

Riksgäldskommentar

Förutsättningar för skuldförvaltning på lång sikt

Mårten Bjellerup och Julia Rådahl¹

Statsskulden fyller en viktig funktion i samhällsekonomin på flera sätt. Det är vanskligt att tala om en optimal storlek på skulden, men såväl en alltför låg som en alltför hög skuld kan innebära utmaningar. För förvaltningen av statsskulden finns det flera skäl att analysera förutsättningarna på lång sikt. Till exempel eftersom större förändringar ibland inte blir synliga förrän längre fram i tiden. Men också för att se vilka typer av strategival som kan följa av dessa förändringar. Denna kommentar beaktar därför tre scenarier för skuldens utveckling och förvaltning fram till 2034, givet dagens finanspolitiska ramverk och Riksgäldens riktlinjer och strategi.

Storleken på statsskulden styrs av det finanspolitiska ramverket. Det är den viktigaste orsaken till skuldens fallande trend de senaste 25 åren, och har starkt bidragit till att kostnaden för skulden varit historiskt låg de senaste åren. Om skulden mätt i kronor skulle fortsätta att falla kommer det bli allt svårare att upprätthålla en god och framför allt diversifierad låneberedskap inom förvaltningen av statsskulden. Givet ett utmanande utgångsläge finns risken att detta blir svårt även om den historiska trenden bryts och skulden i stället skulle öka framöver.

Sammantaget pekar de tre scenarierna och analysen på att utmaningen för förvaltningen kommande år i stor utsträckning kommer att handla om att hitta den avvägning mellan diversifiering och koncentration av låneinstrument i förvaltningsstrategin som bäst värnar en god låneberedskap.

¹ De åsikter som uttrycks i denna Riksgäldskommentar är författarnas egna och ska inte uppfattas som Riksgäldens syn i dessa frågor. Författarna vill tacka Erika Färnstrand Damsgaard, Klas Granlund, Anna Olofsson och Linda Wik för värdefulla synpunkter.

Statsskuldens roll i samhällsekonomin och betydelsen av dess storlek

Statsskulden är viktig ur ett samhällsekonomiskt perspektiv som såväl stötdämpare som krockkudde och som smörjmedel.

Skulden fungerar som *stötdämpare* när statens utgifter och inkomster varierar med konjunkturen. Skulden kan parera dessa variationer genom att öka eller minska och på det sättet finansiera överskott och underskott. Alternativet att kontinuerligt justera skattesatser skulle leda till effektivitetsförluster, bland annat då det skulle göra det svårare för företag och hushåll att planera.² Skulden kan också fungera som *krockkudde* i händelse av kris. En lägre skuld gör det enklare att hantera den statsfinansiella effekt som en kris innebär, då det finns relativt sett gott om utrymme att öka skulden utan att det ställer problem. En tredje och sista funktion är att skulden fungerar som ett *smörjmedel* i det finansiella systemet. Statspapper är ett viktigt tillgångsslag för bland annat banker, pensionsförvaltare och försäkringsbolag, både som en del av mer långsiktiga innehav men också som säkerhet i olika transaktioner och som en del av likviditetsbuffertar. Dessutom betraktas räntan på statspapper som ett riskfritt referensvärde som många andra finansiella instruments prissättning baseras på.

Hur stor statsskulden är beror på landets ekonomiska historia och då inte minst på förekomsten av krig och finansiella kriser, men också till exempel på hur den demografiska utvecklingen har sett ut. Skulden speglar också avvägningar mellan olika långsiktiga mål för den ekonomiska politiken som till exempel fördelningen av välfärd mellan generationer, samhällsekonomisk effektivitet och finanspolitisk hållbarhet. Det är vanskligt att slå fast en optimal nivå på skulden, men såväl en alltför låg som en alltför hög skuld kan innebära utmaningar av olika slag.

När blir en statsskuld för hög och vad är problemet?

En hög statsskuld kan vara ett samhällsekonomiskt problem i och med att den då riskerar att fungera dåligt såväl som stötdämpare som krockkudde. Dels riskerar en hög skuld att leda till lägre tillväxt och högre räntor, dels till att det blir svårare och dyrare att hantera en finansiell kris.

Frågan om huruvida en hög skuldsättning har negativa effekter på tillväxt och räntor fick ett uppsving efter finanskrisen 2008 mot bakgrund av snabbt stigande skuldnivåer i många länder.³ Sammantaget ger vare sig den teoretiska eller empiriska forskningen ett entydigt svar på frågan om hur hög skulden bör vara. Däremot finns det resultat som pekar på att det kan finnas en gräns över vilken skuldens nivå tynger ekonomin genom att den leder till lägre tillväxt och högre räntor. Även om det finns osäkerhet kring resultaten pekar studierna på en möjlig

² Se till exempel Andersson (2016) för en utförlig genomgång av statsskuldens roll i ekonomin och betydelsen av dess storlek, utifrån såväl ett teoretiskt som empiriskt perspektiv.

³ Litteraturen syftar generellt på hela den offentliga sektorns skuldsättning och inte bara statens.

tröskel för negativa effekter på tillväxten när skuldsättningen överskrider 80-100 procent av BNP, medan tröskelvärde för negativa effekter på räntan är något lägre.⁴

När det gäller skuldens funktion som krockkudde i till exempel finansiella kriser utgår diskussionen inte sällan från dessa möjliga och ungefärliga tröskelnivåer. Historiska erfarenheter pekar på att skulden i händelse av kris i genomsnitt nästan fördubblas.⁵ En överslagsberäkning ger att skulden i utgångsläget i så fall inte bör vara högre än ungefär hälften av det uppskattade tröskelvärde för att på detta sätt lämna utrymme för att hantera en genomsnittlig kris och den stora och plötsliga skuldökning som kan följa.⁶ Det bör i sammanhanget understrykas att Sverige i dagsläget är *mycket* långt ifrån något av de tröskelvärden som nämnts ovan.

En allt för låg skuld kan leda till utmaningar

Även om en relativt låg statsskuld utgör en god krockkudde kan den försämra skuldens möjligheter att fungera som ett effektivt smörjmedel i det finansiella systemet. Den låga skuldens möjliga negativa effekter på samhällsekonomin kommer framför allt via obligationsmarknadens funktionssätt och likviditet, däribland genom påverkan på statspappernas funktion som säkra tillgångar.⁷

Marknadlikviditet är ett begrepp som är svårt att definiera entydigt, men typiskt sett brukar det syfta på hur lätt och snabbt det går att köpa och sälja önskad mängd till ungefär det förväntade priset. Ur investerarens perspektiv är det till exempel negativt om det bara går att sälja mindre poster, om det tar lång tid eller om det är svårt att veta vilket pris man faktiskt får när innehavet säljs.

En situation med försämrade likviditet kan leda till att investerare minskar sina innehav över tid eller att de lämnar marknaden helt och hållet. Håller situationen i sig eller förvärras riskerar detta dessutom att bli en självförstärkande negativ spiral, där en sämre marknadlikviditet leder till allt mindre aktivitet hos allt färre investerare, vilket i sin tur försämrar marknadlikviditeten ytterligare. Detta kan i förlängningen även leda till att finansieringslikviditeten försämras, alltså att det blir svårare för finansiella institut att finansiera sig till en rimlig kostnad.⁸ Dels för att det kan bli svårare att emittera på primärmarknaden, dels för att det kan bli svårare att finansiera sig genom att låna pengar med obligationer som säkerhet på den så kallade repomarknaden.⁹ En sådan utveckling kan i förlängningen hota den

⁴ Se till exempel Andersson (2016) för en litteraturgenomgång.

⁵ Se Reinhart och Rogoff (2009) för en sammanställning och beräkning av hur mycket historiska kriser har kostat.

⁶ Se till exempel Andersson och Jonung (2016) och en fördjupningsruta i Riksgälden (2016) för denna typ av argumentation. Waldenström (2022) har en liknande diskussion.

⁷ Se till exempel Habib, Stracca och Venditti (2020) för denna tillgångsklass funktion och Angeletos, Collard och Dellas (2016) för hur den kan påverka den optimala skuldstorleken.

⁸ Se till exempel Brunnermeier och Pedersen (2007) samt Bonthron m.fl. (2016) och Crosta och Zhang (2020) för en utförligare beskrivning av marknads- och finansieringslikviditet och kopplingarna till finansiell stabilitet.

⁹ Rent tekniskt rör det sig inte om ett lån utan om ett återköpsavtal, därav namnet repo, från engelskan ord för återköp (*repurchase*). Att låna pengar genom repor är en del av flera

finansiella stabiliteten. Ett exempel är utvecklingen i Storbritannien hösten 2022 där Bank of England tvingades vidta åtgärder med kort varsel då marknadens försämrade funktions sätt innebar en allvarlig risk för den finansiella stabiliteten.¹⁰ Situationer med påtagligt försämrade likviditet är dock inte så vanliga.¹¹

Såväl den amerikanska centralbanken som Internationella valutafonden har både tidigare och mer nyligen lyft de risker som en försämring av marknadslikviditeten kan medföra för den finansiella stabiliteten.¹² Mer akademiskt inriktade analyser av frågan utgår ofta från kopplingen till någon typ av krissituation, nu senast studier som analyserar den försämrade likviditeten som observerades i ett flertal länder i samband med pandemins utbrott.¹³

Ur ett svenskt perspektiv finns det utmaningar i detta sammanhang. En sammanställning i Finansiella stabilitetsrådets (2023) rapport belyser bland annat flera viktiga aspekter rörande möjliga faktorer bakom de senaste årens försämring. Såväl befintliga statistiska källor som det som återberättas av investerare pekar på att det under ett antal år har skett en nedgång av såväl enskilda aktörers innehav och omfattningen av deras handel som hur många av aktörerna som fortfarande äger svenska statspapper.

Sammantaget är det svårt att precisera en optimal skuldnivå och ur ett praktiskt skuldförvaltningsperspektiv är det inte självklart att en sådan siffra skulle vara till någon påtaglig nytta. Däremot är att det viktigt att understryka att det ur ett samhällsekonomiskt perspektiv finns utmaningar med både en alltför låg och en alltför hög skuld samt att dessa påverkar samhällsekonomin på olika sätt. Men det påverkar också möjligheterna att bedriva en effektiv skuldförvaltning i enlighet med målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk.

Goda skäl för förvaltningen att blicka längre fram

I arbetet med förvaltningen av statsskulden finns det flera skäl att analysera statsskulden ur ett längre tidsperspektiv. Ett *första* skäl är att förvaltningen till sin natur är långsiktig, vilket innebär att riktlinjerna för förvaltningen utformas för att uppnå målet om att långsiktigt minimera kostnaden för skulden som helhet. Ett *andra* och näraliggande skäl är att det med en kortare horisont ibland kan vara svårt att fånga upp viktiga men långsamma förändringar i ekonomin och på de finansiella marknaderna, vilka kan behöva beaktas i förvaltningsstrategin och avvägningen mellan låg kostnad och olika risker. Ett *tredje* skäl är att det bidrar till ökad transparens och förutsägbarhet. Den längre sikten ger till exempel möjlighet

aktörers normala strategier, men det kan också drivas ett behov att frigöra likvida medel i händelse av kris.

¹⁰ Se Bank of England (2022).

¹¹ I en internationell översikt av ett antal finansiella marknader står situationen på obligationsmarknaderna 2022 tydligt ut jämfört med de tio föregående åren. Se till exempel diagram 1.17 i kapitel 1 i IMF (2022).

¹² Se Federal Reserve (2022) och IMF (2015 och 2022).

¹³ Se till exempel Vissing-Jørgensen (2021) och Barone m.fl. (2022).

att illustrera hur olika framtida storlekar på statsskulden skulle kunna hanteras inom förvaltningen, givet nuvarande riktlinjer och förvaltningsstrategi.

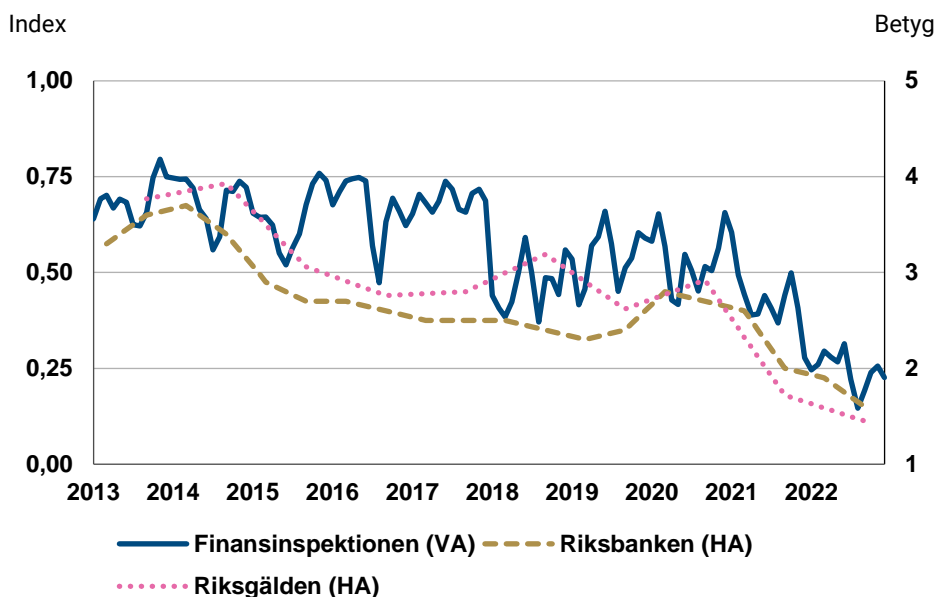
Låg skuld och dålig likviditet i utgångsläget

Utgångsläget för analysen av förutsättningarna på lång sikt präglas av två trender; dels att marknadslikviditeten för nominella statsobligationer har försämrats i stort sett kontinuerligt i cirka tio år, dels att statsskulden har varierat kring en svagt fallande trend i cirka 25 år.

Successivt sämre fungerande marknader senaste 10 åren

Den samlade bild som tre olika mått ger av utvecklingen av marknadslikviditeten är entydig. Det har skett en påtaglig och i princip kontinuerlig försämring under de senaste 10 åren. Såväl Finansinspektionens kvantitativa mått baserat på marknadsdata som Riksbankens och Riksgäldens kvalitativa mått baserade på enkätsvar ger samma bild, se diagram 1. Det sistnämnda måttet går dessutom att tolka i termer av normativa omdömen och de senaste två åren har marknadslikviditeten varit med marginal 'Underkänd' (betyg lägre än 3).

Diagram 1 Marknadslikviditeten för nominella statsobligationer de senaste 10 åren, mätt med tre olika mått



Anm. Riksbankens kvalitativa enkät är omräknad till ett sammanfattande kvantitativt mått, baserat på en rangordning av svarsalternativen från 1 (sämst) till 5 (högst).

Källa: Finansinspektionen, Riksbanken och Riksgälden.

För förvaltningen är det negativt med en sämre fungerande marknad av flera skäl. Det riskerar att leda till en högre likviditetspremie vilket bidrar till högre kostnad för förvaltningen av statsskulden. Det kan också i värsta fall medföra att en marknad för ett eller flera instrument till slut fungerar så dåligt att marknaden inte längre skulle kunna anses bidra till god låneberedskap. Det vill säga att efterfrågan är så låg att det inte går att låna upp större summor på kort tid med det aktuella instrumentet till en rimlig kostnad.

Statsskuldens storlek styrs av det finanspolitiska ramverket

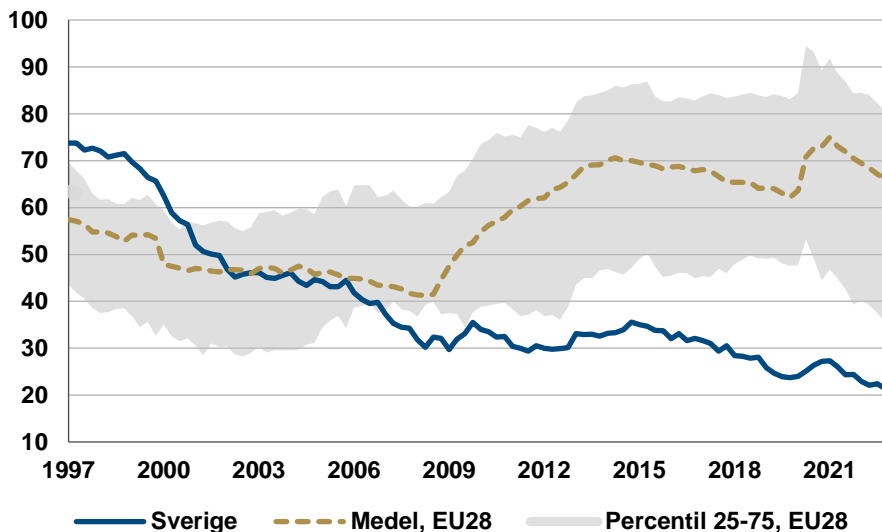
Utformningen av det finanspolitiska ramverket är den viktigaste anledningen till att statsskulden trendmässigt har sjunkit i ungefär 25 år. Nuvarande överskottsmål på en tredjedels procent av BNP är definierat utifrån den konsoliderade offentliga sektorns finansiella sparande, vilket utöver den centrala staten innefattar kommun- och regionsektorn samt ålderspensionssystemet (ÅP-systemet). Ramverket innehåller bland annat även ett så kallat skuldankare – ett riktmärke – vilket gäller för hela den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld, på 35 procent av BNP.

Staten är den sektor som får anpassa sig så att överskottsmålet uppnås, då ÅP-systemet kan beskrivas som autonomt och då kommuner och regioner är ålagda ett balanskrav. Åren 2000-2021 var statens finansiella sparande knappt 0,4 procent av BNP i genomsnitt medan det var ungefär 0,1 för ÅP-systemet och -0,2 för kommuner och regioner. För offentlig sektor som helhet innebar det ett genomsnittligt sparande om cirka 0,3 procent av BNP.

Samtidigt som skulden i kronor har följt en svagt fallande trend har skulden som andel av BNP fallit snabbt. Från att ha varit ett av länderna i EU med hög statsskuld för cirka 25 år sedan är Sverige idag ett av de länder med lägst skuld, långt under genomsnittet, se diagram 2.

Diagram 2 Statsskulden som andel av BNP, Sverige och EU 28

Procent av BNP



Källa: Eurostat.

Det finns inget självklart passande skuldmått för att beskriva förutsättningarna för statsskuld förvaltningen. I flera sammanhang som rör förvaltningen beskrivs skulden lämpligast i kronor, till exempel vid låneplaneringen som Riksgälden presenterar i rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. Där är prognoshorisonten cirka två år. Om tidshorisonten i stället förlängs, som i scenarierna nedan, kan det i stället vara relevant att relatera till prisutvecklingen eller ekonomins storlek. Ett exempel på en sådan aspekt är att en del av

efterfrågan på statspapper kommer från att finansiella institutioner vill eller enligt regelverk måste hålla likviditetsbuffertar, till vilka statspapper ofta används. I takt med att ekonomin och den finansiella sektorn växer kommer denna efterfrågan därför att öka i kronor räknat.

Scenarier för statsskuldens utveckling

Syftet med scenarierna är att illustrera hur olika utveckling av statsskulden kan påverka de långsiktiga förutsättningarna för skuldförvaltningen.¹⁴ Statsskuldens utveckling styrs som tidigare konstaterats i stor utsträckning av ÅP-systemet samt kommuner och regioner, givet ramverkets konstruktion. Utöver en framskrivning av den historiska trenden baseras därför två kompletterande scenarier på antaganden från andra myndigheter gällande utvecklingen i dessa två sektorer. Scenarierna bygger utöver detta på ytterligare en rad förenklande antaganden och är alltså illustrationer, inte prognoser.¹⁵ Scenariernas slutpunkt 2034 är vald mot bakgrund av att det är 10 år bortom Riksgäldens normala prognoshorisont i rapporten Statsupplåning – prognos och analys. Scenarierna tar därmed vid efter 2024 dit Riksgäldens prognos från maj i år sträcker sig.¹⁶

Scenario *'Trend'* innebär att den utveckling som började i samband med införandet av det finanspolitiska ramverket fortsätter, se diagram 3.¹⁷ Håller trenden för 1997–2023 i sig blir skulden cirka 1 100 miljarder kronor 2034. Skulle BNP i sin tur utvecklas i linje med Konjunkturinstitutets senaste långtidsscenarier skulle det innebära en statsskuld på knappt 12 procent av BNP.¹⁸

Scenario *'Lägre'* innebär att skulden sjunker snabbare än i *'Trend'*-scenariot och är ungefär 800 miljarder kronor 2034. Det skulle till exempel vara förenligt med en situation där kommuner och regioner går med större underskott än de gjort historiskt, ungefär i linje med till exempel Ekonomistyrningsverkets prognos i december 2022.¹⁹ Utvecklas ÅP-systemet samtidigt i linje med historiska mönster skulle det medföra att staten behöver gå med större överskott framöver och därmed en tydligt sjunkande skuld. Skulden 2034 skulle då motsvara drygt 8 procent av BNP.

Scenario *'Högre'* innebär i stället att skulden ökar och är cirka 1 400 miljarder kronor 2034. En sådan utveckling skulle till exempel kunna drivas av att ÅP-systemet successivt genererar allt större överskott, ungefär i linje med till exempel

¹⁴ En liknande ansats återfinns i flera tidigare Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer, dock med något kortare tidshorisont. Se till exempel Riksgälden (2007).

¹⁵ För att räkna ut en möjlig skuldnivå 2034 görs flera antagande om flera delar av såväl den ekonomiska som offentlig-finansiella utvecklingen samt antaganden som till exempel att budgetsaldot är lika med det finansiella sparandet. För att understryka att scenarierna är just illustrativa och ungefärliga är slutpunkterna avrundade till närmsta hundratal miljarder.

¹⁶ Se Riksgälden (2023b).

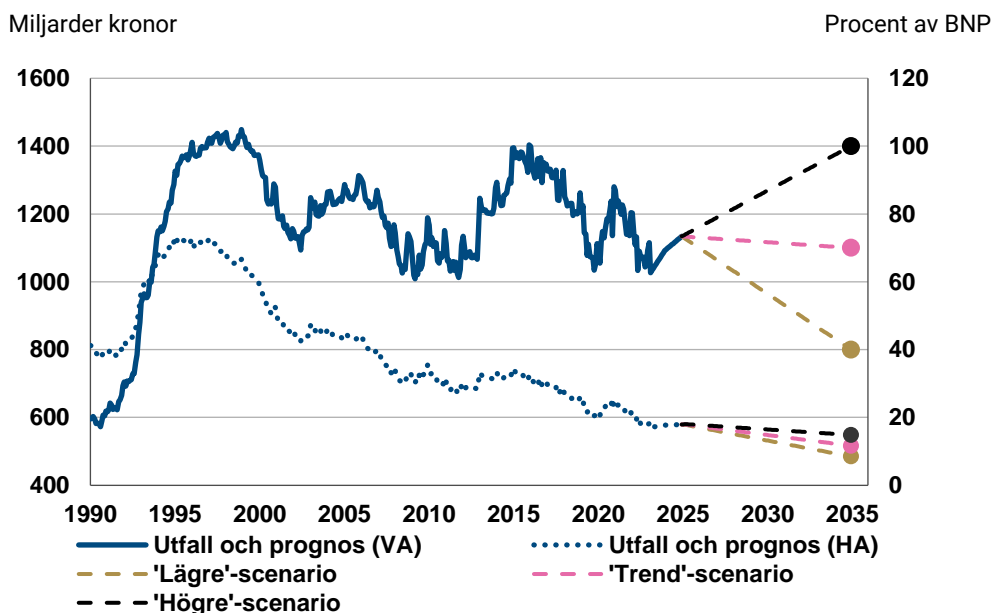
¹⁷ Ramverket infördes etappvis och startpunkten här är satt till mitten av införandeperioden.

¹⁸ Se Konjunkturinstitutet (2023).

¹⁹ Se Ekonomistyrningsverket (2022).

Konjunkturinstitutets scenario i Konjunkturläget december 2022.²⁰ Skulle utvecklingen i kommuner och regioner samtidigt vara i linje med historiska mönster skulle det i sin tur innebära att staten kan gå med underskott, vilket gör att statsskulden därför ökar över tid.²¹ Skulden 2034 skulle då motsvara knappt 15 procent av BNP. Detta scenario, 'Högre', har alltså sitt namn från utvecklingen av skulden i kronor relativt 'Trend'-scenariot, men skulle mätt som andel av BNP leda till en skuld som är *lägre* än dagens.

Diagram 3 Tre scenarier för statsskulden, i kronor respektive procent av BNP



Anm. Prognosen för 2023 och 2024 är från Statsupplåningsrapport 2023:2.

Källa: Riksgälden.

Minskade volymer om skulden fortsätter falla

Scenarierna skulle kunna hanteras på olika sätt, men för att illustrera förutsättningarna för skuldförvaltningen så tydligt och enkelt som möjligt utgår resonemangen nedan från nuvarande riktlinjer och upplåningsstrategi. Det innebär att andelen realobligationer ska vara 20 procent och att nominella obligationer är prioriterade i fördelningen mellan olika låneinstrument i tabell 1 nedan. Då storleken på statsskulden skiljer sig åt mellan scenarierna finns det följaktligen olika mycket utrymme för volymen av nominella obligationer. Den utestående stocken nominella obligationer har i genomsnitt utgjort drygt 50 procent av den totala statsskulden de senaste 20 åren. Dessa förhållanden återspeglas i respektive scenario.

Det bör understrykas att fördelningen i tabellen nedan är hypotetisk och syftar till att illustrera vad olika skuldtränder skulle kunna innebära i förlängningen. I syfte att

²⁰ Se Konjunkturinstitutet (2022).

²¹ Även frågan om en möjlig framtida ändring av överskotts målet, till exempel till ett balansmål, skulle kunna modelleras på liknande sätt. Ett lägre överskott i offentlig sektor leder till ett lägre statligt budgetsaldo, givet oförändrade antaganden om ÅP-systemet samt kommuner och regioner.

hitta en bra balans mellan låg kostnad och olika risker är det dock troligt att nya beslut skulle påverka fördelningen mellan instrument i ett eller flera av scenarierna. Till exempel kräver god låneberedskap tillräckligt väl fungerande marknader, däribland en viss utestående volym av instrumenten ifråga. För en väl diversifierad låneberedskap krävs ett flertal låneinstrument.²²

Fördelning mellan instrumenten

I 'Lägre'-scenariot finns ett antagande motsvarande fem utestående lån i nominella obligationer om 60 miljarder kronor vardera, motsvarande emission av ett nytt 10-årigt lån vartannat år.²³ Till denna stock om 300 miljarder kronor kommer dagens lån med förfall bortom 2034 om totalt 70 miljarder kronor. Uppräknat med 2 procents inflation motsvarar det 451 miljarder kronor (eller 4,8 procent av BNP).²⁴

I 'Trend'-scenariot ökar takten för emissionen av nya lån, från 'Lägre'-scenariots var 24:e månad till var 18:e månad, motsvarande 7,5 utestående lån.²⁵ Detta gör att den totala stocken nominella obligationer ökar från 451 till 643 miljarder kronor (6,7 procent av BNP) 2034.

I 'Högre'-scenariot finns ett antagande motsvarande en ytterligare ökad takt till en nyemission av nominella obligationer var 12:e månad, motsvarande tio utestående lån om 60 miljarder kronor styck, utöver lånen med längre löptid. Detta blir totalt 817 miljarder kronor, motsvarande 8,7 procent av BNP.

I dagens penningvärde motsvarar den utestående stocken nominella obligationer 370, 520 respektive 670 miljarder kronor i respektive scenario. Uppräknat med två procents inflation blir det 451, 634 respektive 817 miljarder kronor eller 4,8, 6,7 respektive 8,7 procent av BNP (se översta raderna i tabell 1).

Lånen i utländsk valuta i de tre scenarierna motsvarar 20, 40 respektive 60 miljarder kronor i dagens penningvärde, vilket uppräknat med två procents inflation blir 24, 49 respektive 73 miljarder kronor.²⁶ Stocken statsskuldsväxlar antas i alla tre scenarierna vara lika med genomsnittet för de 10 senaste åren, uppräknat med

²² Se till exempel SOU 2014:8 (2014) för en långsiktig analys som diskuterar vilka låneinstrument som kan tänkas behöva läggas ner om statsskulden blir allt för låg.

²³ En lånestorlek om 60 miljarder kronor ligger nära de senaste fem årens genomsnittliga storlek (66) för lån med löptid upp till 10 år och är också i linje med det som den så kallade Hessius-rapporten (se SOU 2014:8, 2014) bedömde vara den nivå som behövs för att "ge tillfredsställande likviditet". En ännu tidigare uppskattning för en nedre gräns om 40–50 miljarder kronor återfinns i Riksgälden (2008). Det är dock inte självklart vilket volymmått som bäst speglar sambandet med marknadslikviditeten över längre tidshorisoner, ytterligare ett alternativ är att mäta lånevolymen som andel av BNP.

²⁴ Uppräkningen med inflation kan förstås som att den relevanta storleken på lånen (se föregående fotnot) antas växa med takten i prisökningarna i ekonomin i och med att även det finansiella systemet växer som en konsekvens av detta. Detta är relevant givet den här längre tidshorisonen, men på kortare sikt spelar denna typ av effekt sannolikt mindre roll.

²⁵ Detta kan förstås som att det är sju lån som har hunnit nå full storlek (60) och ett som är mer nyligen emitterat och är hälften så stort (30).

²⁶ Lån i utländsk valuta är en flexibel upplåningsform som Riksgälden kan använda för att exempelvis möta plötsliga lånebehov. En del av en god låneberedskap kan alltså innebära att ge ut sådana lån för att behålla en närvaro på de internationella kapitalmarknaderna.

två procents inflation (110 miljarder kronor). Likviditetsförvaltningen behandlas som en restpost, vilket leder till att dess storlek i 'Lägre'-scenariot är mindre än hälften av genomsnittet de senaste 10 åren (cirka 125 miljarder kronor).

Tabell 1 Fördelning mellan skuldinstrument i scenarierna för statsskulden

Miljarder kronor

| | 2023 | 2024 | 2034 | | | |
|-----------------------------------|------|------|---------|---------|---------|------|
| | | | 'Lägre' | 'Trend' | 'Högre' | |
| Nominella obligationer | 535 | 594 | ... | 451 | 634 | 817 |
| <i>som procent av BNP</i> | 8,8 | 9,5 | | 4,8 | 6,7 | 8,7 |
| Realobligationer | 238 | 249 | ... | 160 | 220 | 280 |
| Gröna obligationer | 20 | 20 | ... | 0 | 0 | 0 |
| Obligationer i utländsk valuta | 21 | 21 | ... | 24 | 49 | 73 |
| Statsskuldväxlar | 135 | 148 | ... | 110 | 110 | 110 |
| Likviditetsförvaltningsinstrument | 123 | 89 | ... | 55 | 88 | 120 |
| Skuld | 1071 | 1119 | ... | 800 | 1100 | 1400 |

Anm. Prognos för 2023 och 2024 från Statsupplåningsrapporten 2023:2. Statsskulden inklusive vidareutlåning och förvaltningstillgångar. Lån i penningmarknaden avser utestående stock vid utgången av året.

Källa: Riksgälden.

Under antagandet om att respektive utestående nominellt lån med upp till 10 års löptid motsvarar 60 miljarder kronor i dagens penningvärde kan emissionstakten i de tre scenarierna alltså motsvara ett nytt lån var 24:e, 18:e respektive 12:e månad.

Ökad osäkerhet, ändrade investerarbeteenden och andra faktorer

Utöver de aspekter som behandlats ovan finns det flera ytterligare faktorer som kan påverka förutsättningarna för förvaltningen på längre sikt. En första faktor är att osäkerheten avseende likviditetshanteringen inom skuldförvaltningen har ökat de senaste decennierna. Denna effekt uppstår på grund av att statsskulden sakta har minskat samtidigt som ekonomin har växt. Det gör att de cykliska svängningarna i budgetsaldot relativt sett har blivit större. Variationen det senaste året är till exempel ungefär tre gånger så stor som den var för 20 år sedan, se diagram 4. Denna utveckling kan komma att leda till ett ökat behov av en större volym kortfristiga värdepapper då upplåningsstrategin går ut på att först möta ändringar i lånebehovet med kortare upplåning. Allt annat lika skulle en ökad volym statsskuldväxlar medföra en minskning av volymen av nominella obligationer i alla tre scenarierna ovan.

En andra faktor gäller möjliga förändringar i investerarnas beteende. Sedan flera år tillbaka har marknaderna för obligationer tydligt påverkats av ett ökat investerarfokus på så kallade ESG-obligationer, obligationer som på något sätt är knutna till frågor om miljö (*Environment*), sociala villkor (*Social*) och styrning (*Governance*). Hittills har detta lämnat avtryck på den svenska statspappersmarknaden genom Riksgäldens emission av en grön obligation 2020. Blickar vi framåt är det möjligt

att denna eller andra förändringar i investerarens beteende gör att det kan finnas anledning att anpassa vilka instrument som används i skuldförvaltningen.

Diagram 4 Variationen i nettolånebehovet som andel av statsskulden, samt trenden före och efter finanspolitiska ramverkets införande

12 månaders rullande standardavvikelse



Anm. Skuggad period avser tiden för det etappvisa införandet av det finanspolitiska ramverket (1995–2000).

Källa: Riksgälden.

En tredje faktor gäller hur penningpolitiken framöver kommer att förhålla sig till så kallade kvantitativa lättnader, köp av obligationer i syfte att försöka sänka långa marknadsräntor. Även om det finns ett samband är det svårt att säga exakt vilken effekt en minskning av den handelsbara volymen har på till exempel marknadens funktionssätt.²⁷

Ytterligare en faktor är att den svenska statspappersmarknaden har krympt avsevärt de senaste decennierna relativt omvärlden, se diagram 2. Det har inneburit att Sveriges andel i internationella obligationsindex har minskat drastiskt, vilket påverkar efterfrågan från till exempel indexförvaltande globala fonder. En illustration av detta är att den svenska andelen i JP Morgans Global Bond Index har sjunkit från drygt 2 procent i mitten av 1990-talet till dagens knappa 0,15 procent.

Allt mer utmanande med god låneberedskap

Strategin för förvaltningen påverkas på flera sätt av både utgångsläget och den möjliga utvecklingen som illustreras i scenarierna. Till detta kommer även möjliga effekter från de övriga faktorer som diskuterats i föregående avsnitt. Allt sämre

²⁷ Det finns effekter som kan ge upphov till både en förbättring och en försämring, men studier pekar på att de negativa överväger (se Blix Grimaldi, Crosta och Zhang, 2021), liksom en enkel illustration av de senaste 10 årens samvariation (se Riksgälden, 2023c).

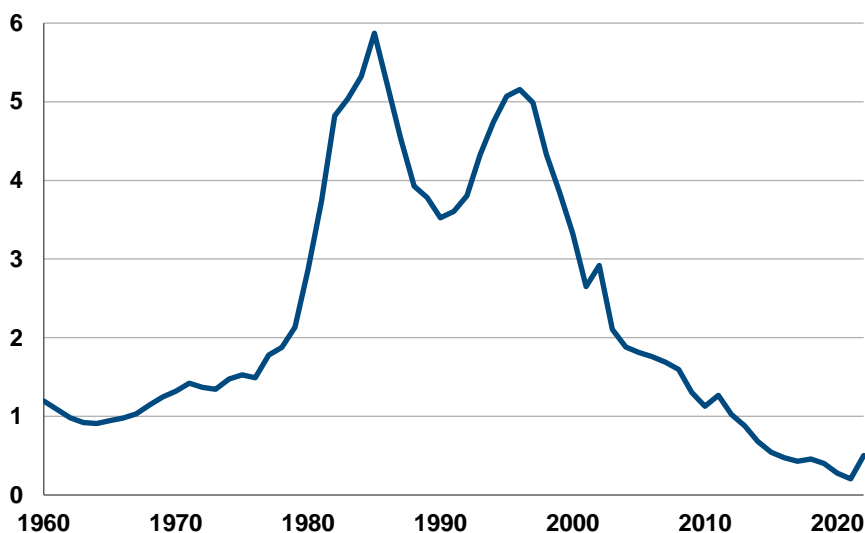
fungerande marknader och en fallande skuld gör att alla tre scenarierna utgör utmaningar för förvaltningen i olika utsträckning.

Utvecklingen påverkar betydelsen av olika risker i förvaltningens mål

Riksgälden utformar strategin för förvaltningen för att uppnå målet i budgetlagen om att långsiktigt minimera kostnaden och samtidigt beakta risken i förvaltningen. En stor del av kostnaden beror dock på skuldens storlek och det allmänna ränteläget, snarare än förvaltningen. Fallande skuld och ett lågt ränteläge har gjort att kostnaden de senaste åren nått sina lägsta nivåer i modern tid, mätt som andel av BNP, se diagram 5. Så låga kostnader innebär också att förvaltningens överordnade mått på risk – kostnadsvariation – relativt sett blir mindre betydelsefullt. I stället riktas ljuset mot inte minst finansieringsrisk och låneberedskap.

Diagram 5 Räntebetalningar för offentlig sektor som andel av BNP

Procent



Källa: OECD Economic Outlook och Riksgälden.

Något förenklat innebär en god låneberedskap tillgång till ett flertal låneinstrument med olika egenskaper och väl fungerande marknader. Oavsett om det gäller den mer vardagliga löpande förvaltningen eller beredskapen för, och kostnaderna förknippade med, upplåning i en krissituation. Riksgäldens förmåga att kunna låna stora belopp på mycket kort tid är en speciell sorts beredskap och är något som analyseras årligen.²⁸ Det som åsyftas här är i stället den låneberedskap som innefattar att på ett så kostnadseffektivt sätt som möjligt kunna hantera en kraftig och ihållande ökning av skulden.²⁹ Denna beredskap kan bli svårare att upprätthålla om skulden minskar alltför mycket. En utmaning för förvaltningen med en liten

²⁸ Se till exempel den senaste versionen av Statens garantier och utlåning – en riskanalys, Riksgälden (2023a) och kapitlet om likviditetsrisker.

²⁹ Se till exempel Riksgälden (2011) för en analys av beredskapen i ljuset av kriser.

skuld är nämligen att utbudet i enskilda låneinstrument kan bli så litet att likviditeten och marknadens funktionssätt försämras. Det kan göra att lånekostnaderna stiger, till exempel på grund av stigande likviditetspremier, och att det blir dyrare än vad det skulle ha varit om marknaden hade fungerat bättre. Att ändra tonvikten i strategin från diversifiering till koncentration skulle kunna motverka en sådan utveckling.³⁰ Men oaktat val av förvaltningsstrategi finns det risker förknippade med utvecklingen i de olika scenarierna.

Risker om skulden blir lägre

I takt med att skulden blir allt lägre i kronor ökar risken för allt sämre likviditet i andrahandsmarknaden. Det finns olika faktorer som kan verka i motsatt riktning både på kortare och längre sikt, till exempel Riksbankens pågående avyttring av statsobligationer. Det är dock långt ifrån säkert att det hjälper i tillräcklig utsträckning, speciellt om den totala skulden fortsätter att falla. Om förvaltningen ökar koncentrationen av låneinstrument kan utbudet i kvarvarande instrument öka, men även en sådan förändring kan både delvis och helt motverkas av att den totala skulden sjunker. I ett sådant läge är risken att det inte sker någon förbättring av marknadens funktionssätt trots koncentrationen, samtidigt som kostnadsvariationen ökar.

Risker om skulden blir högre

Även i ett scenario med högre skuld finns en risk att marknaden inte börjar fungera bättre, åtminstone inte under ett antal år. Flera av de faktorer som lyfts fram som möjliga förklaringar till försämringen av marknadslikviditeten är långsamt verkande.³¹ Skulle utvecklingen av dessa faktorer framöver i stället understödja likviditeten är det därför ändå långt ifrån säkert att det blir någon påtaglig förbättring på ett par års horisont. Detta gäller även effekterna av skuldens storlek. Med en förvaltningsstrategi som innebär ökad koncentration av låneinstrument skulle en framtida kraftig skuldökning – trendmässig eller på grund av kris – kunna komma att behöva hanteras med färre instrument på dåligt fungerande marknader. Det skulle kunna innebära en påtagligt ökad kostnad på grund av kombinationen av en kraftigt ökande skuld och dåligt fungerande marknader som gör det dyrare än annars att emittera den volym som krävs.

Kommande år lär präglas av balansen mellan diversifiering och koncentration

Utvecklingen har under ett antal år lett till att förvaltningen kommer allt närmre ett vägskaft; diversifiering eller koncentration av låneinstrumenten. Med allt sämre fungerande marknader och en sjunkande statskuld är frågan hur låneberedskapen bäst upprätthålls. Är det bättre att ha fler instrument att välja på även om respektive marknad fungerar sämre eller är färre instrument med förhoppningsvis bättre fungerande marknader att föredra?

³⁰ Denna fråga analyserades i flera på varandra följande "Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer" med Riksgälden (2011) som slutpunkt, vilket i sin tur följdes av den SOU som utredde frågan (SOU 2014:8, 2014).

³¹ Se Finansiella stabilitetsrådet (2023) för en genomgång av möjliga faktorer.

De tre scenarierna för skuldens utveckling och den följande analysen illustrerar att även om statsskuldens långsiktiga utveckling skulle bryta med historiska mönster och i stället öka trendmässigt kommer valet mellan diversifiering och koncentration sannolikt att vara centralt för förvaltningen under kommande år.

Referenser

Andersson, F. N. G. och Jonung, L. (2016), *Hur stor är en rimlig statsskuld för Sverige?*, Ekonomisk Debatt, 44(4).

Andersson, Å. (2016), *Statsskuldens roll i ekonomin*, Fokusrapport 2016:1.

Angeletos, G-M., Collard, F. och Dellas, H (2016), *Public Debt and Private Liquidity: Optimal Policy*. NBER Working Paper 22794.

Bank of England (2022), *Financial Policy Summary and Record - October 2022*, pressmeddelande.

Barone, J., Chaboud, A., Copeland, A., Kavoussi, C., Keane, F. och Searls, S. (2022), *The Global Dash for Cash: Why Sovereign Bond Market Functioning Varied across Jurisdictions in March 2020*, Staff report No. 1010, Federal Reserve Bank of New York.

Blix Grimaldi, M., Crosta, A. och Zhang, D. (2021), *The Liquidity of the Government Bond Market – What Impact Does Quantitative Easing Have? Evidence from Sweden*, Riksbank Working Paper no 402, May 2021.

Bonthron, F., Johanson, T. och Mannent, J. (2016), *Marknadslikviditeten på den svenska obligationsmarknaden och dess betydelse för finansiell stabilitet*, Ekonomiska kommentarer, nr 3 2016, Riksbanken.

Brunnermeier, M. och Pedersen, L. H. (2007), *Market Liquidity and Funding Liquidity*, NBER Working Paper No. 12939, February 2007.

Crosta, A. och Zhang, D. (2020), *Nya likviditetsindikatorer för räntemarknaden*, FI-analys nr 21.

Ekonomistyrningsverket (2022), *Prognos - Statens budget och de offentliga finanserna*, december 2022.

Federal Reserve (2022), *Financial Stability Report*, November 2022, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Finansiella stabilitetsrådet (2023), *Obligationmarknaderna – en kartläggning*.

Habib, M., Stracca, L. och Venditti, F. (2020), *The fundamentals of safe assets*, No 2355, ECB Working paper series, January 2020.

IMF (2015), *Global Financial Stability Report*, October 2015.

IMF (2022), *Global Financial Stability Report*, October 2022.

Konjunkturinstitutet (2022), *Konjunkturläget*, December 2022.

Konjunkturinstitutet (2023), *Redovisning av uppdrag enligt överenskommelse mellan Konjunkturinstitutet och Långtidsutredningen 2023*, Fi2023/00304, Finansdepartementet.

Reinhart, C. M. och Rogoff, K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Riksgälden (2008), *Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2008–2010*.

Riksgälden (2011), *Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2012–2014*.

Riksgälden (2016), *Statsupplåningsrapport – analys och prognos*, 2016:2.

Riksgälden (2023a), *Statens garantier och utlåning – en riskanalys*.

Riksgälden (2023b), *Statsupplåningsrapport – analys och prognos*, 2023:2.

Riksgälden (2023c), *Statsskuldens förvaltning – Förslag till riktlinjer 2024–2027*.

SOU 2014:8 (2014), *Översyn av statsskuldspolitiken. Betänkande av Statsskuldutredningen*.

Vissing-Jørgensen, A. (2021), *The Treasury market in spring 2020 and the response of the Federal Reserve*, BIS Working Paper 966, October 2021.

Waldenström, D. (2022), *Hur stor bör egentligen statsskulden vara?*, bloggen Ekonomistas.

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