäldskommentar 2024:4 Val av auktionsform påverkas av hur väl marknaden fungerar, Daniel Wayland och Erik von Schedvin.

<sup>34</sup> Se SOU 1997:66 Statsskuldspolitik, s. 123 ff., Statsuppläning – prognos och analys 2002:1 och Statsuppläning – prognos och analys 2007:2., s. 11 ff.

synvinkel är detta förstås positivt, men motverkas av att säljaren betalar den högsta accepterade räntan, inte den genomsnittliga räntan för de accepterade buden.

Det är svårt att empiriskt utvärdera vilken auktionsform som ger lägst räntekostnader för staten. Ränteläget och inflationsförväntningar ändrar sig på daglig basis och det går därför inte att jämföra erhållna räntor före och efter ändringen av auktionsform. Ett sätt att justera för det är att jämföra differensen mellan marknadsräntorna som råder exakt vid auktionstidpunkten med den ränta som erhålls i auktionen. Denna differens kan dock se olika ut för olika obligationer, beroende på att osäkerhet om faktiskt pris kan skilja sig åt mellan olika obligationer. På realobligationsmarknaden är omsättningen för relativt korta obligationer större än för relativt långa obligationer och det går därför att observera faktiska priser oftare. Storleken på en obligationsemission kan också påverka omsättningen, liksom villkoren för en obligation. Differensen kan därtill se olika ut över tid. Riksgälden (2024) dokumenterar att differensen är större för reala obligationer än för nominella obligationer och att den också varierar över tid.

I Riksgäldens (2025) utvärdering av bytet av auktionsform görs en jämförelse mellan utfallen för Riksgäldens och Riksbankens auktioner för realobligationer. Som en del i avvecklingen av Riksbankens inhemska obligationsportfölj genomför Riksbanken regelbundet försäljningar av realobligationer. Riksbanken har under hela perioden tillämpat flerprisauktioner.

**Tabell 11 Differens gentemot marknadens snittränta, baspunkter**

År	Riksgälden	Riksbanken
2024	-1,1	-1,1
2025	-1,2	-0,3

*Källa: Riksgäldskommentar 2025:2, Utvärdering av bytet till enhetsprisauktioner för realobligationer.*

Som framgår av Tabell 11 var skillnaden mellan emissionsränta och snittränta i det närmast identisk innan Riksgäldens byte av auktionsform.

Efter Riksgäldens byte av auktionsform var differensen mellan emissionsränta och snittränta i princip oförändrad för Riksgälden, medan den steg för Riksbanken. En hög ränta innebär en ett lägre pris för säljaren av en obligation. Jämfört med Riksbanken innebär därför Riksgäldens lägre differens att Riksgälden fick bättre betalt än Riksbanken efter bytet av auktionsform. Resultatet kan tolkas som att marknadsförhållandena innebär att auktionsräntan för en given auktionsform steg mellan perioden innan och efter bytet av auktionsform, samtidigt som Riksgäldens byte av auktionsform sänkte räntan i Riksgäldens auktioner.

Om allt annat än bytet av auktionsform vore lika för Riksgäldens och Riksbankens försäljningar av realobligationer skulle man kunna skatta effekten och ett konfidensintervall runt den skattade effekten genom att jämföra medelvärdena för ändringen i differensen. Det finns dock en del andra skillnader som gör att vi inte har ett rent naturligt experiment. Riksbanken och Riksgälden håller auktioner på olika dagar och de säljer i allmänhet olika obligationer på sina auktioner. Riksgälden har en längre genomsnittlig på löptid de obligationer som auktioneras ut. Efter årsskiftet 2024/2025 introducerades en ny benchmarkobligation av Riksgälden, 3116, och emissionsvolymerna per auktion ökade. Den genomsnittliga återstående löptiden för Riksgäldens auktioner steg i samband med det, från 9,8 till 11,1 år. För Riksbankens auktioner sjönk i stället löptiden från 5,1 till 4,5 år mellan perioderna i utvärderingsfönstret.

För att justera för effekten av andra faktorer än valet av auktionsform använder Riksgälden ett antal kontrollvariabler.<sup>35</sup>

En skillnad som är svår att kontrollera för är att Riksgäldens återförsäljarprogram har justerats under utvärderingsperioden så att deltagandet i auktioner för realobligationer fått en mindre inverkan vid beräkningen av återförsäljarnas årliga ersättning. Detta kan möjligen ha bidragit till en marginellt minskad efterfrågan på realobligationer i Riksgäldens auktioner.

Vid en jämförelse mellan förändringen i räntedifferens gentemot marknadens mid-ränta<sup>36</sup> för Riksgälden och Riksbanken har Riksgälden en lägre punktskattning för sin differens, det vill säga bättre betalt. Skillnaden är liten, 0,8 punkter utan kontrollvariabler och mellan 1,5–2,4 punkter för olika specifikationer med kontrollvariabler. Skillnaden är inte signifikant utan kontrolvariabler, men med ligger signifikansnivån på 6–8 procent, beroende på specifikation. Det vill säga skillnaden är inte signifikant på 5-procentsnivån, men på 10 procentsnivån. I sammanhanget kan noteras att den möjliga bias som kommer från justeringen av Riksgäldens återförsäljarprogram går i motsatt riktning till den skattade effekten, det vill säga gör det svårare att uppnå signifikanta skattningar.

Riksgälden (2025) skattar också effekten på genomsnittligt budränta av bytet av auktionsform och finner en effekt på 3,0–4,5 baspunkter, beroende på specifikation. I samtliga specifikationer ligger signifikansnivån på 1,5–2,5 procent, vilket är att

<sup>35</sup> För att justera för effekten av olika marknadsförhållanden vid olika auktionsdatum används tvåårig statsobligationsränta och volatiliteten av denna, för återstående löptid används logaritmen av obligationens återstående löptid (linjärt och kvadratisk) och för auktionsvolymen logaritmen av den utbudna mängden obligationer (linjärt och kvadratisk).

<sup>36</sup> Med mid-ränta avses den genomsnittliga räntan mellan den köp- och säljräntan (bid och ask) som anges på marknaden för en obligation.

betrakta som ganska starkt statistiskt stöd för att budrörelsen sänks i samband med bytet av auktionsform. Det är också vad som teoretiskt sett kan förväntas.

Sammantaget är Statskontorets tolkning av evidensen att litteraturgenomgången som gjorts lutar åt att enhetsprisauktioner är lämpligare än flerprisauktioner på den svenska realobligationsmarknaden och att den empiriska utvärderingen ger ett visst stöd för det. Utifrån befintlig evidens kan man inte med säkerhet avgöra vilken auktionsform som är att föredra, men att det lutar åt att enhetsprisauktioner är att föredra.

Storleksmässigt är effekten inte särskilt stor, skattningarna hamnar mellan 0,8 och 2,4 baspunkter. Även små ränteförändringar kan dock ha ekonomisk signifikans. Under 2025 emitterades realobligationer för 10,3 miljarder kronor, med en genomsnittlig löptid på 10,9 år. Över dessa obligationers löptid minskas statens räntekostnader med 11 miljoner kronor för varje baspunkt som emissionsräntan sjunker.

**Statskontoret anser** att Riksgäldens process vid bytet av auktionsform har varit fördömlig. Innan bytet gjordes en analys av olika auktionsformer och efter bytet gjordes en välbeskriven utvärdering. Att utvärderingen inte med säkerhet kan fastslå om bytet av auktionsform har lett till lägre räntekostnader för staten är inte helt överraskande. Det är en typ av förändring som är svår att utvärdera och valet av metod, framförallt jämförelsen med Riksbankens obligationsförsäljningar, gjorde att man antagligen kom längre än vad man gjort annars. Riksgäldens uppgift är heller inte att enbart fatta beslut där man är helt säker på utfallet, utan att göra bästa möjliga bedömningar utifrån bästa tillgängliga information.

Statskontoret kan se en poäng med att göra en uppföljande analys längre fram, när mer data tillkommit. Förutom de utfallsvariabler som redan har analyserats kan det vara intressant att undersöka om det blir vanligare att Riksgälden förkastar vissa bud vid emissioner av realränteobligationer.<sup>37</sup> Det kan också vara intressant att ta in kvalitativa data om hur marknadsaktörer uppfattar effekterna av bytet av auktionsform.

---

<sup>37</sup> Se Riksgäldskommentar 2024:4 *Val av auktionsform påverkas av hur väl marknaden fungerar*, Daniel Wayland och Erik von Schedvin sida 4, för en diskussion om varför det kan bli fallet vid enhetsprisauktioner.

## Referenser

ESV 2022:54, *Prognos statens budget och de offentliga finanserna*, december 2022.

ESV 2022:22, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2017–2021*.

ESV 2024:27, *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2019–2023*.

Finansdepartementet (2025), *Finansdepartementets beräkningskonventioner 2026*.

Kantar Prospera (2026), *Förtroendet för Riksgälden 2025*.

Kommuninvest, *Kvartalsrapporten om Kommunsektorns skuldförvaltning*, Hämtad 6 mars 2026.

Pensionsmyndigheten (2025), *Orange rapport 2024 Pensionssystemets årsredovisning*.

Prop. 1997/98:154, Finansdepartementet, *Förvaltningen av statsskulden*.

Regeringen (2020), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2021.

Regeringen (2021), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2022.

Regeringen (2022), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2023.

Regeringen (2023), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2024.

Regeringen (2024), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2025.

Regeringen (2025), Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2026.

Regleringsbrev för Riksgäldskontoret 2025.

Riksgäldskontoret (2024), *Finans- och riskpolicy 2025*.

Riksgäldskontoret (2020), *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2021–2024*.

Riksgäldskontoret (2021), *Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2022–2025*.

REFERENSER

Riksgäldskontoret (2022), Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2023–2026.

Riksgäldskontoret (2023), Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2024–2027.

Riksgäldskontoret (2024), Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2025–2027.

Riksgäldskontoret (2025), Statsskuldens förvaltning. Förslag till riktlinjer 2026.

Riksgäldskontoret (2022), Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2021.

Riksgäldskontoret (2023), Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2022.

Riksgäldskontoret (2024), Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2023.

Riksgäldskontoret (2025), Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2024.

Riksgäldskontoret (2026), Statsskuldens förvaltning. Underlag för utvärdering 2025.

Riksgäldskontoret, Statsupplåning – prognos och analys 2002:1,

Riksgäldskontoret. Statsupplåning – prognos och analys 2007:2.

Riksgäldskontoret (2025), Statsupplåning, prognos och analys 2025:2.

Riksgäldskontoret (2024), *Val av auktionsform påverkas av hur väl marknaden fungerar*, Daniel Wayland och Erik von Schedvin, Riksgäldskommentar 2024:4.

Riksgäldskontoret (2025), *Utvärdering av bytet till enhetsprisauktioner för realobligationer*, Daniel Wayland och Erik von Schedvin, Riksgäldskommentar 2025:2.

Riksgäldskontoret (2025), *Ramverk för att analysera statsskuldens kostnad och risk – En simuleringsstudie*, Petter Dahlström och Dong Zhang, Fokusrapport 2025:1.

SOU 1997:66, *Statsskuldspolitik*.

### Lagar och förordningar

Budgetlagen (2011:203), Stockholm: Finansdepartementet BA.

Förordningen (2025:681) med instruktion för Statskontoret.



Utdrag ur protokoll vid regeringssammanträde den 23 april 2026

Närvarande: statsminister Kristersson, ordförande, och statsråden Svantesson, Waltersson Grönvall, Jonson, Strömmer, Forssmed, Slottnér, Wykman, Malmer Stenergard, Kullgren, Liljestränd, Bohlin, Carlson, Rosencrantz, Dousa, Larsson, Britz, Mohamsson, Lann

Föredragande: statsrådet Wykman

---

Regeringen beslutar skrivelse Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2021–2025

