

# STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Underlag för utvärdering 2020



## Riksgäldens uppdrag

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

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

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

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

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

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



# Innehåll

<b>Året i korthet</b>	<b>3</b>
<b>Statsskuldens förvaltning</b>	<b>4</b>
Övergripande strategi fastställs i regeringens riktlinjer	5
Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid	7
Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis	10
Positionstagning inom givna riskmandat	10
Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer	11
<b>Förutsättningar under året</b>	<b>12</b>
Stor omsvängning i budgetsaldot	12
Prognosavvikelser förklaras av osäkerhet om pandemin	14
Statsskulden ökade från låg nivå i spåren av pandemin	16
Marknadsaktörernas bedömning av likviditeten	18
Lägre marknadsräntor och en starkare krona	20
<b>Den operativa förvaltningen</b>	<b>21</b>
Ökat utbud av statspapper och premiär för grön obligation	21
God efterfrågan i både auktioner och syndikeringar	25
Minskad repovolym men ökat nyttjande av reposwappar	26
Stora svängningar i likviditetsförvaltningen	26
Fortsatt litet behov av nya ränteswappar	28
Fortsatt uppbyggnad av positionen för en starkare krona	29
<b>Marknadsaktörernas syn på Riksgälden</b>	<b>30</b>
Stärkt förtroende främst bland internationella investerare	30
Riksgäldens repor av störst betydelse för återförsäljarna	31
Kommunikationen om upplåningen den främsta styrkan	32
<b>Redovisning av kostnad och risk</b>	<b>33</b>
Löptid inom styrintervall och oförändrad valutaexponering	33
Lägre kostnad för statsskulden	37
Realobligationerna gav besparing under 2020	39
Underlag för utvärdering av statens gröna obligation	40
Privatmarknadsupplåningen resulterade i merkostnad	42
Positionstagningen gav positivt resultat för året	42
Ränteswappar har bidragit till lägre kostnad	43
Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil	45
Motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner	47

## Året i korthet

- Utbrottet av coronaviruset och de restriktioner som infördes för att få bukt med smittspridningen ledde till att aktiviteten i svensk ekonomi föll kraftigt under det andra kvartalet. För att mildra de negativa effekterna på ekonomin vidtog staten flera stödåtgärder. Utgifterna för stöden och lägre skatteinkomster medförde ett underskott på 221 miljarder kronor i statsbudgeten.
- Budgetunderskottet innebar ett ökat lånebehov och en växande statsskuld. Ökningen blev dock inte lika stor som först förutspåddes och statsskulden landade på motsvarande 26 procent av BNP. Det är en fortsatt låg nivå sett i både ett historiskt och ett internationellt perspektiv.
- Räntemarknaden drabbades av turbulens när coronaviruset bröt ut, men läget stabiliserades relativt snabbt. I Riksgäldens enkätundersökning som genomfördes i slutet av 2020 bedömde marknadsaktörerna likviditeten på marknaden för nominella statsobligationer som oförändrad eller något bättre jämfört med ett år tidigare.
- Riksgälden mötte det växande lånebehovet i enlighet med den uttalade upplåningspolicyn. Först ökades upplåningen i statsskuldväxlar och andra kortfristiga instrument och därefter anpassades emissionsvolymerna i nominella och reala statsobligationer gradvis. När utfallet av budgetsaldot sedan blev starkare än väntat justerades upplåningen ner främst i statsskuldväxlar.
- Riksgälden gav för första gången ut en grön obligation och introducerade en ny 25-årig statsobligation. Båda obligationerna mottogs väl med en efterfrågan som klart översteg det indikerade utbudet. Intresset var stort från både svenska och internationella investerare.
- Förtroendet för Riksgäldens strategier och agerande stärktes i 2020 års mätning, framför allt bland internationella investerare. Resultatet visade en bred uppgång i de faktorer som ingår, med höjda betyg för bland annat kommunikation, kontakter och ett konsekvent agerande.
- Statsskuldens löptid låg inom det övergripande styrintervall och valutaexponeringen hölls oförändrad enligt regeringens riktlinjer. De senaste årens utveckling mot en mer övergripande löptidsstyrning innebar att Riksgälden hade god flexibilitet att anpassa upplåningen snabbt.
- Kostnaden för statsskulden var 6 miljarder kronor eller motsvarande 0,1 procent av BNP. Det innebär en minskning från 2019 som förklaras huvudsakligen av valutakurseffekter.
- Riksgälden utnyttjade fortsatt möjligheten att ta positioner i kronan för att sänka kostnaden för statsskulden. Den position som har byggts upp sedan 2018 utökades under 2020 och visade en realiserad vinst på 371 miljoner kronor vid slutet av året.

## Statsskuldens förvaltning

---

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

---

Riksgälden lånar pengar för statens räkning genom att ge ut räntebärande värdepapper på kapital- och penningmarknaden. För lån som är längre än ett år handlar det framför allt om statsobligationer i kronor, men Riksgälden ger också ut obligationer i utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden. Vid lån på kortare sikt än ett år används främst statsskuldväxlar i kronor, men även korta värdepapper i andra valutor. Statsskuldväxlar och statsobligationer i kronor benämns gemensamt som statspapper. Det bredare samlingsnamnet skuldinstrument inkluderar även övriga värdepapper.

Investorerare som köper Riksgäldens obligationer och andra skuldinstrument lånar på så vis ut pengar till staten. Köparna kan vara exempelvis försäkringsbolag, banker och fonder. Ju mer investerarna är villiga att betala för obligationerna, desto lägre blir räntan på statens lån. Riksgälden emitterar oftast obligationerna i regelbundna auktioner. Sedan kan investerare sälja och köpa dem på andrahandsmarknaden. Vem som äger de skuldinstrument som Riksgälden gett ut beskrivs i rutan på nästa sida.

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

De lån som tagits upp genom åren utgör tillsammans Sveriges statsskuld. När staten betalar ut mer pengar än den får in i skatter och avgifter under ett år blir det ett underskott i statsbudgeten som finansieras med nya lån, vilket innebär att statsskulden ökar. Och vice versa: om budgeten visar överskott låter Riksgälden bli att refinansiera lån som förfaller och statsskulden minskar.

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

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

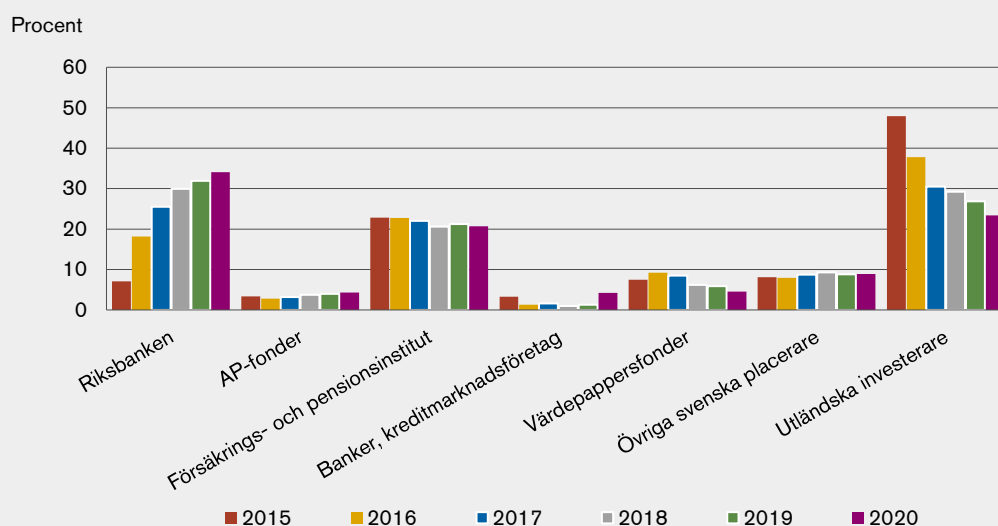
Förvaltningen styrs mot målet på olika nivåer – övergripande genom riktlinjer som beslutas av regeringen och operativt genom interna riktlinjer, förvaltningsstrategier, policy och praxis.

## Vem äger den svenska statsskulden?

Historiskt har försäkringsbolag, pensionsinstitut och utländska investerare varit stora ägare av de värdepapper som getts ut av svenska staten (se Diagram 1). Sedan 2015 har Riksbanken köpt statsobligationer i penningpolitiskt syfte och därmed blivit den största ägaren. Under 2020 höll Riksbanken i genomsnitt omkring en tredjedel av statsskulden.

I takt med att Riksbanken köpt obligationer har utländska investerare minskat sitt ägande. Diagrammet nedan pekar på en fortsatt nedgång för 2020 men då ingår endast utvecklingen till och med det tredje kvartalet. Senare publicerad månadsstatistik över utlandets innehav av svenska statspapper indikerar en uppgång under det fjärde kvartalet.

**Diagram 1. Ägare av värdepapper utgivna av svenska staten**



Källa: SCB, Finansräkenskaperna

Anm.: Innehav till marknadsvärde. För 2020 är siffrorna ett genomsnitt av de tre första kvartalen.

Bankernas innehav av statspapper har legat på omkring 1 procent de senaste fyra åren men ökade under 2020 till 4 procent. Försäkringsbolagens och pensionsinstitutens ägande har varit förhållandevis stabilt och uppgår till drygt 20 procent.

## Övergripande strategi fastställs i regeringens riktlinjer

På övergripande nivå görs avvägningen mellan kostnad och risk i regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Regeringen fattar beslut om riktlinjerna årligen baserat på ett förslag från Riksgälden som Riksbanken får yttra sig om. En viktig fråga att ta ställning till är hur skuldportföljen bör se ut i termer av olika skuldslag och löptider, men det finns flera andra faktorer som också påverkar

möjligheten till en långsiktigt låg upplåningskostnad. Det handlar bland annat om att värna en väl fungerande statspappersmarknad och upprätthålla förtroendet för svenska staten som emittent.

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

## Riktlinjer för sammansättning och löptid 2020

### Statsskuldens sammansättning

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

Riktlinjerna för statsskuldens sammansättning 2020:

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

Riktlinjerna för sammansättningen var oförändrade från föregående år.

### Statsskuldens löptid

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

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

Sedan en tid tillbaka förefaller kostnadsfördelen med kort löptid ha minskat eftersom löptidspremierna har varit låga. Det betyder att investerare inte krävt ett lika högt räntepåslag som tidigare för att placera till fast ränta jämfört med rörlig ränta. Mot denna bakgrund ändrades riktlinjerna så att statsskuldens löptid förlängdes under 2016–2018. Sedan dess har löptiden inte förlängts ytterligare i riktlinjerna.

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

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

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

Utifrån regeringens riktlinjer ska Riksgälden fastställa principer för den operativa förvaltningen och interna riktlinjer i en finans- och riskpolicy som uppdateras årligen. Riksgälden har formulerat principerna som ett antal förvaltningsstrategier, vilka beskrivs härnäst.

## **Förvaltningsstrategier bidrar till lägre kostnad över tid**

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

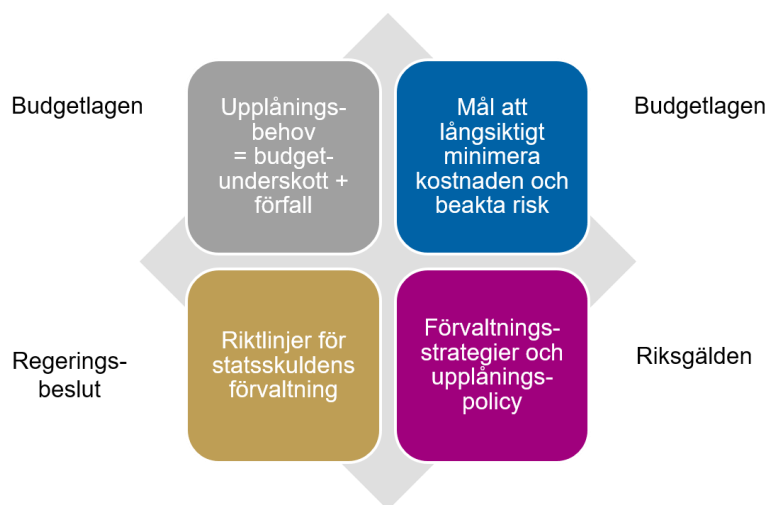
Svenska statspapper efterfrågas framför allt på grund av att de har låg kreditrisk mot bakgrund av att Sverige är ett stabilt land med ett etablerat finanspolitiskt ramverk, en egen valuta och en egen centralbank. Attraktionskraften beror också på den likviditet som andrahandsmarknaden normalt kan erbjuda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

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

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

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



**Figur 1. Utgångspunkter för planeringen av statens upplåning****Låna på ett transparent och förutsägbart sätt**

Ett verktyg för att kunna kommunicera transparent och agera förutsägbart i marknaden är Riksgäldens upplåningspolicy som beskrivs i rutan på sidan 9. Genom policyn och regelbunden kommunikation om låneplanen kan återförsäljare och investerare skapa sig en god bild av emissionsvolymerna i olika statspapper och förstå hur Riksgälden kommer att agera om det ekonomiska läget förändras. Detta tillvägagångssätt gör att osäkerheten kring svenska statspapper hålls låg och att investerare därmed kräver en låg riskpremie för att låna ut pengar till svenska staten, allt annat lika.

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

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

## Upplåningspolicy ligger till grund för låneplaneringen

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

### **Nominella statsobligationer är den viktigaste finansieringskällan**

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

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

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

### **Realobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer**

Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna. Upplåningen i realobligationer bör vara tillräckligt stor för att möjliggöra likvid handel, men inte så stor att den tränger undan nominella statsobligationer och försämrar likviditeteten på den marknaden.

Även när det gäller realobligationerna emitterar Riksgälden regelbundet i auktioner och strävar efter jämna förfall. För att underlätta återinvesteringar vid förfall siktar Riksgälden på att begränsa utestående volym i obligationer som förfaller till 20 miljarder kronor.

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

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

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

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

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

### Stödja likviditet och infrastruktur på marknaden

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

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

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

En annan försäljningsform än auktioner är syndikering. Det innebär att en grupp banker anlitas för att genomföra emissionen. Obligationerna som ska säljas marknadsförs och investerare erbjuds att teckna sig för köp. Riksgälden använder syndikering främst för obligationer i utländsk valuta, men under 2020 gavs även den gröna obligationen och en ny 25-årig statsobligation ut på detta sätt.

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

### Likviditetsförvaltningen styrs av policy och praxis

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

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

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

### Positionstagning inom givna riskmandat

Riksgälden kan inom givna mandat ta positioner i utländska räntor och valutor för att sänka kostnaden för statsskulden eller minska finansiella risker. Positionerna innebär att Riksgälden justerar löptiden i valutaskulden eller fördelningen mellan olika valutor baserat på bedömningar om framtida ränte- och valutakursrörelser. Positionerna tas med derivatinstrument på likvida marknader.

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

## Kvalitativ och kvantitativ utvärdering på olika nivåer

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

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

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

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

Slutligen följs förvaltningen upp mot dels de uppsatta riktvärdena för sammansättning och löptid, dels de interna riktlinjerna i finans- och riskpolicy. I det sista kapitlet redovisas också kostnaden för statsskulden som helhet, risken i termer av kostnadsvariation och resultatet för de delar av förvaltningen som har kvantitativa mål. Särskilt för 2020 är att Riksgälden också lämnar underlag för utvärdering av statens första gröna obligation. Även refinansieringsrisker och motpartsrisker följs upp.

## Förutsättningar under året

---

Utbrottet av coronaviruset i början av 2020 och de restriktioner som infördes för att få bukt med smittspridningen ledde till att aktiviteten i svensk ekonomi föll kraftigt under det andra kvartalet. För att mildra de negativa effekterna på ekonomin vidtog staten flera stödåtgärder. Utgifterna för stöden och minskade skatteinkomster medförde ett stort underskott i statsbudgeten och en växande statsskuld. Räntemarknaden drabbades av turbulens när coronaviruset bröt ut men läget stabiliserades relativt snabbt. Likviditeten på statspappersmarknaden bedömdes som något bättre i 2020 års mätning än 2019. Marknadsräntorna sjönk mot bakgrund av centralbankernas stora tillgångsköp och kronan stärktes.

---

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

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

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

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

### Stor omsvängning i budgetsaldot

Coronapandemin hade stora negativa effekter på den ekonomiska utvecklingen under året som i sin tur slog mot statsfinanserna. Fallet i BNP under det andra kvartalet blev stort och berodde framför allt på att hushållens konsumtion och exporten minskade. Även arbetsmarknaden försämrades snabbt. Sysselsättningen föll och arbetslösheten steg. Efter sommaren återhämtade sig ekonomin märkbart men efter att spridningen av coronaviruset tagit ny fart minskade aktiviteten igen i slutet av året.

Året som helhet innebar en ekonomisk nedgång, vilket ledde till både lägre skatteinkomster och högre utgifter för staten. Dessutom genomfördes finanspolitiska stödåtgärder för att mildra pandemins effekter på samhällsekonomin (se ruta på nästa sida). Sammantaget innebar det att statens budgetsaldo vände till ett stort underskott 2020 efter fyra år i rad med överskott. Underskottet landade på 221 miljarder kronor 2020, jämfört med ett överskott på 112 miljarder kronor 2019 (se Tabell 1).

## Statens stödåtgärder för att mildra pandemieffekter

Regeringen lade fram ett stort antal ändringsbudgetar under 2020 med olika stödåtgärder riktade till företag och privatpersoner som drabbats ekonomiskt av pandemin. Bland de större åtgärderna (räknat i belopp) var omställningsstödet, korttidspermitteringar och möjligheten för företag att få anstånd med skatteinbetalningar. Dessa åtgärder var av en sådan storlek att de fick en tydlig påverkan på både prognos och utfall för budgetsaldot under året och förklarar en betydande del av prognosavvikelserna.

### Korttidspermitteringar

I mars presenterades ett utökat system för korttidsarbete även kallat permitteringar. Företag kunde ansöka om att korta ner sina anställdas arbetstid och få statligt stöd för att täcka stora delar av lönekostnaden. Finansdepartementet justerade prognosen för denna åtgärd flera gånger.

Riksgälden uppskattade initialt kostnaden för permitteringar till 60 miljarder kronor för 2020. Stödet utnyttjades dock i lägre utsträckning än beräknat och Riksgälden justerade ned prognosen till 35 miljarder kronor för 2020. Utfallet för året blev knappt 32 miljarder kronor i beviljade korttidspermitteringar, vilket motsvarar mer än 10 procent av det sammanlagda underskottet i statsbudgeten för 2020. Permitteringsstödet har förlängts till juni 2021.

### Omställningsstöd

En möjlighet för företag att få ersättning för förlorad omsättning på grund av pandemin lanserades genom omställningsstödet. Den ursprungliga uppskattningen av kostnaden för detta stöd, som Finansdepartementet gjorde, var 39 miljarder kronor för 2020.

Riksgälden valde att använda samma belopp i majprognosen. Få företag visade dock intresse och bara en liten del av den beräknade summan betalades ut. Stödet förlängdes till att omfatta hela året, men beloppen har ändå varit avsevärt mindre än det som ursprungligen antogs. Totalt betalades ungefär 7 miljarder kronor ut under 2020.

**Tabell 1. Statens budgetsaldo, miljarder kronor**

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Primärsaldo<sup>1</sup></b>	<b>101</b>	<b>69</b>	<b>98</b>	<b>65</b>	<b>-173</b>
Riksgäldens nettoutlåning <sup>2</sup> (-)	14	-3	4	-69	28
Räntebetalningar (-)	1	10	13	22	19
<b>Budgetsaldo<sup>3</sup></b>	<b>85</b>	<b>62</b>	<b>80</b>	<b>112</b>	<b>-221</b>

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

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

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

Omsvängningen i budgetsaldot förklaras framför allt av att primärsaldot försämrades till följd av både minskade skatteinkomster och ökade utgifter. Minskningen i skatteinkomsterna beror främst på den ekonomiska nedgången men också på skattesänkningar. De utgifter som ökade mest var arbetsmarknadsrelaterade, i form av såväl stödåtgärder som ökad arbetslöshetsersättning.

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter m.fl. påverkade budgetsaldot negativt 2020. Det förklaras av ökad utlåning till bland annat Svensk Exportkredit och CSN.

De kassamässiga räntebetalningarna på statsskulden var 19 miljarder kronor 2020. Det innebär en liten minskning från 2019 som förklaras av valutakurseffekter och det lägre ränteläget. De kostnads- mässiga räntorna redovisas i rapportens sista kapitel.

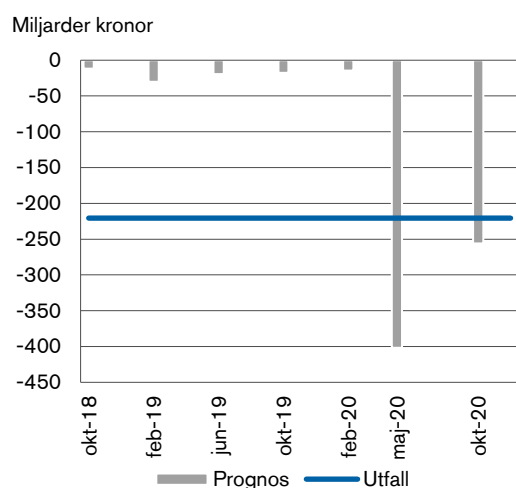
## Prognosavvikelser förklaras av osäkerhet om pandemin

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

### Årsprognoser för 2020

Osäkerhet kring pandemin, det ekonomiska läget och i vilken utsträckning olika finanspolitiska åtgärder utnyttjades präglade prognoserna för 2020. De senaste åren har en stor osäkerhet i prognoserna varit i vilken grad företag och privatpersoner använt skattekontot för kapitalplaceringar och när dessa placeringar skulle börja tas ut. Denna osäkerhet överskuggades under 2020 av den ekonomiska nedgången och svårigheterna att bedöma coronapandemins effekter på budgetsaldot.

**Diagram 2. Budgetsaldot – prognos och utfall**



Källa: Riksgälden

Anm.: Den första prognosen för budgetsaldot 2020 publicerades i oktober 2018. Prognosen uppdaterades sedan tre gånger under 2019 respektive 2020 enligt ordinarie plan för Riksgäldens prognospubliceringar.

**Tabell 2. Differens mellan utfall och prognos**

	Miljarder kronor
Skatteinkomster	-98
<b>Prognosfel inkomster</b>	<b>-98</b>
Arbetsmarknad	41
EU-avgift	6
Migration	-5
Kommunbidrag	29
Övrigt	35
Riksgäldens nettoutlåning	5
Räntor på statsskulden	-6
<b>Prognosfel utgifter</b>	<b>105</b>
<b>Totalt prognosfel</b>	<b>-203</b>

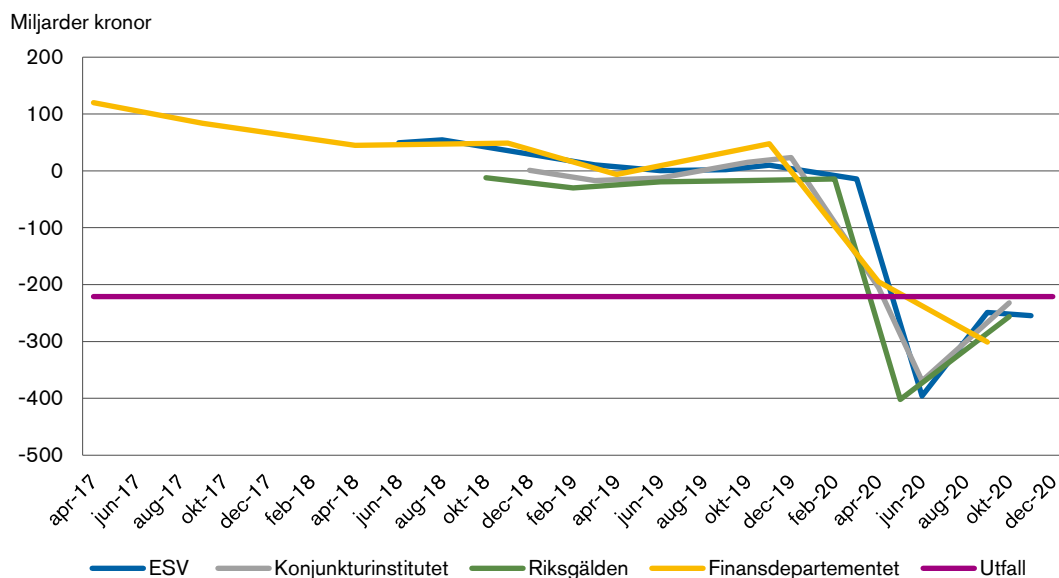
Tabellen visar differensen mellan utfallet för 2020 och prognosen från oktober 2019 för olika komponenter av budgetsaldot. Arbetsmarknadsutgifterna blev exempelvis 41 miljarder kronor högre än prognos som följd av korttidsarbete, medan utgifterna för migration var 5 miljarder lägre.

Utfallet för budgetsaldot blev 209 miljarder kronor lägre än den första prognosen från oktober 2018, 203 miljarder kronor lägre än prognosen från oktober 2019 och 36 miljarder kronor högre än prognosen från oktober 2020 (se Diagram 2).

I Tabell 2 visas differenserna mellan utfallet och prognosen från oktober 2019 för olika komponenter av budgetsaldot. Där framgår att skillnaden främst förklaras av lägre skatteinkomster än väntat och högre utgifter för arbetsmarknaden. Det beror främst på coronavirusets effekter på ekonomin (se ruta på föregående sida för mer om svårigheten att göra prognoser på vissa åtgärder).

Även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen gör prognoser på statens budgetsaldo. Diagram 3 visar att prognosmakarna hade en liknande profil på prognoserna för 2020. Initialt överskattades budgetsaldot. När det ekonomiska läget sedan försämrades under våren 2020 justerades prognoserna ned rejält för att därefter revideras upp under hösten.

**Diagram 3. Olika bedömares prognoser på statens budgetsaldo 2020**



Källa: ESV, Finansdepartementet, Konjunkturinstitutet, Riksgälden

### Månadsprognoser

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

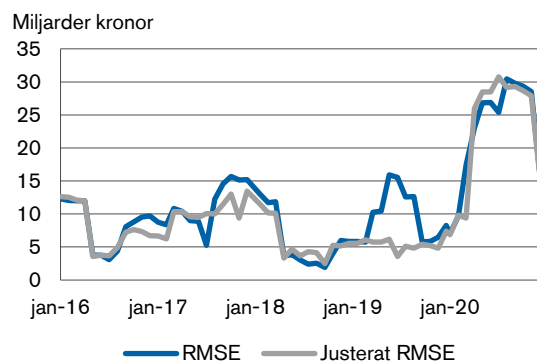
Diagram 4 visar hur medelkvadratfelet har utvecklats sedan 2015. Där framgår att precisionen ökade under 2018 och 2019, medan den minskade under 2020. Från mars och framåt var precisionen

<sup>1</sup> Medelkvadratfelet, eller Root Mean Square Error (RMSE), definieras  $\sqrt{(e_1^2 + e_2^2 + e_3^2 + e_4^2)/4}$  där  $e_t$  är prognosfelet (utfallet i förhållande till den senast publicerade prognosen) för månad t. Riksgälden uppdaterar prognoserna ungefär var fjärde månad, varför RMSE beräknas på basis av prognosfelet de senaste fyra månaderna.



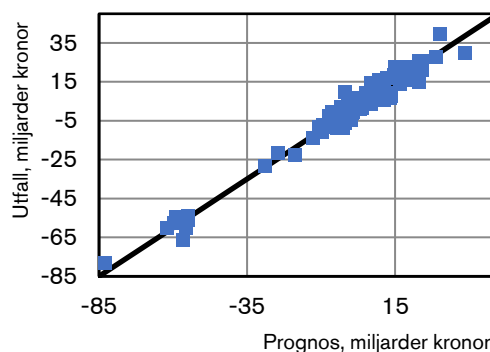
ovanligt låg. De ekonomiska effekterna av coronaviruset har varit svårbedömda, vilket har minskat prognosernas träffsäkerhet.

**Diagram 4. Avvikelser månadsprognoser**



Källa: Riksgälden  
Anm.: Avvikelser enligt måttet medelkvadratfel.

**Diagram 5. Prognos och utfall på dagsbasis**



Källa: Riksgälden

### Dagsprognoser

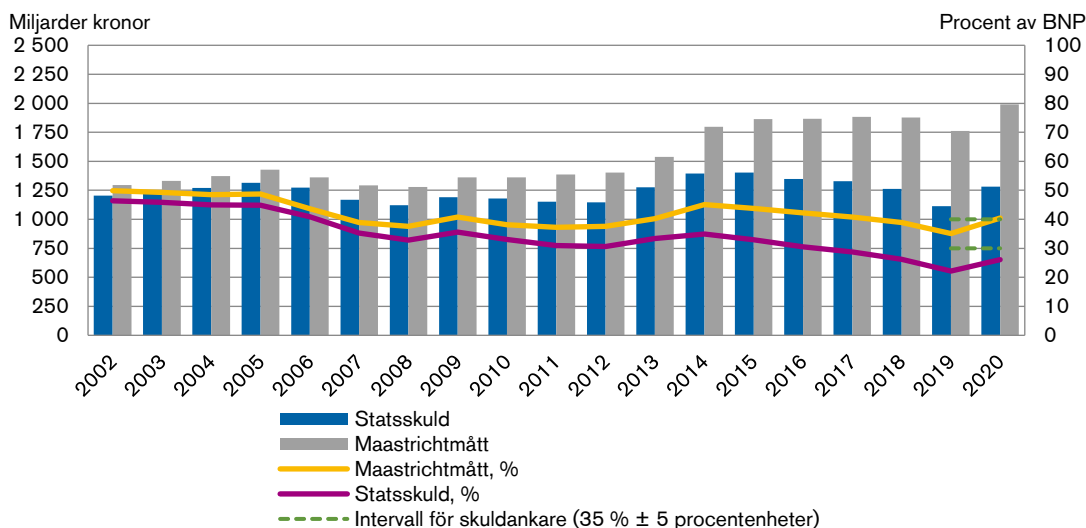
För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgälden även dagsprognoser på minst sex månaders sikt. Dessa prognoser publiceras inte och till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras dagsprognoserna löpande när ny information blir tillgänglig. Diagram 5 visar dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov, vilket exkluderar Riksgäldens nettoutlåning till andra myndigheter. Avståndet från linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Om prognoserna saknade informationsvärde skulle punkterna i diagrammet varit slumpmässigt fördelade. Om prognoserna i stället hade varit perfekta hade alla punkter legat på linjen.

Den genomsnittliga avvikelserna per dag var ungefär 593 miljoner kronor under 2020, vilket är en markant försämring jämfört med 2019 då avvikelserna var 46 miljoner kronor. De största avvikelserna rörde de dagar omkring den tolfte i månaden då skattebetalningar görs. Både företag och privatpersoner har viss möjlighet att styra exakt vilken dag de betalar in skatt varför prognoserna kring dessa dagar präglas av stor osäkerhet.

### Statsskulden ökade från låg nivå i spåren av pandemin

Statsskulden ökade under 2020 och var vid utgången av året 1 280 miljarder kronor (se Diagram 6). Det är 168 miljarder kronor högre än ett år tidigare. Att skuldökningen under året var mindre än storleken på budgetunderskottet beror framför allt på valutakurseffekter. Mätt som andel av BNP ökade statsskulden från 22 procent till 26 procent. Andelen baseras på Riksgäldens senaste BNP-prognos eftersom utfallet ännu inte publicerats.

Den officiella nivån på statsskulden redovisas med ett bruttomått, vilket betyder att tillgångar inte räknas av. Det gäller såväl de placeringar som finns i likviditetsförvaltningen som de fordringar som avser Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken. Totalt uppgick dessa tillgångar till 212 miljarder kronor i slutet av 2020, jämfört med 220 miljarder kronor ett år tidigare. Om tillgångarna räknas av var skulden som andel av BNP 22 procent i slutet av 2020.

**Diagram 6. Statsskuldens utveckling**

Källa: Statistiska centralbyrån och Riksgälden

Anm.: För 2020 baseras andelen på Riksgäldens BNP-prognos eftersom utfallet ännu inte publicerats. Även Maastrichtskulden vid slutet av året är enligt Riksgäldens senaste prognos.

I Diagram 6 framgår utvecklingen av den okonsoliderade statsskulden enligt det officiella mått som Riksgälden redovisar (se ruta nedan). Där visas också den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, även kallad Maastrichtskulden, som var cirka 40 procent av BNP i slutet av 2020. Den ligger därmed fortsatt inom intervallet för skuldankaret i det finanspolitiska ramverket. Det är också en låg nivå internationellt sett; i exempelvis euroområdet var genomsnittet 101 procent (IMF:s prognos).

## Olika skuldmått

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

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

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

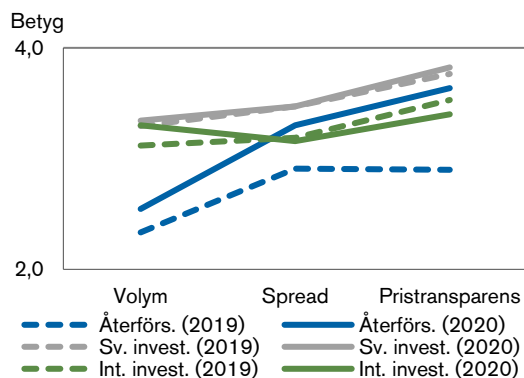
## Marknadsaktörernas bedömning av likviditeten

När pandemin bröt ut under våren uppstod turbulens på de finansiella marknaderna. På den svenska räntemarknaden var det framför allt problem på marknaden för företagsobligationer, men likviditeten försämrades även för statsobligationer och säkerställda obligationer. Kraftfulla penning- och finanspolitiska åtgärder bidrog sedan till att dämpa oron och stabilisera läget.

I en årlig enkätundersökning som Riksgälden låter göra sätter marknadsaktörerna betyg på likviditeten med avseende på volym, spread (skillnad mellan köp- och säljkurs) och pristransparens. Med likviditet avses möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan (se ruta på nästa sida). En väl fungerande marknad med god likviditet är en viktig faktor för att attrahera investerare till svenska statspapper och hålla nere den långsiktiga kostnaden för statsskulden. Om likviditeten blir alltför dålig finns det risk att vissa investerare lämnar marknaden.

Resultatet i undersökningen som genomfördes i slutet av 2020 visar att marknadsaktörerna sammantaget upplevde oförändrad till något bättre likviditet jämfört med 2019. Återförsäljarnas betyg på likviditeten i nominella statsobligationer förbättrades, men det gjordes från en låg nivå och avseende volym var betyget fortsatt under 3 (se Diagram 7). Betygen bland svenska och internationella investerare låg kvar över 3, som är nivån för godkänt enligt undersökningsföretaget. De marknadsproblem som framkommer i undersökningen är bland annat brist på vissa statspapper och svårigheter att handla större volymer utan att påverka prissättningen.

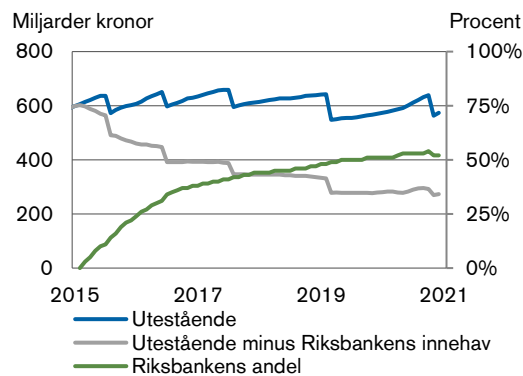
**Diagram 7. Upplevd likviditet på marknaden för nominella statsobligationer**



Källa: Kantar Sifo Prospera

Anm.: Betygsskala 1 till 5 i enkätundersökning, där lägre än 3 ska tolkas som underkänt och 4 och uppåt som utmärkt.

**Diagram 8. Utestående volym av nominella statsobligationer och Riksbankens innehav**



Källa: Riksbanken och Riksgälden

Anm.: Utestående volym i nominellt belopp. Riksbankens innehav i enlighet med Riksgäldens affärsdagsredovisning för statsskulden.

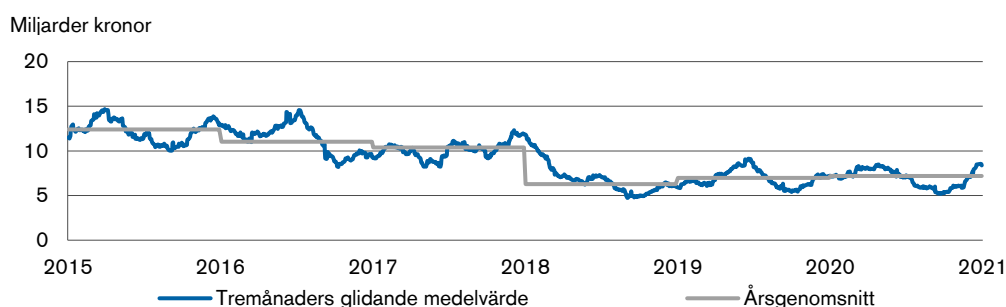
De senaste åren fram till 2020 har likviditeten på marknaden för statsobligationer gradvis försämrats. En förklaring till det är att Riksbanken sedan 2015 har köpt statsobligationer i penningpolitiskt syfte samtidigt som Riksgäldens utbud varit begränsat till följd av starka statsfinanser. Det har därmed funnits en mindre volym statsobligationer att handla på andrahandsmarknaden.

Under 2020 var Riksgäldens emissionsvolym i nominella statsobligationer visserligen större än Riksbankens köp, men samtidigt förföll ett stort obligationslån och den volym som kan omsättas på marknaden var därmed fortsatt begränsad (se Diagram 8). Riksbankens innehav av nominella

statsobligationer uppgick vid årets slut till 300 miljarder kronor, vilket motsvarar 52 procent av den utestående stocken. Riksbanken äger även 22 procent av den utestående stocken realobligationer.

Den dagliga omsättningen av nominella statsobligationer låg kvar på ungefär samma genomsnittliga nivå 2020 som under de senaste två åren (se Diagram 9). Jämfört med 2015 är omsättningen nästan halverad. Utvecklingen mot en lägre omsättning beror sannolikt både på att utbudet av statsobligationer har varit begränsat på såväl primär- som andrahandsmarknaden och på att investerare har sökt sig till placeringsalternativ med högre avkastning.

**Diagram 9. Genomsnittlig daglig omsättning på marknaden för nominella statsobligationer**



Källa: Riksbanken

Anm.: Genomsnittlig daglig omsättning (avista) av nominella statsobligationer på andrahandsmarknaden.

## Vad är marknadslikviditet och hur kan den mätas?

Marknadslikviditet kan definieras som möjligheten att genomföra en transaktion snabbt, till rimlig kostnad och med liten prispåverkan. Det är med andra ord ett mångfacetterat begrepp som inte låter sig fångas av ett enskilt mått. En likvid marknad kännetecknas framför allt av:

- *Liten spread*, det vill säga liten skillnad mellan köp- och säljkurser.
- *Djup*, vilket betyder att priset inte påverkas nämnvärt av stora volymer. Djupet ökar när det finns många investerare och återförsäljare, eftersom det ökar sannolikheten att hitta en motpart som är villig att genomföra en order till rådande marknadspris.
- *Motståndskraft*, som innebär att marknaden snabbt återgår till sitt jämviktspris efter en situation med obalans. Ett pris återhämtar sig lättare om det finns ett gott tillflöde av nya transaktioner som kan återföra priset till sitt ursprungsläge.

Tillgången på pris- och transaktionsdata på andrahandsmarknaden för statspapper är begränsad. Det gör det svårt att mäta ovanstående faktorer direkt, även om omsättningsdata på aggregerad nivå ger en viss indikation på djup och motståndskraft. Riksgälden följer därför utvecklingen främst genom en löpande dialog med marknadsaktörerna och den årliga enkät där de betygsätter hur de upplever likviditeten i termer av spread och djup. Även utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet kan ge en indikation på hur väl marknaden fungerar.

Likviditeten i realobligationer bedömdes som fortsatt underkänd, men jämfört med 2019 upplevde återförsäljarna och de internationella investerarna en viss förbättring. Betygen låg mellan 1,9 och 2,8 för alla avseenden av likviditeten, med en högre nivå för pristransparens än för volym och spread.

När det gäller statsskuldväxlar ligger betygen för likviditeten strax över 2 för volym och spread och omkring 3 för pristransparensen. Det innebär sammantaget en förbättring mellan åren som sannolikt förklaras av att växelstocken växte markant under 2020 (se nästa kapitel).

## Lägre marknadsräntor och en starkare krona

Trots det ökade obligationsutbudet sjönk marknadsräntorna under 2020 mot bakgrund av centralbankernas penningpolitiska stimulanser i form av framför allt stora tillgångsköp. På valutamarknaden stärktes den svenska kronan mot både euron och den amerikanska dollarn.

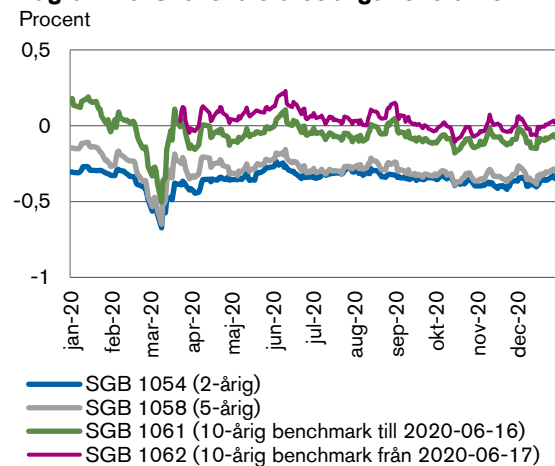
Den tioåriga statsobligationsräntan i Sverige slutade året på 0,02 procent, jämfört med 0,15 procent i slutet av 2019 (se Diagram 10). Korta räntor sjönk förhållandevis mindre i början av året men föll i snabbare takt från april, vilket gjorde att räntekurvan var ungefär oförändrad sett över året. Riksbanken utökade genom obligationsköp sin balansräkning med ungefär 40 procent under 2020.

I Europa sjönk räntorna mot bakgrund av stora obligationsköp av Europeiska centralbanken (ECB) som ökade sin balansräkning med cirka 50 procent. Den tioåriga statsobligationsräntan i Tyskland föll från -0,18 procent till -0,57 procent. Skillnaden mellan den tyska och svenska räntan vidgades med 0,25 procentenhet till 0,59 procentenhet. Det förklaras troligen bland annat av Riksgäldens ökade utbud av längre obligationer och att ECBs tillgångsköp var något större än Riksbankens.

I USA gick den tioåriga statsobligationsräntan ner från 1,9 procent i början av året till nära 0,5 procent, men steg sedan till strax under 1 procent. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve svarade på pandemins utbredning med att sänka styrräntan med 1,5 procentenheter under mars och öka sin balansräkning med 76 procent genom obligationsköp.

På valutamarknaden stärktes den svenska kronan mot både euron och den amerikanska dollarn sett över året (se Diagram 11). Kronan handlades till 8,23 mot dollarn i slutet av 2020, jämfört med 9,37 ett år tidigare. Mot euron stärktes kronan från 10,50 till 10,05.

**Diagram 10. Svenska statsobligationsräntor**



Källa: Macrobond

**Diagram 11. Kronans valutakurs**



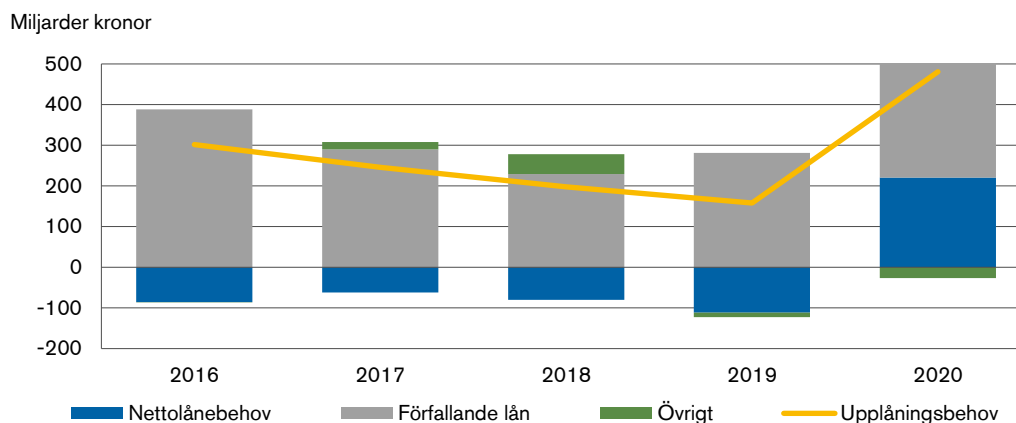
Källa: Macrobond

## Den operativa förvaltningen

Pandemins effekter på statsbudgeten medförde att statens upplåningsbehov växte snabbt och att osäkerheten kring utvecklingen var stor. Riksgälden mötte det nya läget genom att höja emissionsvolymerna i alla statspapper och introducera en ny 25-årig statsobligation. För första gången gav Riksgälden också ut en grön obligation. Inom likviditetsförvaltningen hanterades under våren stora underskott till följd av virusutbrottet, men dessa vände sedan till periodvis stora överskott då statsfinanserna utvecklades starkare än väntat. Här beskrivs Riksgäldens agerande och de avvägningar som gjordes inom den operativa förvaltningen.

Riksgälden lånar åt staten dels för att täcka underskott i statsbudgeten (nettolånebehovet), dels för att refinansiera lån som förfaller. Det totala upplåningsbehovet – som innefattar både nettolånebehovet och refinansiering av förfall – ökade 2020 efter att ha minskat fyra år i rad (se Diagram 12). Det uppgick under året till 481 miljarder kronor, jämfört med 158 miljarder kronor 2019. Ökningen beror framför allt på omsvängningen från överskott till underskott i budgeten som beskrivs i förra kapitlet – det vill säga ett ökat nettolånebehov. Volymen lån som förföll låg ungefär i nivå med 2019.

**Diagram 12. Statens upplåningsbehov**



Källa: Riksgälden

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

## Ökat utbud av statspapper och premiär för grön obligation

Som en följd av de senaste årens minskade upplåningsbehov var emissionsvolymerna i alla typer av statspapper nere på rekordlåga nivåer vid ingången av 2020. När upplåningsbehovet sedan ökade snabbt under våren höjde Riksgälden de planerade emissionsvolymerna i enlighet med upplåningspolicyn (se ruta på sidan 9). Den största förändringen på kort sikt gjordes i statsskuldväxlar, men även utbudet av nominella statsobligationer och realobligationer ökade (se Tabell 3 och Diagram 13). Riksgälden planerade initialt även att ge ut obligationer i utländsk valuta (utöver de lån som togs

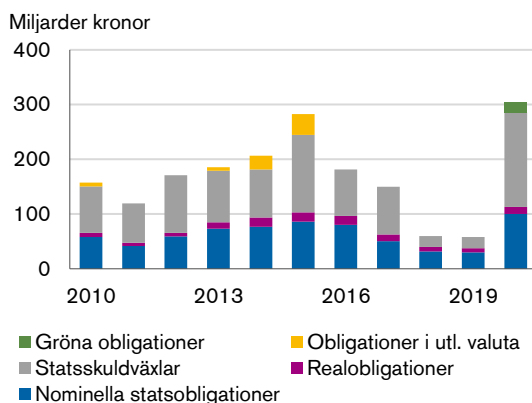
upp åt Riksbanken), men då upplåningsbehovet blev mindre än förutspått slopades dessa planer. Däremot emitterades för första gången en grön obligation.

**Tabell 3. Upplåning fördelat på olika marknader och skuldinstrument**

Miljarder kronor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Penningmarknad, upplåning	177	170	206	180	256	284	144	122	70	101	305
Kapitalmarknad, upplåning	97	79	101	222	177	194	157	124	128	57	176
Nominella statsobligationer	58	41	59	74	77	86	81	51	32	30	100
Realobligationer	8	6	7	12	17	17	16	12	9	8	13
Gröna obligationer	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	20
Obligationer i utländsk valuta	31	31	35	137	84	91	61	61	88	19	43
vidareutlåning till Riksbanken	24	31	35	131	59	53	61	61	88	19	43
statens egen del	7	0	0	6	25	38	0	0	0	0	0
<b>Upplåning, brutto</b>	<b>274</b>	<b>249</b>	<b>307</b>	<b>402</b>	<b>433</b>	<b>479</b>	<b>302</b>	<b>246</b>	<b>198</b>	<b>158</b>	<b>481</b>

De förändringar som gjordes i låneplanen till följd av virusutbrottet kommunicerades samlat vid den ordinarie prognospubliceringen i maj, men redan i mitten av mars gick Riksgälden ut med ett pressmeddelande för att dämpa osäkerheten på marknaden kring när och hur mycket obligationsutbudet skulle öka. Budskapet var att Riksgälden har god beredskap att möta ett snabbt växande lånebehov och kommer att agera enligt den uttalade policyn att först öka den kortfristiga upplåningen och sedan gradvis anpassa obligationsutbudet.

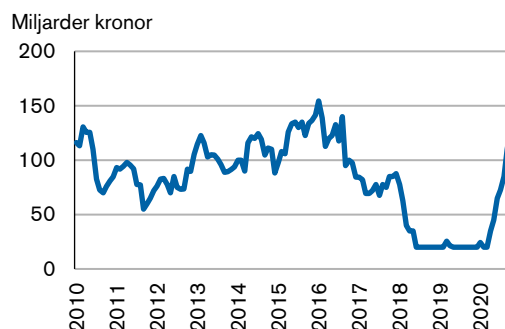
**Diagram 13. Emissionsvolym**



Källa: Riksgälden

Anm.: Upplåning per kalenderår exklusive finansiering av lån till Riksbanken och likviditetsförvaltningsinstrument. För statsskuldväxlar avses utestående stock vid årets slut.

**Diagram 14. Stocken av statsskuldväxlar**



Källa: Riksgälden

### Störst och snabbast ökning av statsskuldväxlar

Volymer statsskuldväxlar drogs upp kraftigt under året från den låga nivån 2019. Den utestående stocken av statsskuldväxlar uppgick till 173 miljarder kronor vid utgången av 2020, att jämföra med 20 miljarder kronor ett år tidigare (se Diagram 14). Riksgälden bedömer att marknaden för statsskuldväxlar klarade ökningen väl trots de senaste årens låga emissionsvolym.

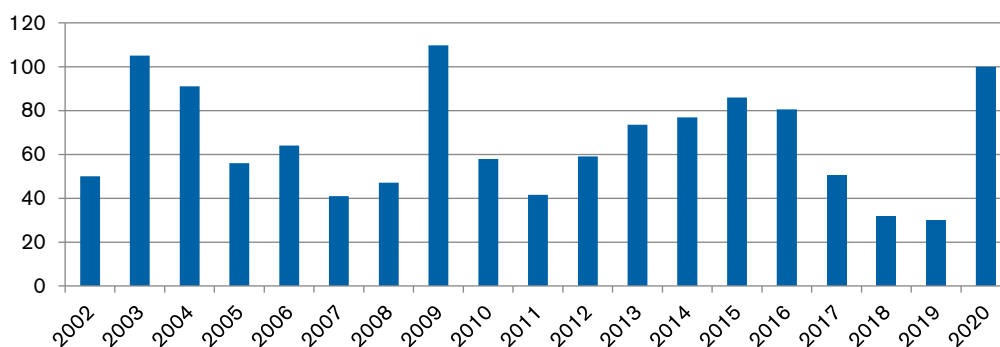
Riksgälden ökade växelstocken genom att hålla tätare auktioner, höja emissionsvolymen och ändra löptidspolicyn. Den nya policyn innebar att antalet utestående löptider för statsskuldväxlar utökades från fyra till sex där den längsta är tolv månader. Riksgälden hade en liknande policy under åren 2002 till 2007 när lånebehovet var stort. Emissionsvolymen behövde dock inte öka så mycket under hösten som förutspåddes i majprognosen eftersom budgetsaldot utvecklades starkare än väntat.

Under hösten började Riksgälden variera auktionsvolymerna i statsskuldväxlar i större utsträckning än tidigare för att bättre kunna möta säsongssvängningarna i lånebehovet. Det innebar att volymen i enskilda auktioner varierade mellan 5 miljarder och 25 miljarder kronor.

### Största utbudet av nominella statsobligationer sedan finanskrisen

Nominella statsobligationer är statens viktigaste lånekälla. Därför har Riksgälden prioriterat emissioner i den marknaden framför annan upplåning när lånebehovet varit litet. Trots det var den årliga emissionsvolymen nere på ca 30 miljarder kronor under 2018–2019 (se Diagram 15). Under 2020 ökade den till 100 miljarder kronor, den högsta nivån sedan finanskrisen.

**Diagram 15. Emissionsvolym i nominella statsobligationer**



Källa: Riksgälden

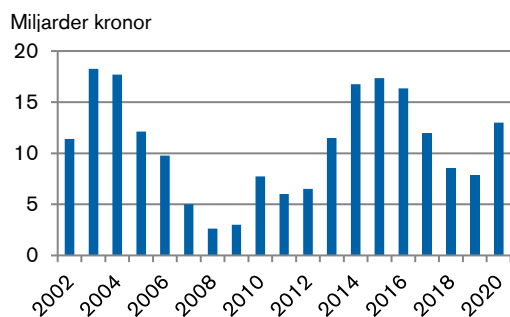
Riksgälden ökade emissionsvolymen dels genom att höja utbudet i de regelbundna emissionerna från 2 miljarder till 5 miljarder kronor per auktion, dels genom att introducera en ny 25-årig statsobligation via syndikering. I syndikeringen emitterades 13 miljarder kronor.

Riksgäldens policy är att främst emittera tio- och femåriga nominella statsobligationer. Under de senaste åren har Riksgälden i hög grad behövt koncentrera upplåningen till tioårssegmentet för att bygga upp volym i nya obligationer, men i och med det ökade lånebehovet under 2020 fanns det utrymme att emittera i fler löptider. Det gällde även i obligationer som inte är referenslån i den elektroniska interbankmarknaden, så kallade "off the run"-obligationer.

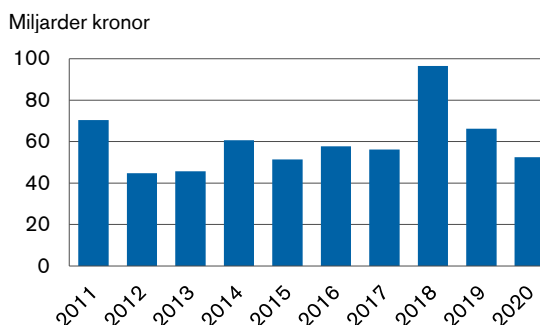
### Även ökat utbud av realobligationer

Upplåningen i realobligationer ökade från knappt 8 miljarder kronor 2019 till 13 miljarder kronor 2020 (se Diagram 16). Höjningen gjordes både för att möta det ökade lånebehovet och för att styra andelen realskuld mot det långsiktiga riktmärket på 20 procent av statsskulden.



**Diagram 16. Emissionsvolym i realobligationer**

Källa: Riksgälden

**Diagram 17. Förfall av valutalån till Riksbanken**

Källa: Riksgälden

**Obligationer i utländsk valuta endast för Riksbankens räkning**

Under 2020 gav Riksgälden ut två obligationer i amerikanska dollar för refinansiering av lån till Riksbanken, motsvarande totalt 43 miljarder kronor. Riksgälden har sedan 2009 lånat för Riksbankens räkning i syfte att förstärka valutareserven. Riksbanken ersätter Riksgälden för de räntekostnader och administrativa kostnader som uppstår i samband med vidareutlåningen.

De senaste årens budgetöverskott har gjort att Riksgälden inte haft behov av att ge ut obligationer i utländsk valuta för statens egen räkning. När omsvängningen i budgetsaldot kom under våren 2020 hade Riksgälden beredskap att ge ut fler valutaobligationer, men då underskottet blev lägre än väntat ströks dessa emissioner och upplåningen i svenska kronor prioriterades. Obligationer i kronor ger normalt sett en billigare upplåning för staten jämfört med att ge ut obligationer i utländsk valuta. Valutaobligationer används därför främst när stora belopp behöver lånas upp på kort tid och för att upprätthålla en internationell lånekanal (se rutan på sidan 9).

**Sverige gav ut statlig grön obligation för första gången**

I juli 2019 fick Riksgälden i uppdrag av regeringen att senast under 2020 ge ut en statlig grön obligation. Den gröna obligationen utgör ett komplement till de traditionella statsobligationerna och pengarna som lånas upp kopplas till utgiftsposter i statens budget som rör hållbara investeringar och projekt. Valet av lämpliga utgifter görs utifrån Sveriges klimat- och miljömål.

Regeringen beslutade i juni 2020 om ramverket för den gröna obligationen och om urvalet av utgifter som pengarna från obligationen ska knytas till, bland annat skydd av värdefull natur, klimatinvesteringar och järnvägsunderhåll. Ramverket bedömdes som "mörkt grönt" – den högsta nivån – av den externa granskaren Cicero.

Den 1 september 2020 gav Riksgälden ut den gröna obligationen. Löptiden sattes till 10 år och emissionsvolymen var 20 miljarder kronor. Totalt kom det in bud på drygt 47 miljarder kronor från 72 enskilda investerare. Räntan sattes till 0,09 procent, vilket var 0,01 procentenhet lägre än räntan på en nominell statsobligation med motsvarande löptid vid tidpunkten för emissionen.

En viktig del i att ge ut en grön obligation är att återrapportera till vilka utgifter pengarna som lånats upp har knutits och vilka miljö- och klimateffekter de har bidragit till. Riksgälden ska tillsammans med Naturvårdsverket publicera en sådan rapport senast fjärde kvartalet 2021.

Riksgäldens underlag för utvärderingen av den gröna obligationen finns i rapportens sista kapitel.

## God efterfrågan i både auktioner och syndikeringar

Trots att utbudet av obligationer från Riksgälden ökade kraftigt under 2020 var efterfrågan än större. Det gäller både i auktionerna av statspapper och i emissionerna som genomfördes via syndikering.

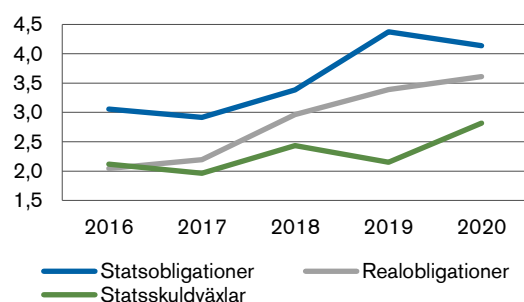
### Budvolym översteg erbjuden volym i alla auktioner av statspapper

Efterfrågan var god i auktionerna under 2020 och de blev alla övertecknade. Trots det kraftigt ökade utbudet var den genomsnittliga teckningskvoten för nominella statsobligationer nästan lika hög som under 2019. För såväl realobligationer som statsskuldväxlar blev kvoten till och med högre än året före. Den genomsnittliga teckningskvoten för respektive instrument visas i Diagram 18.

De räntor som Riksgälden i genomsnitt lånade till i nominella statsobligationer under året var  $-0,1$  procent, jämfört med  $0,0$  procent 2019 (se Diagram 19). Minskningen beror inte enbart på att räntorna sjönk utan även på att upplåningen spreds över fler löptider. Det gjorde att andelen tioåriga obligationer som emitterades var lägre, medan andelen obligationer med kortare löptid ökade.

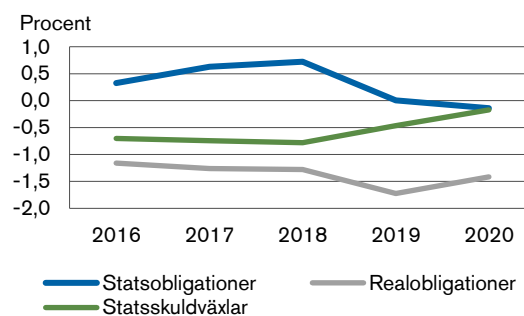
För realobligationer ökade den genomsnittliga räntan i auktionerna från  $-1,8$  procent 2019 till  $-1,4$  procent 2020. Utvecklingen för statsskuldväxlar var liknande och den genomsnittliga auktionsräntan steg från  $-0,5$  procent till  $-0,2$  procent.

Diagram 18. Genomsnittlig teckningskvot



Källa: Riksgälden  
Anm.: Budvolym/utbudet i genomsnitt under året.

Diagram 19. Genomsnittlig ränta i auktionerna



Källa: Riksgälden  
Anm.: För realobligationer redovisas realränta.

### Stort intresse för obligationer som såldes via syndikering

Även de obligationer som emitterades via syndikering i stället för i auktioner möttes av en god efterfrågan. Det gäller såväl den gröna obligationen (se föregående avsnitt) och den nya 25-åriga statsobligationen som de obligationer som gavs ut i utländsk valuta för Riksbankens räkning.

I emissionen av den 25-åriga statsobligationen deltog 55 investerare med bud för totalt 44,5 miljarder kronor, mer än fyra gånger så mycket som den indikerade auktionsvolymen på 10 miljarder kronor. Obligationen prissattes till  $0,53$  procent, vilket var  $0,14$  procentenhet under den svenska swappräntan. Köparna var framför allt olika typer av fondförvaltare. Cirka 30 procent av volymen i syndikeringen gick till svenska investerare och nästan lika mycket till Storbritannien.

Även de två obligationer för Riksbankens räkning som gavs ut i amerikanska dollar togs emot väl av marknaden. Buden översteg den utbudna/indikerade volymen i båda emissionerna och räntan kunde sättas till  $0,40$  respektive  $0,10$  procentenhet över räntan på motsvarande amerikanska statsobligation. Värt att notera är att emissionen den 24 mars var den första som genomfördes av en

statlig emittent på den internationella kapitalmarknaden under den turbulens som uppstod i spåren av virusutbrottet. Efter att den svenska transaktionen gått igenom följde emissioner från andra stater.

Riksgäldens investerarbas i valutalån har historiskt varit bred med avseende på såväl kategori som geografi. Centralbanker och offentliga institutioner utgjorde den största investerarkategorin i de obligationer som såldes under 2020. En mindre del såldes till banker och fondförvaltare. Merparten av investerarna var från Asien, Europa och Mellanöstern.

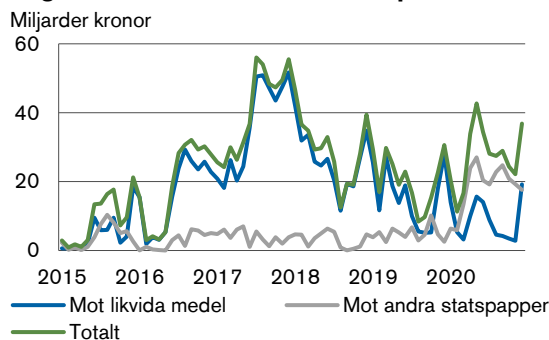
## Minskad repovolym men ökat nyttjande av reposwappar

Riksgälden erbjuder två typer av marknadsvårdande repofaciliteter: i den ena kan återförsäljarna repa in (låna) statspapper mot likvida medel och i den andra kan de göra reposwappar där ett statspapper lånas ut i byte mot ett annat. Den totala utestående volymen för faciliteterna var i genomsnitt högre 2020 än 2019 (se Diagram 20). Volymen repor minskade, men reposwapparna ökade mer.

Denna utveckling är sannolikt kopplad till det ökade utbudet av statsskuldväxlar från Riksgälden i kombination med att villkoren för reposwapparna gjordes något förmånligare i slutet av 2019. När utbudet av statsskuldväxlar ökade på marknaden kunde dessa papper användas för att låna in statsobligationer via reposwapparna. Detta bidrog tillsammans med den större volymen statsobligationer på marknaden till ett minskat behov av att göra repor mot likvida medel. Repovolymen var i genomsnitt 8,8 miljarder kronor per dag under året, den lägsta nivån sedan 2015.

Trots den minskade volymen repor mot likvida medel bedömde återförsäljarna fortsatt faciliteten som mycket viktig i den årliga enkätundersökningen (se Diagram 21 och nästa kapitel i rapporten).

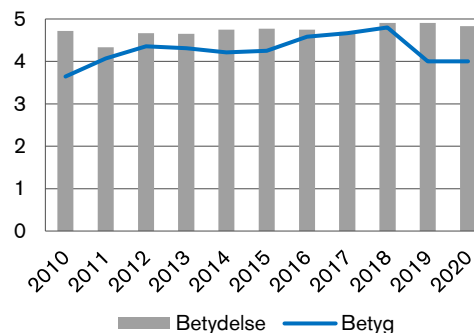
**Diagram 20. Marknadsvårdande repofaciliteter**



Källa: Riksgälden

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

**Diagram 21. Betyg för repor mot likvida medel**



Källa: Kantar Sifo Prospera

Anm.: Betydelsen av marknadsvårdande repor (mot likvida medel) och betyget för Riksgäldens hantering av dessa utifrån skalan 1-5 i årlig enkätundersökning.

## Stora svängningar i likviditetsförvaltningen

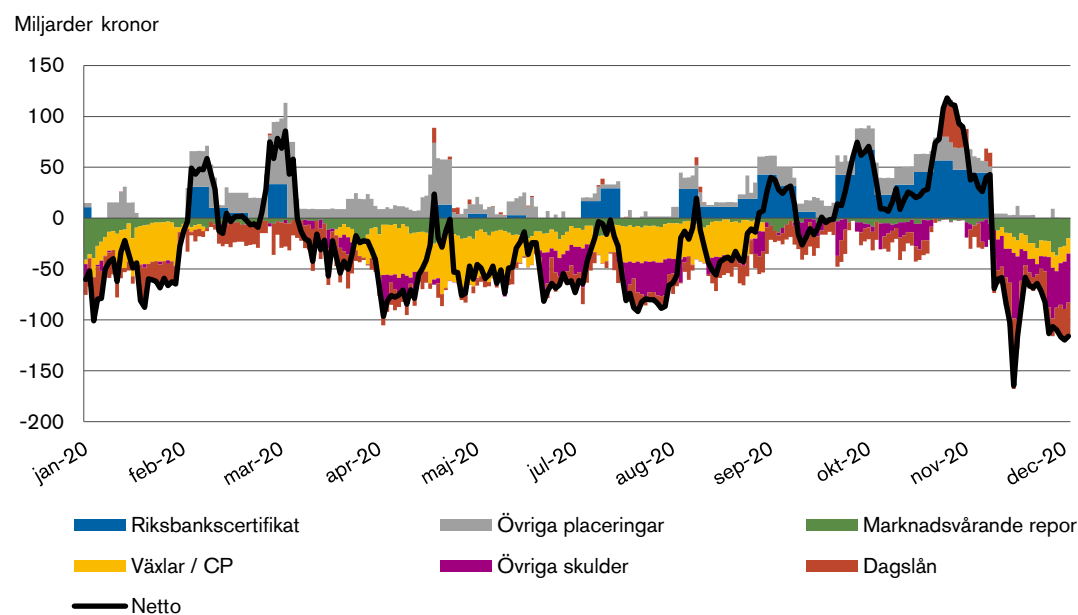
Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgälden låna stora belopp för att täcka underskott på kort sikt genom att ge ut värdepapper med kort löptid både i kronor (statsskuldväxlar) och i utländsk valuta (commercial paper) på penningmarknaden. Om det i stället är överskott i likviditetsförvaltningen placeras detta tillfälligt i penningmarknadstillgångar. Även pengar som kommer in när Riksgälden repar ut statspapper placeras vid behov inom likviditetsförvaltningen.

Under 2020 behövde Riksgälden låna i genomsnitt 24 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen, jämfört med ett genomsnittligt placeringsbehov på 2 miljarder kronor per dag under 2019. Två stora obligationsförfall bidrog till att dra upp det genomsnittliga lånebehovet, men variationen var stor med perioder av betydande överskott även under 2020 (se Diagram 22). Svårigheterna att prognosticera budgetsaldot, som beskrivs i föregående kapitel, bidrog till större oväntade svängningar att hantera inom likviditetsförvaltningen.

Genom bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna i likviditetsförvaltningen. Strategin är att möta perioder med stora låne- eller placeringsbehov i god tid. Under våren gav Riksgälden exempelvis ut både statsskuldväxlar löpande (on tap) och commercial paper i dollar när prognosen visade ett snabbt växande lånebehov i början av pandemin.

När statsfinanserna sedan utvecklades starkare än väntat fick Riksgälden periodvis i stället hantera stora överskott. Överskott i kassan innebär att Riksgälden behöver hitta placeringsalternativ inom de ramar som styr likviditetsförvaltningen, exempelvis finns det begränsningar för motpartsrisker (se sista avsnittet i rapporten). Detta var mer utmanande än vanligt under 2020 eftersom centralbankernas tillförsel av likviditet i systemet medförde stor efterfrågan på säkra penningmarknads-tillgångar. Riksgälden placerade främst i riksbankscertifikat (se den blå markeringen i Diagram 22). Därutöver gjordes placeringar i säkerställda obligationer, omvända repor och växlar i utländsk valuta.

**Diagram 22. Tillgångar och skulder i likviditetsförvaltningen**



Källa: Riksgälden

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

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

Posten Marknadsvård i diagrammet visar den skuld som uppstår löpande när Riksgälden repar ut statspapper mot likvida medel. Marknadsvärdet av denna skuld uppgick i genomsnitt till 9,5 miljarder kronor per dag under 2020, vilket är en minskning från 17 miljarder kronor per dag 2019.

### Flöden i utländsk valuta och valutaväxlingar

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

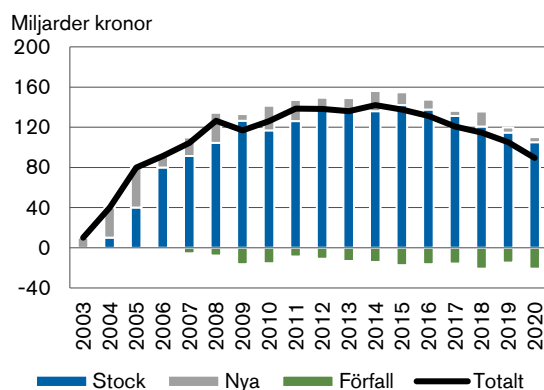
VKK ingår i det ramavtal för statliga betalningstjänster som gäller sedan våren 2017. Syftet med VKK är att samla myndigheternas valutaflöden och låta Riksgälden hantera nettot av dessa flöden. På så sätt minskar kostnaden för myndigheternas valutaväxlingar. Valutasäkringar innebär att Riksgälden övertar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

I slutet av 2020 var 11 myndigheter anslutna till VKK, vilket innebär att antalet nära fördubblades under året. Försvarmakten och Sida var bland de fem myndigheter som tillkom.

## Fortsatt litet behov av nya ränteswappar

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

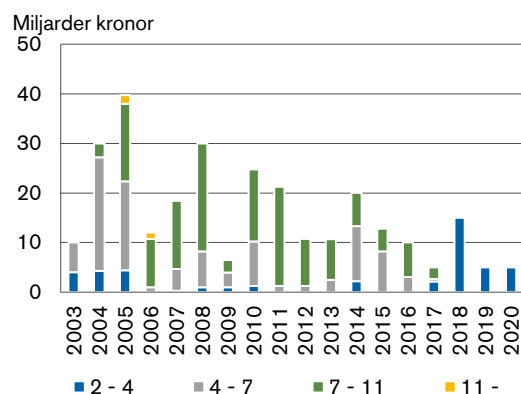
**Diagram 23. Nominellt belopp av utestående ränteswappar på årets sista affärsdag**



Källa: Riksgälden

Anm.: Utestående stock av ränteswappar i kronor i syfte att justera den nominella kronskuldens löptid. Riksgälden erhåller fast ränta och betalar rörlig i samtliga swappar.

**Diagram 24. Nominellt belopp av nya ränteswappar per år uppdelat på löptidsintervall**



Källa: Riksgälden

Anm.: Nya ränteswappar i kronor i syfte att justera den nominella kronskuldens löptid.

Volymen av nya ränteswappar var 5 miljarder kronor under 2020, vilket är omkring 16 miljarder kronor mindre än den volym som förföll. Den utestående stocken fortsatte därmed att minska och nådde den lägsta nivån på femton år (se Diagram 23). De tre senaste åren ingicks nya ränteswappar på betydligt kortare löptid än tidigare, vilket ger mindre effekt på durationen än samma nominella belopp i längre löptider (se Diagram 24).

### **Så fungerar ränteswappar**

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

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

### **Fortsatt uppbyggnad av positionen för en starkare krona**

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

Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron. Under 2020 utökades positionen från 6,5 miljarder kronor till 6,8 miljarder kronor. Resultatet av kronpositionen redovisas i sista kapitlet. Där redogörs även för den löpande positionstagningen.

## Marknadsaktörernas syn på Riksgälden

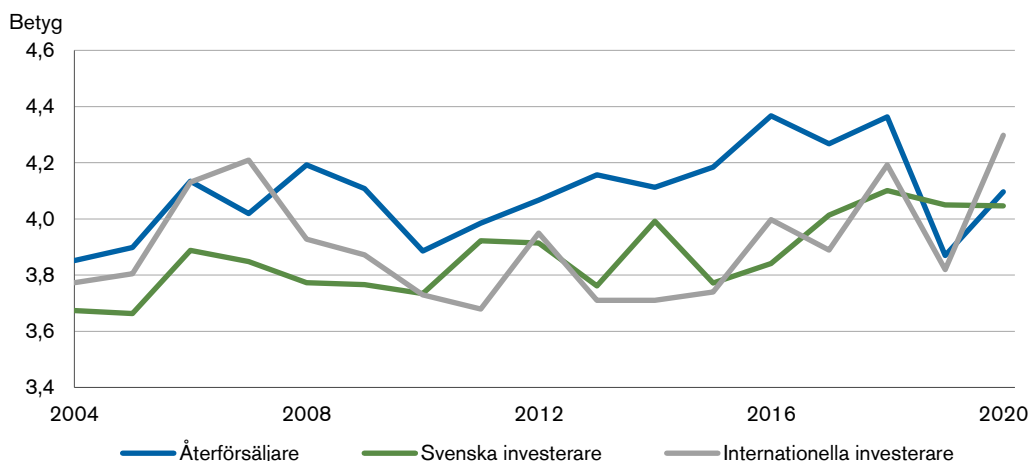
En viktig del i att minimera kostnaden för statsskuden med beaktande av risk är att göra marknaden för svenska statspapper så attraktiv som möjligt för investerare. Riksgäldens strategier fokuserar därför på att dels främja likviditeten och infrastrukturen på marknaden, dels kommunicera tydligt och agera förutsägbart. Genom en årlig enkätundersökning följer Riksgälden vad återförsäljare och investerare anser om strategierna och sättet att genomföra dem. Resultatet av undersökningen 2020 visar ett starkt förtroende för Riksgälden med högre betyg för bland annat kommunikation, kontakter och ett konsekvent agerande.

Undersökningen av förtroendet har genomförts årligen sedan 2004 av Kantar Sifo Prospera (nedan Prospera).<sup>2</sup> Resultatet visar dels hur marknadsaktörerna värderar betydelsen av Riksgäldens förvaltningsstrategier (som beskrivs på s. 7), dels hur väl de anser att strategierna uppfylls. Prospera gör även en helhetsbedömning där betygen vägs samman utifrån den betydelse faktorerna anses ha.

### Starkt förtroende främst bland internationella investerare

Utvecklingen av det sammanvägda betyget visas i Diagram 25. I 2020 års undersökning stärktes förtroendet från 2019 och betyget från alla tre svarsgrupperna – återförsäljare, svenska investerare och utländska investerare – låg över 4, en nivå som enligt Prospera ska tolkas som utmärkt. Det var framför allt förtroendet hos internationella investerare som ökade, men även återförsäljarna höjde sitt helhetsbetyg efter föregående års nedgång. Betyget från svenska investerare var oförändrat.

**Diagram 25. Sammanvägd bedömning av Riksgäldens strategier och agerande**



Källa: Kantar Sifo Prospera

Anmärkning: Ett betyg över 4 ska enligt Prospera tolkas som utmärkt, medan ett värde under 3 är underkänt.

<sup>2</sup> Resultatet av Prosperaundersökningen publiceras i sin helhet på Riksgäldens webbplats. Undersökningen genomfördes mellan den 16 november 2020 och den 22 december 2020. Totalt intervjuades 69 personer.

Resultatet visar en bred uppgång i betygen för de underliggande faktorerna, vilket indikerar ett starkare helhetsintryck jämfört med föregående år. De faktorer som stod för störst förbättring var marknadsvårdande byten i realobligationer, kontakter, ett tydligt och konsekvent agerande samt kommunikation om lånebehov/finansiering (se vidare i avsnitten nedan).

De strategier – faktorer – som marknadsaktörerna bedömer som viktigast får alla ett betyg på minst 4 för genomförandet och återfinns bland de främsta styrkorna i Riksgäldens profil (se Tabell 4 och Tabell 5). En rimlig slutsats av det är att Riksgälden fortsatt fokuserar på rätt saker.

**Tabell 4. Mest betydelsefulla faktorer**

Strategi (faktor)	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,8
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,7
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,6
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,6

Källa: Kantar Sifo Prospera  
Anm.: Frågorna om marknadsvård ställs bara till återförsäljarna

**Tabell 5. Riksgäldens främsta styrkor**

Strategi (faktor)	Betyg
Kommunikation om lånebehov/finansiering	4,4
Information om volymer och andra villkor i nominella statsobligationer	4,4
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,3
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,1
Information om volymer och andra villkor i statsskuldväxlar	4,1
Information om volymer och andra villkor i realobligationer	4,0
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,0

## Riksgäldens repor av störst betydelse för återförsäljarna

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

Betyget för marknadsvården genom repor i statspapper låg kvar på 4,0 i 2020 års undersökning efter att föregående år ha sjunkit från 4,8. Nedgången under 2019 bedömdes vara kopplad till den fortsatta försämring av likviditeten på andrahandsmarknaden som återförsäljarna upplevde då. I undersökningen 2020 upplevde återförsäljarna visserligen en viss förbättring av likviditeten men betyget sett till volym låg fortfarande kvar på underkänt (se kapitlet *Förutsättningar under året*).

Reposwappar är en annan marknadsvårdande facilitet, där återförsäljarna kan byta ett statspapper mot ett annat. Riksgälden gjorde villkoren för denna facilitet något förmånligare i slutet av 2019 och den har därefter nyttjats i större utsträckning än tidigare. Återförsäljarna bedömer reposwapparna som mindre viktiga än reporna men gav dem ett högre betyg: 4,1 (mättes för första gången 2020).

Marknadsvården i form av byten i realobligationer fick ett klart högre betyg i 2020 års mätning: 4,1 jämfört med 3,6 föregående år. Det innebär en återhämtning av den nedgång som noterades 2019.



## Kommunikationen om upplåningen den främsta styrkan

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

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

Riksgäldens främsta styrkor är enligt undersökningen kommunikationen kring statens lånebehov och finansiering i stort och särskilt informationen om nominella statsobligationer, Riksgäldens viktigaste upplåningsinstrument, se Tabell 5. Undersökningen visar också att Riksgälden står sig väl när det gäller transparens jämfört med såväl andra skuldkontor som svenska bostadsinstitut och kommuner.

När det gäller ett tydligt och konsekvent agerande steg betyget för hela urvalet från 4,0 till 4,3, efter en nedgång 2019. Återförsäljarna och de internationella investerarna höjde sina betyg med ett halvt steg, medan svenska investerare låg kvar på samma nivå. Riksgälden lade under 2020 stor vikt på att kommunicera aktivt kring upplåningspolicyn och tydliggöra att den är utgångspunkten för hur Riksgälden agerar även under turbulenta förhållanden med ett snabbt växande lånebehov.

De internationella investerarna höjde även betyget för kontakten med Riksgälden, till strax över 4 från 3,5. Betygen från de svenska investerarna och återförsäljarna låg kvar på 3,5 respektive 4,1. Under 2020 träffade Riksgälden investerare på möten i digitalt format, både enskilt och i grupp. Intresset var extra stort inför emissionerna av den gröna obligationen och den nya 25-åriga statsobligationen. Att ha en bra dialog med marknadsaktörerna är en viktig del av upplåningsverksamheten.

När det gäller lyhördhet för marknadens önskemål landade både återförsäljarnas och de svenska investerarnas betyg under 4 (frågan ställs inte till internationella investerare). Detta var också den enda faktor i helhetsbetyget som minskade något 2020. Av motiveringarna framgår att det finns önskemål om att Riksgälden ska agera tydligare utifrån de behov som marknadsaktörerna uttrycker. Riksgälden strävar efter att vara uppmärksam på marknadsaktörernas behov och pröva hur de förhåller sig till Riksgäldens mål.

## Redovisning av kostnad och risk

Statsskuldens löptid låg inom det övergripande styrintervall och valutaexponeringen hölls oförändrad 2020 enligt regeringens riktlinjer. Kostnaden för statsskulden var 6 miljarder kronor eller motsvarande 0,1 procent av BNP. Det innebär en minskning från 2019 som förklaras främst av valutakurseffekter. Det kalkylmässiga resultatet för realobligationerna var positivt för året och positionen för en starkare krona visade en realiserad vinst. I kapitlet presenteras också underlag till utvärderingen av statens första gröna obligation.

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

### Löptid inom styrintervall och oförändrad valutaexponering

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

**Tabell 6. Riktvärden för sammansättning**

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

**Tabell 7. Riktvärden för löptid**

Skuldslag	Löptid
Statsskuldens löptid	3,5–6 år
Nominell kronskuld	4,8–6,3 år (t.o.m. 2020-05-12)
Real kronskuld	3,25–5,75 år (fr.o.m. 2020-05-13)
Valutaskuld	0–1 år

### Statsskuldens löptid låg inom riktlinjernas styrintervall

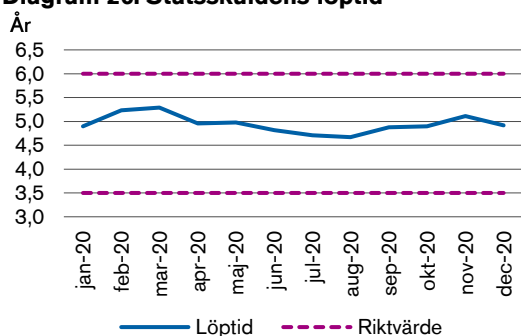
Statsskuldens löptid höll sig inom riktlinjernas styrintervall under året trots de stora förändringarna i upplåningen (se Diagram 26). De senaste årens utveckling mot en mer övergripande löptidsstyrning gjorde att Riksgälden hade god flexibilitet att snabbt anpassa de separata styrintervallen och upplåningen.

Även om löptiden nu styrs på en övergripande nivå i riktlinjerna fastställs fortfarande styrintervall även för respektive skuldslag i Riksgäldens finans- och riskpolicy. Den stora förändringen i lånebehovet som prognosticerades i maj 2020 skulle ha lett till en betydligt kortare löptid i den

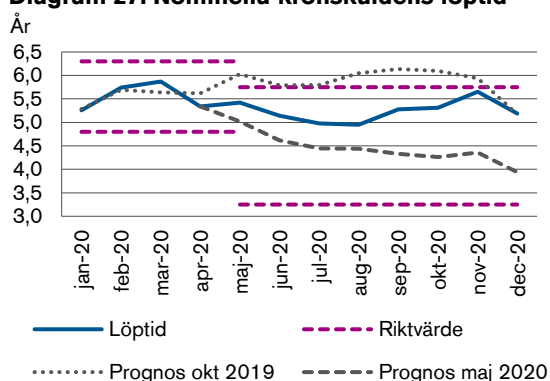
nominella skulden varför löptidsintervallet för detta skuldslag anpassades. Sedan blev utfallet av budgetsaldot betydligt bättre, vilket i sin tur ledde till att en del av den kortfristiga upplåningen uteblev. Därmed finansierades en större andel av upplåning i längre löptider, vilket bidrog till att löptiden i den nominella kronskulden slutligen blev betydligt längre än vad som antogs i maj 2020.

Diagram 27 visar hur prognoserna skiljer sig från utfallet. De snabba svängningarna i lånebehovet under året innebar stora utmaningar i förvaltningen av statsskulden och särskilt för styrningen av löptiden i den nominella kronskulden. Den nominella kronskulden påverkas mycket mer än övriga skuldslag av variationer i lånebehovet, eftersom likviditetsförvaltningen är en del av detta skuldslag.

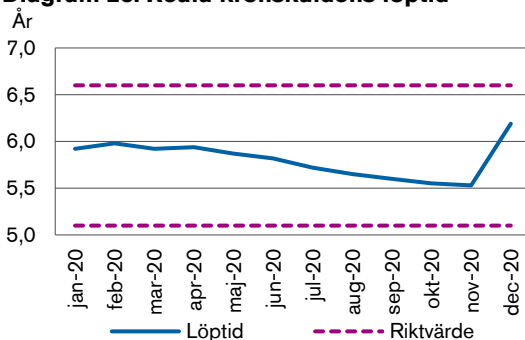
**Diagram 26. Statsskuldens löptid**



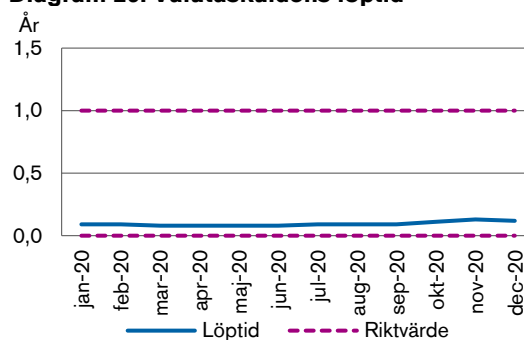
**Diagram 27. Nominella kronskuldens löptid**



**Diagram 28. Reala kronskuldens löptid**



**Diagram 29. Valutaskuldens löptid**



Källa: Riksgälden

Anm.: Löptiden mäts med Macaulayduration. Prognos visar ultimosiffor för respektive månad medan utfall visas som månadsmedel.

Den reala kronskuldens löptid låg under stora delar av året i den lägre halvan av löptidsintervallet inför förfallet av realobligation 3102 den 1 december 2020 och steg sedan kraftigt (se Diagram 28). Detta mönster är återkommande i samband med förfallande realobligationer.

Valutaskuldens löptid utvecklades som förväntat under 2020 och höll sig nära den lägre gränsen av löptidsintervallet (se Diagram 29). Förutsättningarna att styra löptiden i valutaskulden är goda eftersom den generellt utvecklas på ett förutsägbart sätt samtidigt som det finns ett antal derivatkontrakt att använda.

### Valutaexponeringen hölls oförändrad i enlighet med riktlinjerna

Statsskulden är exponerad mot flera utländska valutor med tyngdpunkten i euro och schweizerfranc, som framgår av Tabell 8. Under 2020 siktade Riksgälden mot att hålla valutaexponeringen oförändrad i enlighet med regeringens riktlinjer.

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

Även om Riksgälden planerar sina valutaväxlingar för att uppnå en viss valutaexponering i statsskulden blir den faktiska exponeringen en annan. Det beror på att det uppstår kassaflöden i valuta dels inom ramen för förvaltning av statsskulden, dels genom valutatransaktioner inom andra uppdragsområden som Riksgälden hanterar (se ruta nedan). Under 2020 ökade den faktiska valutaexponeringen, mätt till fasta referenskurser, med 12 miljarder kronor (se Tabell 8).

**Tabell 8. Valutaexponering i slutet av året**

Valuta	2019-12-30			2020-12-30		
	Riktvärde, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner kronor	Riktvärde, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner lokal valuta	Utfall, i miljoner kronor
CAD	31	32	233	31	31	226
CHF	3 280	3 279	31 401	3 280	3 282	31 423
EUR	Resterande del	5 872	61 974	Resterande del	7 009	73 966
GBP	29	29	364	29	29	361
USD	34	31	298	34	34	325
Övriga			176			100
<b>Totalt</b>			<b>94 446</b>			<b>106 402</b>

Källa: Riksgälden

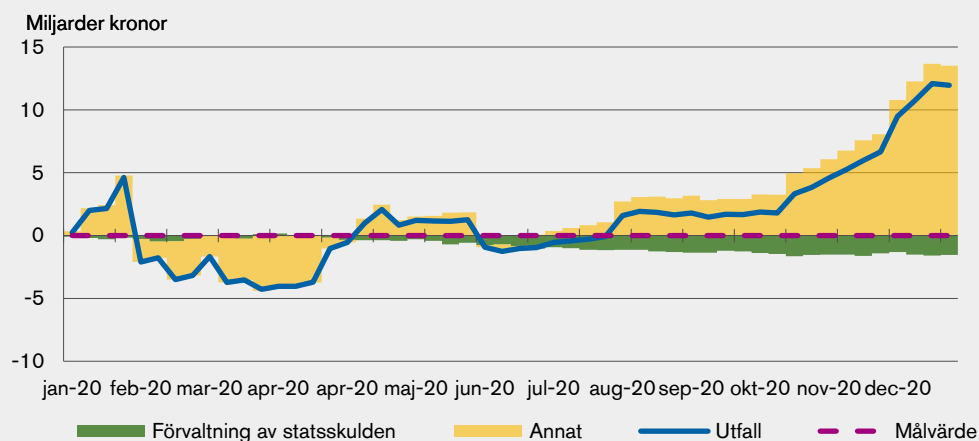
Anm.: Utfallet i kronor är beräknat enligt fast valutakurs per 2019-11-29 vid slutet av respektive år. En positiv valutaexponering innebär en ökad kostnad för statsskulden när svenska kronan försvagas mot respektive utländsk valuta. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

## Riksgäldens valutahantering

Enligt regeringens riktlinjer skulle statsskuldens valutaexponering vara oförändrad under 2020. Valutaexponeringen förändras över tid genom att det uppstår kassaflöden i valuta (t.ex. kupongbetalningar eller realisering av vinster eller förluster) och att instrument denominerade i utländsk valuta ges ut eller förfaller. Riksgälden försöker parera dessa förändringar genom valutaväxlingar. Nettoeffekten av samtliga förändringar visas i det gröna fältet i Diagram 30. Eftersom Riksgäldens växlingar mellan svensk och utländsk valuta ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet, avviker valutaexponeringen tidvis från målvärdet.

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

**Diagram 30. Förändring i statsskuldens valutaexponering**



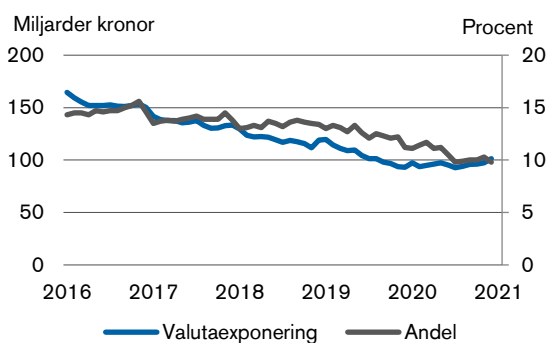
Källa: Riksgälden

Anm.: Förändringen är beräknad med valutakurser per den 29 november 2019. Transaktioner inom ramen för positionstagningen ingår inte i beräkningen av exponeringen.

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

Diagram 31 visar att valutaexponeringen minskade successivt till och med november 2019. Att andelen valutaexponering fortsatte att falla även under 2020 är en konsekvens av att statsskulden ökade medan valutaexponeringen var i stort sett oförändrad.

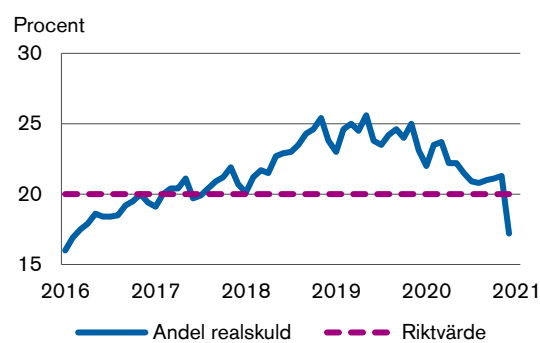
**Diagram 31. Valutaexponeringen och dess andel av statsskulden**



Källa: Riksgälden

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

**Diagram 32. Realskuldens andel av statsskulden**



Källa: Riksgälden

### Andelen realskuld understeg riktvärdet

Andelen realskuld sjönk under riktvärdet på 20 procent under 2020 efter att ha legat påfallande över de senaste tre åren (se Diagram 32). Den minskande realandelen under första halvan av 2020 beror främst på att statskulden växte snabbt. Riksgälden ökade visserligen upplåningen i realobligationer men inte lika mycket som i nominella skuldinstrument. Den kraftiga nedjusteringen i november är en förväntad rörelse kopplad till förfallet av realobligation 3102.

Riktvärdet för realskulden är långsiktigt och med den planerade ökningen av emissionsvolymen av realobligationer de närmsta åren bedöms andelen gå mot 20 procent.

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

### Lägre kostnad för statsskulden

Kostnadsmässiga räntor för statsskulden uppgick till 6 miljarder kronor 2020 (se Tabell 9).<sup>3</sup> Det motsvarar 0,1 procent av BNP. Utfallet var lägre än genomsnittet för de senaste fem åren och drygt 8 miljarder kronor lägre än 2019. Minskningen beror huvudsakligen på att den stärkta kronan sänkte

<sup>3</sup> Från och med 2018 redovisar Riksgälden kostnaden för statsskulden utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Metoden följer internationell standard för redovisning av finansiella skulder och tillgångar som hålls till förfall och innebär att instrumenten värderas till sin emissionsränta med löpande omvärdering av inflations- och valutakursrörelser.

värdet på lånen och därmed också lånekostnaderna i utländsk valuta under 2020. Detta var i motsats till 2019 då omvärderingseffekterna i stället gjorde att kostnaden för valutalånen blev högre.

I viss mån motverkades minskningen av kostnader för återköp i samband med marknadsvårdande byten under 2020. När Riksgälden köper tillbaka tidigare utgivna obligationer som i genomsnitt emitterats till högre ränta än rådande marknadsräntor realiseras en förlust. Å andra sidan blir kostnaden lägre för de nya obligationerna som ges ut till en lägre ränta. Detta är en så kallad periodiseringseffekt och den långsiktiga kostnaden för skulden påverkas inte av bytena.

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

**Tabell 9. Kostnad för statsskulden, miljarder kronor**

Skudslag	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt 5 år
Nominell kronskuld	4	6	8	6	6	6
Realskuld	11	8	7	6	2	7
Valutaskuld	7	-3	6	2	-2	2
<b>Totalt</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>6</b>	<b>15</b>

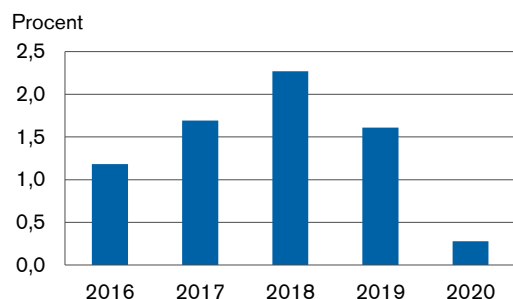
Kostnaden för statsskulden kan även ställas i relation till den utestående skulden. På så sätt erhålls en slags genomsnittlig effektiv ränta. Uttryckt på detta sätt var kostnaden 0,7 procent 2020, vilket är lägre än genomsnittet de senaste fem åren (se Tabell 10). Kostnaden varierar mellan olika skudslag, bland annat för att löptiden skiljer sig åt.

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

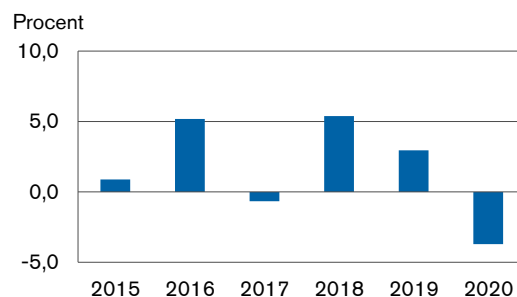
Skudslag	2016	2017	2018	2019	2020	Snitt 5 år	Standardavvikelse 5 år
Nominell kronskuld	0,6	0,9	1,3	1,0	0,9	0,9	0,2
Real kronskuld	5,3	3,9	3,1	2,7	1,1	3,2	1,4
Valutaskuld	4,8	-2,0	4,9	2,7	-2,2	1,6	3,1
<b>Totalt</b>	<b>2,1</b>	<b>1,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>

Under 2020 var kostnaden lägst för den nominella kronskulden. Nivån 0,9 procent var i linje med genomsnittet för de senaste fem åren.

Kostnaden för realskulden minskade till 1,1 procent från 2,7 procent mot bakgrund av den låga inflationen. Inflationsuppräkningsen uppgick till omkring 0,3 procent 2020, ner från 1,6 procent 2019 (se Diagram 33). Kostnaden för valutaskulden minskade till -2,2 procent 2020, vilket förklaras av att kronan stärktes mot valutorna i valutaskulden (se Diagram 34).

**Diagram 33. Årlig förändring av inflation mätt som förändring av KPI från oktober-oktober**

Källa: SCB

**Diagram 34. Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden**

Källa: Macrobond och egna beräkningar  
 Anm.: Plus innebär en kronförsvagning, minus en kronförstärkning.

### Risk i form av kostnadsvariation drivs av valutakursrörelser

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

Trots den högre risken kan det vara motiverat att ha en strategisk valutaexponering i statsskulden om det går att påvisa att det finns en systematisk besparingspotential, det vill säga en lägre förväntad kostnad över tid.

### Realobligationerna gav besparing under 2020

Det kalkylmässiga resultatet av realupplåningen beskriver kostnadsskillnaden mellan reala och nominella statsobligationer.<sup>4</sup> För 2020 gav realskulden upphov till en kalkylmässig besparing på 3 miljarder kronor. En bidragande faktor till resultatet är att inflationsuppräknningen på 0,28 procent 2020 var betydligt lägre än den genomsnittliga break even-inflationen för realskulden vid ingången av året.<sup>5</sup> Därutöver påverkades resultatet av de förändringar som skett i stocken under året.

Diagram 35 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till knappt 47 miljarder kronor. En stor del av resultatet kommer från tre perioder då inflationen varit oväntat låg.<sup>6</sup>

När realobligationsmarknaden byggdes upp i Sverige i mitten av 1990-talet var inflationsförväntningarna och därmed även break even-inflationen väsentligt högre än i dag.<sup>7</sup> Sedan introduktionen 1994 har den realiserade inflationen emellertid i huvudsak varit lägre än den genomsnittliga

<sup>4</sup> Kostnaden beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde. Beräkningen baseras på de månatliga förändringarna i den utestående stocken av realobligation. Sedan beräknas transaktionsvolymen för en hypotetisk nominell upplåning med samma löptid så att likvidbeloppet motsvarar den reala upplåningen. Både den reala och den nominella upplåningen sker till genomsnittliga marknadsräntor.

<sup>5</sup> Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2019 till oktober 2020.

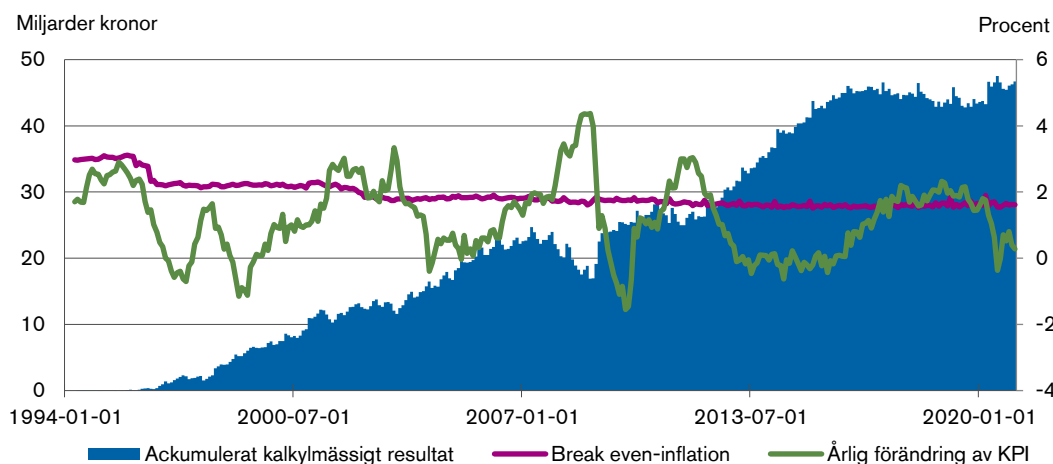
<sup>6</sup> Perioderna 1998-2000, 2003-2006 och 2012-2015.

<sup>7</sup> Med break even-inflation avses här den inflationstakt som impliceras av skillnaden i ränta mellan en real och en nominell statsobligation med samma löptid.



break even-inflationen i realskulden (se Diagram 35). Därför har kostnaden varit lägre för realobligationer än för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

**Diagram 35. Ackumulerat kalkylmässigt resultat av realupplåningen**



Källa: SCB och Riksgälden

Anm.: B/E inflation avser den inflationstakt som resulterar i ett nollresultat för tidsperioden från rapporteringstillfälle tills hela den utestående skulden har förfallit.

Som framgår av diagrammet har break-even-inflationen för realskulden successivt minskat från nivåer kring 3 procent till dagens nivå på cirka 1,6 procent. Om realskulden även framöver ska kunna bidra till låga upplåningskostnader behöver inflationen således understiga 1,6 procent kommande år.

## Underlag för utvärdering av statens gröna obligation

Riksgälden gav som beskrivs på sidan 24 för första gången ut en grön obligation i september 2020 på uppdrag av regeringen. I uppdraget framgår att emissionen ska utvärderas, bland annat avseende förenligheten med en effektiv statsskuldförvaltning och effekter på övriga obligationsmarknaden.

Eftersom målet för förvaltningen är att minimera den långsiktiga kostnaden för hela statsskulden är det svårt att dra slutsatser utifrån en enskild emission i ett enskilt instrument. Det som kan konstateras är att räntan på den gröna obligationen kunde sättas 0,01 procentenhet lägre än räntan på en traditionell statsobligation med motsvarande löptid vid emissionstillfället. Det var en följd av stark efterfrågan – budvolymen var mer än dubbelt så stor som de 20 miljarder kronor som emitterades.

Att emittera en grön obligation innebär samtidigt högre administrativa kostnader än att ge ut en traditionell statsobligation. För statens del handlar det framför allt om interna kostnader för de resurser från olika myndigheter som deltagit i arbetet med att ta fram det gröna ramverket, bereda underlag för urval av gröna utgifter, förbereda kommunikationsinsatser med mera. Riksgälden har lagt ned arbetstid motsvarande ungefär en heltidstjänst under ett år och Regeringskansliet ungefär 1,3 heltidstjänster. Till detta kommer kostnaden på 208 000 kronor för den oberoende granskningen av det gröna ramverket som genomfördes av Cicero. Den del av uppdraget som återstår och rör återslag till investerare kommer innebära ytterligare administrativa kostnader under 2021.

Riksgälden valde att emittera den gröna obligationen genom en syndikering där en grupp banker anlitas för att genomföra transaktionen. Denna försäljningsform används för att emittera större

belopp vid enskilda tillfällen och för att nå ut till många och olika typer av investerare. Riksgälden ska enligt riktlinjerna för statsskuldförvaltningen sträva efter en bred investerarbas.

Den gröna obligationen bidrog till att attrahera en handfull nya investerare som inte tidigare hade köpt obligationer utgivna av svenska staten. Totalt kom det in bud från 72 enskilda investerare. Tabell 11 och 12 visar fördelningen mellan regioner respektive kategorier av investerare som fick tilldelning i emissionen.

**Tabell 11. Fördelning mellan regioner i emission av grön obligation**

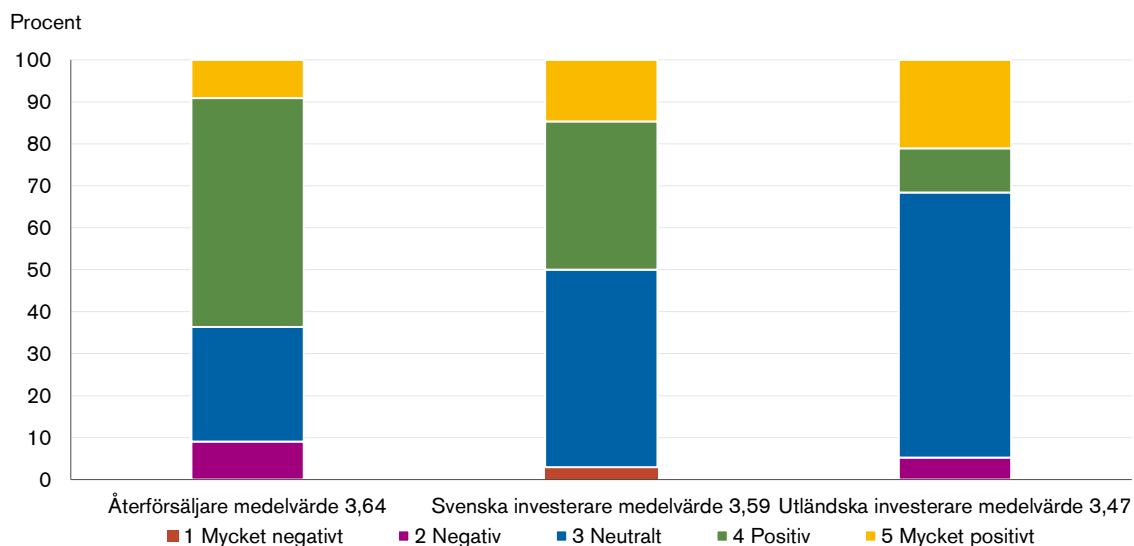
Region	Andel
Sverige	61,5
Storbritannien	17,9
Europa och mellanöstern	8,4
Amerikanska kontinenten	4,5
Asien	0,5

**Tabell 12. Fördelning mellan investerarkategorier i emission av grön obligation**

Investerarkategori	Andel
Pensionsfonder	45,6
Fondförvaltare	32,9
Försäkring	8,5
Banker	8,1
Övriga	4,9

Oavsett om staten ger ut gröna obligationer eller inte efterfrågar investerare i allt högre grad transparens kring hållbarhetsfrågor. Den gröna obligationen har i detta avseende bidragit till synliggöra svensk miljö- och klimatpolitik för investerare. I Riksgäldens årliga enkät ställdes en fråga om hur marknadsaktörerna uppfattar att den gröna obligationen påverkat förtroendet för Riksgälden som emittent. En klar majoritet svarade neutralt eller positivt, vilket framgår i diagrammet nedan.

**Diagram 36. Bedömning av hur den gröna obligationen påverkat förtroendet för Riksgälden**



Källa: Kantar Sifo Prospera

Sammantaget bedömer Riksgälden att den gröna obligationen har bidragit till stärkt förtroende för svenska staten som emittent och breddat investerarbasen något. Däremot är det svårt att dra några entydiga slutsatser om kostnadseffekterna.

Riksgälden har inte utvärderat andra aspekter på den statliga gröna obligationen än de som faller inom statsskuldsvärdningen. Det gäller till exempel huruvida den har bidragit till att främja marknaden för gröna obligationer.

## Privatmarknadsupplåningen resulterade i merkostnad

Upplåningen på privatmarknaden är under avveckling och vid utgången av 2020 återstod endast 2,9 miljarder kronor, vilket är stocken för premieobligationer. Under året förföll de sista kontona i Riksgäldsspar med fast ränta. Produkten Riksgäldsspar är därmed helt avvecklad.

Kostnaden för de utestående lånen var fortsatt högre jämfört med motsvarande upplåning på den institutionella marknaden. Under 2020 var merkostnaden 8 miljoner kronor, vilket betyder att besparingen var negativ (se Tabell 13). För perioden 2016–2020 uppgick merkostnaden till totalt 79 miljoner kronor. Kostnaden för återstående privatmarknadsstock blir relativt hög. Det beror framför allt på att Riksgälden har fasta kostnader för systemstöd och tjänster som krävs för att upprätthålla verksamheten tills dess att den sista premieobligationen förfaller 2021.

**Tabell 13. Resultat för privatmarknadsupplåningen, miljoner kronor**

	2016	2017	2018	2019	2020	Totalt
Premieobligationer	-23	-21	-3	-4	-4	-56
Riksgäldsspar	-10	-4	-3	-5	-3	-24
<b>Summa besparing</b>	<b>-33</b>	<b>-24</b>	<b>-6</b>	<b>-9</b>	<b>-8</b>	<b>-79</b>

## Positionstagningen gav positivt resultat för året

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

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

För 2020 visade den löpande positionstagningen en vinst på 39 miljoner kronor, vilket kan jämföras med en vinst på 14 miljoner kronor föregående år.<sup>8</sup> Resultatet fördelade sig på 0,3 miljoner kronor för valutaförvaltningen och 38,5 miljoner kronor för ränteförvaltningen.

Året präglades av stor ekonomisk och politisk osäkerhet och en försiktig risktagning i förvaltningen. Det totala riskutnyttjandet uppgick till 3,3 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk, vilket motsvarar 20 procent av det tilldelade riskmandatet för den löpande positionstagningen.

Resultatet för Riksgäldens totala positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2016–2020 var det genomsnittliga resultatet 67 miljoner kronor per år, inklusive den externa förvaltningen som numera är avvecklad (se Tabell 14).

<sup>8</sup> Sedan mars 2018 bedriver Riksgälden enbart intern positionstagning efter beslut om att avveckla de externa förvaltarna.

### Orealiserad vinst från positionen för en starkare krona

I maj 2018 beslutade Riksgälden att ta en position för en starkare krona i syfte att sänka kostnaden för statsskulden. Enligt beslutet skulle positionen tas stegvis vid olika nivåer på kronkursen mot euron och som mest uppgå till 7 miljarder kronor. Vid utgången av 2020 omfattade positionen 6,8 miljarder kronor och det orealiserade resultatet uppgick till 371 miljoner kronor. Det slutliga, realiserade resultatet kan beräknas först när positionen är avslutad.

**Tabell 14. Resultat för positionstagningen, miljoner kronor**

	2016	2017	2018	2019	2020	Totalt	Genomsnitt
Egen löpande positionstagning	-1	13	11	14	39	76	15
Extern positionstagning	28	-115	-26	0	0	-113	-23
<b>Totalt löpande positionstagning</b>	<b>27</b>	<b>-102</b>	<b>-15</b>	<b>14</b>	<b>39</b>	<b>-37</b>	<b>-7</b>
<b>Position för starkare krona</b>			<b>73</b>	<b>20</b>	<b>278</b>	<b>371</b>	
<b>Positionstagning totalt</b>	<b>27</b>	<b>-102</b>	<b>58</b>	<b>34</b>	<b>317</b>	<b>334</b>	<b>67</b>

Anm.: Sedan mars 2018 bedriver Riksgälden enbart intern positionstagning. Resultatet för den externa positionstagningen redovisas inklusive förvaltningsavgifter.

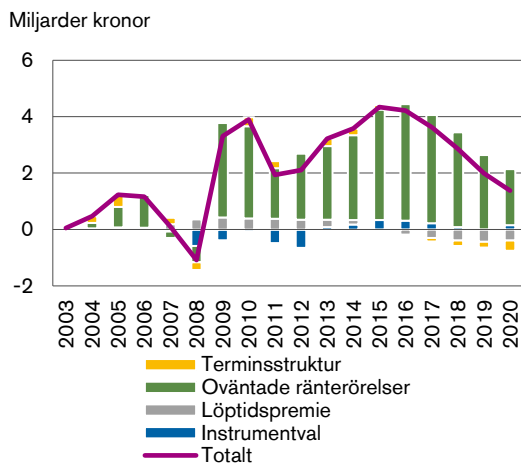
### Ränteswappar har bidragit till lägre kostnad

Riksgälden använder ränteswappar för att justera den nominella kronskuldens löptid utan att påverka den underliggande finansieringen i statspapper. Det kalkylmässiga resultatet av ränteswappar som ingåtts i detta syfte redovisas i Diagram 37. Redovisningen följer i stora drag den metod som föreslogs av Riksrevisionen i rapporten "Riksgäldskontorets användning av ränteswappar – motiv, resultat och redovisning" (RIR 2018:18).

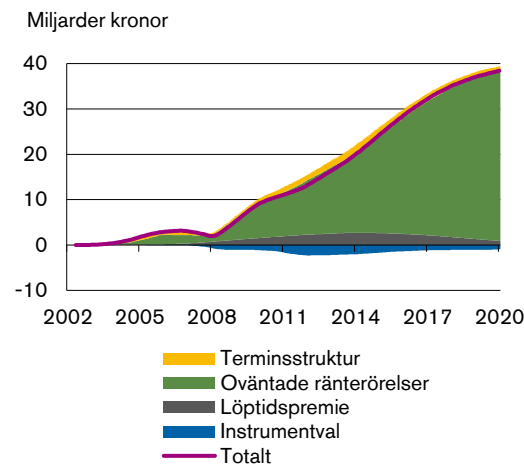
För att bättre förstå vad som driver resultatet delas utfallet upp i fyra olika faktorer som beskrivs närmare i faktarutan på sidan 45. Den faktor som framför allt påverkade resultatet under 2020 var oväntade ränterörelser medan övriga faktorer hade en betydligt mindre inverkan. Sammantaget gav ränteswapparna upphov till en nettointäkt på 1,3 miljarder kronor 2020.

Att de korta räntorna blivit lägre än förväntat bidrog med cirka 2 miljarder kronor till nettoresultatet. Detta är också den dominerade faktorn sedan 2009 (se Diagram 37). Bidraget har dock minskat sedan 2017 och kommer sannolikt att fortsätta minska i takt med att äldre ränteswappar förfaller.

En annan viktig faktor är löptidspremien, även om dess påverkan på resultatet för 2020 var relativt liten. Löptidspremien motsvarar den strukturella besparingen av att låna i korta löptider jämfört med långa löptider. Historiskt sett har investerare krävt högre avkastning för att binda sina pengar under lång tid vilket har gjort att det över tid har varit billigare för staten att låna i korta löptider. På senare år bedöms premien emellertid ha minskat (se Diagram 39). Sedan 2015 har premien bidragit negativt till respektive årsresultat och för 2020 uppskattas merkostnaden till 0,4 miljarder kronor.

**Diagram 37. Kalkylmässigt resultat per år av ränteswappar**

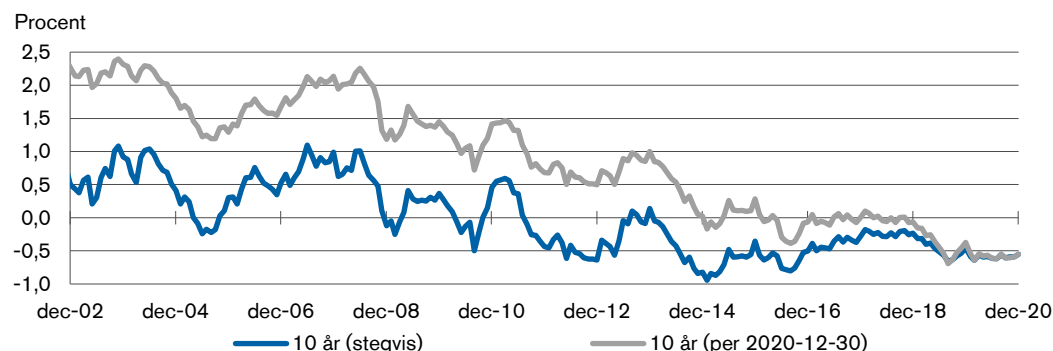
Källa: Riksgälden

**Diagram 38. Ackumulerat resultat av ränteswappar**

Källa: Riksgälden

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

Instrumentval är en faktor som riskerar att bidra negativt till resultatet av ränteswapparna under stressade marknadsförhållande, se till exempel finanskrisen 2008/09 eller eurokrisen mellan 2010 och 2012 i Diagram 37. Trots turbulensen under 2020 bidrog dock instrumentvalet med en besparing på 0,1 miljarder kronor för året. En förklaring till det är att ränteskillnaden mellan Stibor och räntan på en statsskuldväxel, som oftast går i sär under kristider, i stället minskade under 2020.

**Diagram 39. Skattning av löptidspremier**

Källa: Riksgälden

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

## Dekomponering av resultatet för ränteswappar

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

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

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

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

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

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

## Låg refinansieringsrisk med jämn förfalloprofil

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras överhuvudtaget. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom Riksgälden inte finansierar obligationsförfall genom att vid förfallet ge ut en ny obligation. Med långsiktig låneplanering och jämnt fördelade emissionsvolymerna i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över tid och gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller.

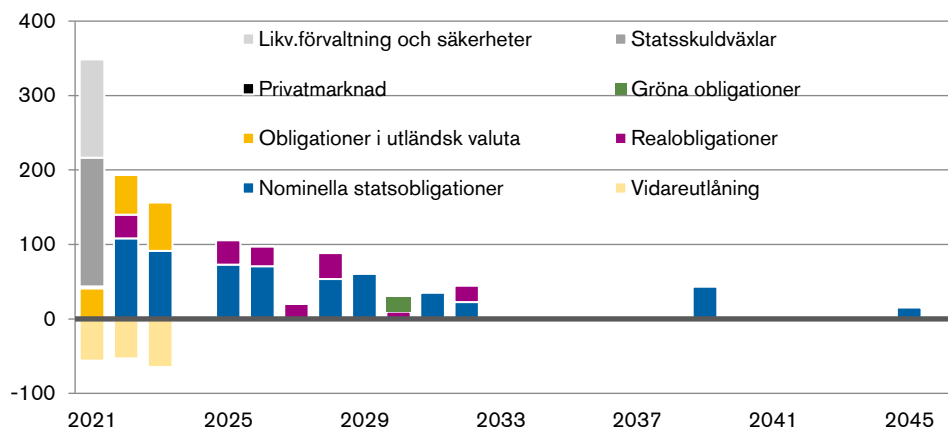
Obligationförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga utgifter och inkomster (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar vara upp emot 100 miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas likviditetsrisk (eller finansieringsrisk), vilken handlar om möjligheten att hantera betalningar i en vidare bemärkelse.

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

Diagram 40 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. Som beskrivs i avsnittet om den operativa förvaltningen medförde det ökade lånebehovet under 2020 ökat utbud i alla statspapper. Därmed fanns det utrymme att emittera i fler löptider än under de senaste åren, till exempel gav Riksgälden ut en 25-årig obligation med förfall 2045. Diagrammet visar också fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög grad obligationslånen i utländsk valuta.

**Diagram 40. Förfalloprofil i december 2020**

Miljarder kronor

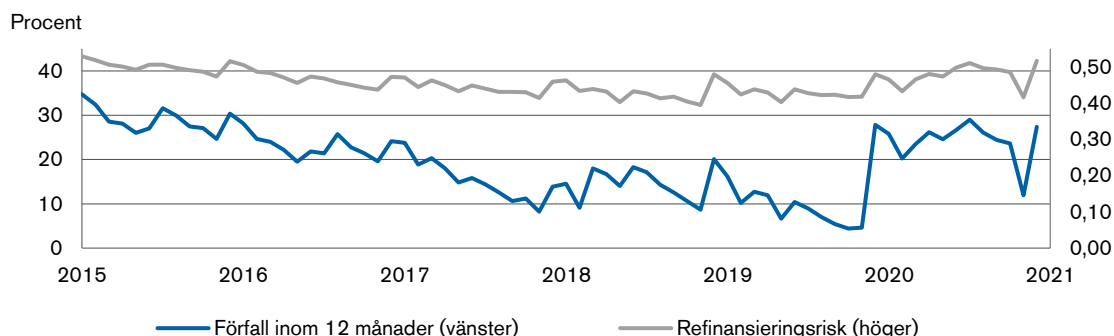


Källa: Riksgälden

En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är den kortfristiga upplåningen som störst eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Likviditetsförvaltningen beskrivs närmare på sidan 27.

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

I Diagram 41 visas två mått på refinansieringsrisk. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader och indikerar därmed hur mycket skuld som ska refinansieras det närmsta året. Ju högre andel, desto högre refinansieringsrisk. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig förfaller får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statsskulden. Ju närmare värdet ett, desto högre refinansieringsrisk.

**Diagram 41. Refinansieringsrisk**

Källa: Riksgälden

Måtten uppvisar ett likartat mönster med uppgångar runt årsskiftena på grund av omfattande penningmarknadsupplåning då. I diagrammet kan utläsas att refinansieringsrisken ökade under 2020. Det förklaras delvis av att två större obligationsförfall i slutet av 2020 ingick i underlaget för den kommande 12-månadersperioden. Men även strategin att parera det ökade lånebehovet genom att initialt använda kortfristig upplåning medförde högre refinansieringsrisk under 2020.

## Motpartsrisk vid placeringar och derivattransaktioner

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

För att hantera motpartsrisken för Riksgäldens placeringar inom likviditetsförvaltningen finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som begränsar exponering och löptid. Exponeringslimiterna består av en baslimit samt en utökad limit. Riksgäldsdirektören kan besluta om att den utökade limiten ska gälla under en begränsad period. Då turbulensen på de finansiella marknaderna, till följd av pandemin, har ställt högre krav på flexibilitet inom likviditetsförvaltningen, beslutade styrelsen under våren 2020 att höja de maximala exponeringslimiterna under den utökade limiten som riksgäldsdirektören kan besluta om. Den utökade limiten nyttjades dock inte under året.

Under 2020 var placeringsbehovet lägre än under 2019. Det förekom dock perioder med stora placeringsbehov. Placeringarna gjordes hos motparter med god kreditvärdighet. Under hösten beslutade riksgäldsdirektören, enligt tilldelat mandat, att under en period utöka det sammanlagda extrautrymmet för totala overnight-placeringar som styrelsen fastställt i Finans- och riskpolicyn. Syftet var att möjliggöra en effektiv hantering av stora placeringsbehov inför kommande obligationsförfall under marknadsförutsättningar där stor efterfrågan på säkra penningmarknadstillgångar medförde svårigheter för Riksgälden att placera överskotten inom de beslutade motpartslimiterna. Överskottet kunde sedan ändå placeras inom ordinarie limiter och den utökade limiten nyttjades inte.

För att kunna göra derivattransaktioner utan central motpartsclearing krävs att Riksgälden och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet är bilateralt, vilket innebär att motparten måste ställa säkerheter till Riksgälden om värdet på instrumenten är positivt för Riksgälden och vice versa. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden.



Under 2020 tillämpades ett undantag från kravet i Finans- och riskpolicyn om ömsesidiga tröskelvärden på noll i Riksgäldens CSA-avtal. Styrelsen beslutade 2019 att medge ett sådant undantag för att möjliggöra en effektiv hantering av de konsekvenser Storbritanniens utträde ur EU får för Riksgäldens brittiska derivatmotparter och Riksgäldens handel med dessa. Undantaget innebär att reglerna för tröskelvärden, som omfattar avtal ingångna innan 23 maj 2017, får gälla även i de avtal som ingås med ersättare av de brittiska derivatmotparterna, vilket innebär att kreditbetygsberoende tröskelvärden kvarstår i dessa avtal.

För att begränsa motpartsrisken har Riksgälden en undre gräns på A- för en motparts sammanvägda långfristiga kreditbetyg. Det sammanvägda kreditbetyget baseras på kreditbetyg från tre olika kreditvärderingsinstitut. Trots rådande pandemi och de negativa effekter som följer av den, har påverkan på kreditbetygen för Riksgäldens motparter varit relativt liten. Under året skedde endast ett fåtal ändringar i de sammanvägda kreditbetygen för de motparter Riksgälden använde, där ungefär lika många höjningar som sänkningar ägde rum.

**Riksgälden arbetar för att statens finanser hanteras effektivt och att det finansiella systemet är stabilt. Riksgälden spelar därmed en viktig roll både på finansmarknaden och i samhällsekonomin.**



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 | Postadress: 103 74 Stockholm | Telefon: 08 613 45 00  
E-post: riksgalden@riksgalden.se | Webb: riksgalden.se