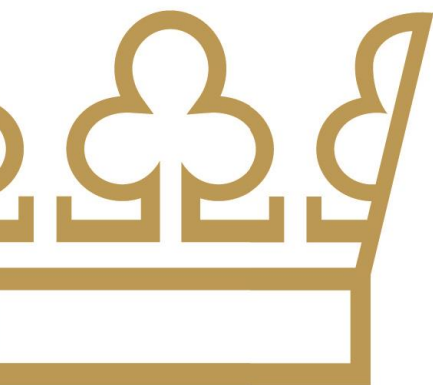
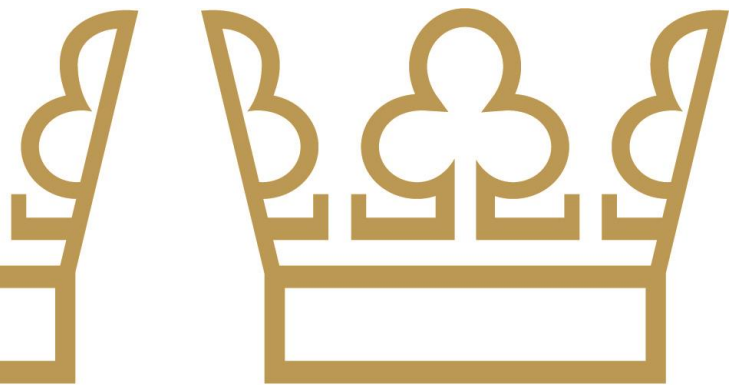


# Underlag för utvärdering

Statsskuldens förvaltning 2014



# Underlag för utvärdering 2014

---

<b>1</b>	<b>Mål och utvärdering</b>	<b>1</b>
1.1	Uppdrag	1
1.2	Ramverk för statsskulds-förvaltningen	1
<b>2</b>	<b>Riksgäldens förvaltningsstrategier</b>	<b>4</b>
2.1	Högt förtroende för Riksgälden	4
2.2	Strategier för likviditet och infrastruktur	5
2.3	Förutsägbarhet, öppenhet och tydlig kommunikation	6
<b>3</b>	<b>Kostnad och risk</b>	<b>9</b>
3.1	Kostnader	9
3.2	Risker	12
<b>4</b>	<b>Upplåningen 2014 i sammandrag</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>Prognoser på nettolånebehovet</b>	<b>18</b>
<b>6</b>	<b>Kapitalmarknadsupplåning</b>	<b>21</b>
6.1	Statsobligationer	21
6.2	Realobligationer	23
6.3	Obligationer i utländsk valuta	26
<b>7</b>	<b>Penningmarknadsupplåning</b>	<b>29</b>
7.1	Statsskuldväxlar	29
7.2	Likviditetsförvaltning	30
<b>8</b>	<b>Vidareutlåning i utländsk valuta</b>	<b>33</b>
<b>9</b>	<b>Swappar</b>	<b>34</b>
9.1	Ränteswappar	34
9.2	Basswappar	35
9.3	Valutaterminer	36
<b>10</b>	<b>Positioner</b>	<b>37</b>
<b>11</b>	<b>Privatmarknadsupplåning</b>	<b>39</b>
11.1	Minskat överskott från privatmarknaden	39

# 1 Mål och utvärdering

---

*Detta inledande kapitel beskriver Riksgäldens uppdrag samt ramverket för förvaltningen. Här diskuteras även förutsättningarna för utvärdering. Det övergripande målet för statsskuldens förvaltning är att minimera den långsiktiga kostnaden med beaktande av risk. Riksgälden har identifierat ett antal mellanliggande mål som understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta.*

## 1.1 Uppdrag

Riksgäldskontoret (Riksgälden) lånar för statens räkning främst genom att ta upp lån på den svenska och den internationella kapitalmarknaden. Riksgälden finansierar underskott i statsbudgeten, alternativt amorterar på statsskulden när statsbudgeten visar överskott.

Förutom att hantera löpande över- och underskott i statsbudgeten måste Riksgälden även finansiera återbetalningar av lån som går till förfall. I praktiken innebär det att gamla underskott i statsbudgeten återfinansieras.

De som köper Riksgäldens obligationer lånar ut pengar till svenska staten. Försäljningen sker via Riksgäldens återförsäljare. Slutinvesterar kan exempelvis vara pensionsfonder, försäkringsbolag, banker, fonder och centralbanker. Det kan vara både svenska och internationella aktörer. En mindre del av statsskulden finansieras av privatpersoner, framför allt genom premieobligationer.

## 1.2 Ramverk för statsskuld- förvaltningen

Regeringen styr statsskuld förvaltningen främst genom ett årligt "Riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning". Till grund för beslutet ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer, som också lämnas årligen. Regeringens riktlinjer gäller för det kommande året och preliminärt för de efterföljande tre åren.

Riktlinjerna styr riskerna i statsskulden på en övergripande nivå. Bland annat fastställs mål för skuldens räntebindningstid och fördelning mellan nominell respektive real skuld i svenska kronor och skuld i utländsk valuta.

I riktlinjerna anges också att "Riksgäldskontoret ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skudslagen, fördelning av riskmandatet, valutafördelningen i valutariktmarktet samt principer för marknads- och skuldvard." Riksgäldens styrelse fastställer de interna riktlinjerna i "Riksgäldens Finans- och riskpolicy".

Det övergripande målet för statsskuld förvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Den strategiska avvägningen mellan kostnader och risk görs i riktlinjebeslutet och preciseras ytterligare i Riksgäldens finans- och riskpolicy. Förenklat sett handlar den avvägning som görs om att välja risknivå för skuldens förvaltning. Kostnaderna för skulden bestäms sedan av de priser som råder på marknaderna vid varje lånetillfälle.

Riksgäldens huvudsakliga bidrag till att sänka kostnaderna är att skapa en attraktiv marknad för svenska statspapper som kännetecknas av god likviditet och en bred investerarbas. Det ger förutsättningar för stark efterfrågan på svenska statspapper, vilket leder till lägre räntekostnader. Samtidigt minskar finansieringsrisken eftersom det finns många långgivare med beredskap att låna ut till den svenska staten.

Riksgälden kan också på marginalen påverka kostnaderna genom att exempelvis utnyttja fördelaktig prissättning på marknaden. Riksgälden bevakar dessutom ändringar i riskbilden som uppstår vid prisrörelser på marknaden för att undvika alltför stora risker.



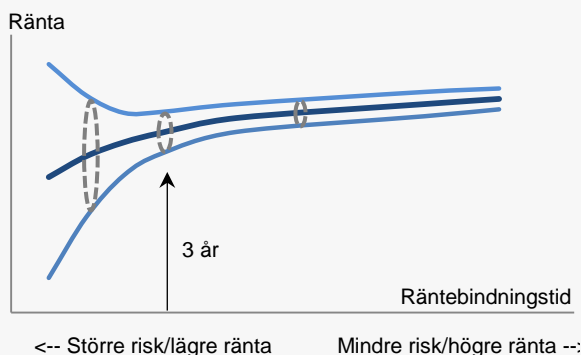
## Bakgrund till gällande riktlinjer

### Räntebindningstid

Valet av räntebindningstid styrs primärt av vilken risknivå som är lämplig i portföljen men måste också anpassas efter de praktiska förutsättningarna. Ett exempel är behovet av att upprätthålla en tillräckligt stor upplåning i statsobligationer för att säkerställa god likviditet i obligationerna. Ett annat exempel är möjligheten att ingå ränteswappar för att justera räntebindningstiden i olika skuldslag.

Analysen bakom valet av räntebindningstid bygger på antagandet att det över tiden är billigare att låna i instrument med kort löptid än med lång. Kort räntebindningstid innebär å andra sidan högre risk eftersom räntekostnaderna förväntas variera mer om räntevillkoren ändras ofta.

Tidigare beräkningar baserat på historiska data har visat att en räntebindningstid på runt tre år ger en rimlig avvägning mellan kostnad och risk. Upp till cirka tre år minskar risken markant med räntebindningstiden. Därefter avtar effekten av minskad risk. Att förlänga räntebindningstiden ytterligare från tre år ger begränsad effekt på risken men ökar den förväntade kostnaden. Se schematisk illustration nedan.



Kurvan i mitten i diagrammet motsvarar den förväntade räntan som funktion av räntebindningstiden. De översta och understa räntekurvorna representerar de högsta respektive lägsta räntorna man (med en viss sannolikhet) kan förvänta sig att betala. Skillnaden mellan dessa ger en bild av ränteomsättningsrisken för en given räntebindningstid.

### Andelar i olika skuldslag

Syftet med att sprida statsskulden på olika typer av skuldslag är att minska risken i förvaltningen.

#### Realskuld

Upplåning i reala statsobligationer ger en bredare investerarbaserad och kan avlasta marknaden för statsobligationer då lånebehovet är stort. Utgångspunkten för realskuldens storlek har varit att stocken måste vara tillräckligt stor för att upprätthålla god likviditet i realobligationer. Stocken bör å andra sidan inte vara så stor att den tränger undan upplåning i statsobligationer och därmed försämrar likviditeteten i den marknaden.

#### Valutaskuld

Även exponering i utländsk valuta har motiverats av diversifieringsskäl. Möjligheten att låna i utländsk valuta bidrar till låg finansieringsrisk i statsskuld förvaltningen. På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgälden låna stora belopp på kort tid. Även under perioder då lånebehovet är litet finns skäl att behålla viss upplåning på den marknaden för att ha möjlighet att låna då det behövs.

Riktlinjerna styr emellertid *exponeringen* i utländsk valuta och inte hur stor upplåningen ska vara. En stor del av den nuvarande valutaskulden består av upplåning i kronor som gjorts om till exponering i utländsk valuta med hjälp av swappar, se kapitel 9.

De senaste åren har Riksgälden gjort en översyn av valutaandelens storlek. Analysen har visat att valutaexponering ökar risken (kostnadsvariationen) i skulden. Riksgälden har däremot inte kunnat påvisa att en viss andel valutaexponering bidrar till att sänka den förväntade, långsiktiga kostnaden för skulden. I riktlinjerna för 2015 har regeringen därför beslutat att andelen valutaexponering gradvis ska minska.

## Riktlinjer 2014

Enligt riktlinjerna för 2014 gäller följande för statskskuldens sammansättning:<sup>1</sup>

- Valutaskuldens andel ska vara 15 procent
- Real kronskulden ska långsiktigt utgöra 25 procent av skulden
- Resterande 60 procent ska bestå av nominell kronskuld.

Räntebindningstiden för de olika skuldslagen ska styras mot:<sup>2</sup>

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronskuld: 7 - 10 år
- Nominell kronskuld:
  - Löptider upp till 12 år: 2,7 - 3,2 år
  - Löptider över 12 år: Lånsiktigt riktvärde för utestående volym är 70 miljarder kronor

Riksgälden ska beakta refinansieringsrisken i förvaltningen av statskskulden. Mandatet för positioner i den svenska kronans valutakurs är 7,5 miljarder kronor.

Det bör betonas att riktlinjerna avser exponeringen i statskskulden och inte till vilka löptider Riksgälden faktiskt lånar. Riksgälden använder en så kallad overlay-portfölj med derivat för att justera exponeringen, se kapitel 9.

## Utvärdering och mellanliggande mål

Det är svårt att värdera i vad mån det övergripande målet uppfylls. Det finns inget kvantitativt mål för kostnaderna och inte heller något naturligt benchmark för jämförelser. Att jämföra med andra statliga låntagare är inte heller lätt eftersom förutsättningarna är olika. Det handlar till exempel om organisatoriska skillnader, skillnader i storlek och lånebehov och huruvida man har en egen centralbank och valuta.

Den relevanta utgångspunkten för utvärdering bör vara om fattade beslut var de bästa möjliga mot bakgrund av den information som fanns tillgänglig vid beslutstidpunkten.

För att göra uppgiften att utvärdera skuldförvaltningen hanterlig kan strategin för förvaltningen beskrivas i termer av övergripande och mellanliggande mål. Begreppet mellanliggande mål syftar på mål som understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta.

## Mellanliggande mål

De mellanliggande målen består i huvudsak av följande:

- En likvid statspappersmarknad med en väl fungerande infrastruktur
- Transparens och förutsägbarhet
- Tydlig och öppen kommunikation med investerare och återförsäljare
- Goda motparts- och investerarkontakter
- En bred investerarbas
- Derivatpositioner i utländsk valuta i syfte att uppnå lägre kostnader eller risker

Riksgälden arbetar efter ett antal strategier som syftar till att uppnå målen ovan. Varje år gör Riksgälden en mätning av förtroendet för skuldförvaltningen. Mätningen ger en bild av hur de mellanliggande målen uppfylls. Generellt får Riksgälden ett gott betyg och står sig väl i jämförelse med andra statliga låntagare.

Av undersökningen framgår också hur motparter och investerare värderar betydelsen av Riksgäldens strategier och aktiviteter. De mellanliggande målen stämmer väl överens med de faktorer som bedöms som viktigast av återförsäljare och investerare.

Riksgäldens förvaltningsstrategier beskrivs närmare i nästa kapitel. Där redovisas också det senaste enkätresultatet.

Resultatet av positioner i utländsk valuta redovisas separat i kapitel 10.

<sup>1</sup> Andelar av skulden beräknas med ett skuldmått uttryckt som samlade kassaflöden, det vill säga även framtida kupongbetalningar ingår.

<sup>2</sup> Löptidsmättet diskonterar inte kassaflöden.

## 2 Riksgäldens förvaltningsstrategier

Nedan diskuteras Riksgäldens förvaltningsstrategier. Strategierna syftar till att uppnå de mellanliggande målen som beskrivs i föregående kapitel.

Riksgäldens förvaltningsstrategier kan delas upp i två kategorier. Den första innefattar strategier som syftar till att förbättra likviditet och infrastruktur på statspappersmarknaden. Den andra gäller strategier för att uppnå målen om transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation.

TNS Sifo Prospera (nedan Prospera) genomför sedan 2004 en förtroendemätning bland Riksgäldens återförsäljare samt svenska och internationella investerare i svenska statspapper om hur de uppfattar Riksgäldens upplåningsverksamhet. Mätningen syftar till att ge en bild av hur motparter och investerare värderar betydelsen av Riksgäldens strategier. Resultatet av mätningen visar också hur väl de uppfattar att Riksgälden lyckats uppfylla strategierna för att långsiktigt minimera kostnaderna.

### 2.1 Högt förtroende för Riksgälden

Den senaste undersökningen genomfördes mellan den 12 november och 22 december 2014. Totalt intervjuades alla 8 återförsäljare och 53 investerare. Svarsfrekvensen uppgick till 91 procent.

Förtroendet för Riksgäldens upplåningsverksamhet är fortsatt högt. De svenska investerarna gav ett högre betyg jämfört med föregående år. Liksom tidigare rankas Riksgälden högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor.

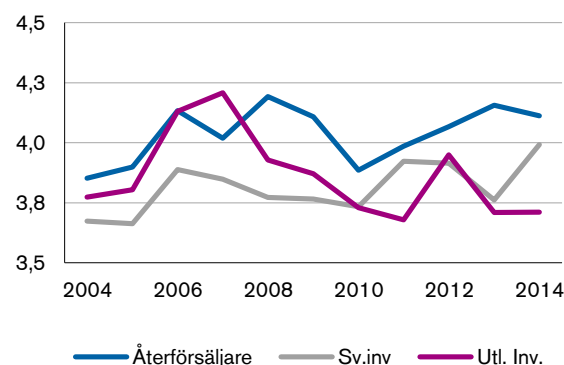
Prospera gör en sammanvägning av betygen för de olika faktorer som ingår i mätningen och investerarnas värdering av faktorernas betydelse. Värderingen hos internationella investerare är i princip oförändrat jämfört med föregående år och betyget är fortsatt gott.

Jämfört med 2013 är återförsäljarnas helhetsintryck av Riksgälden något sämre än tidigare. Prospera sammanfattar undersökningens resultat på följande sätt:

"Värderingen bland återförsäljare och svenska investerare kan karakteriseras som mycket hög, 4,1 respektive 4,0. Bland internationella investerare är värderingen lägre, men kan fortsatt beskrivas som bra 3,7."

I diagrammet redovisas hur den sammanvägda bedömningen har utvecklats över tiden. Betyget 4 betecknas av Prospera som "utmärkt" och 3,5 som "ganska bra".

Diagram 1 Sammanvägd bedömning



I tabellen nedan visas Riksgäldens främsta styrkor när det gäller själva upplåningen rangordnade efter betyg. Betygen avser sammanvägda betyg från återförsäljare och svenska respektive utländska investerare.

Tabell 1 Riksgäldens främsta styrkor

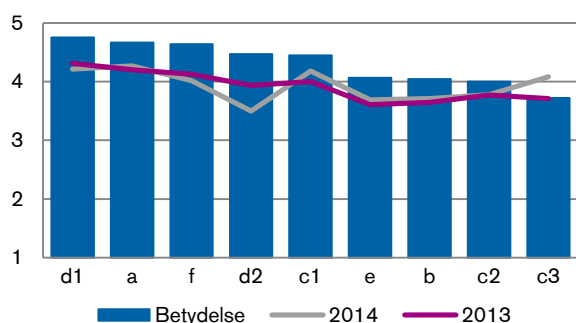
Styrkor	Betyg
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,3
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,2
Bra information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,2
Bra information om volymer och andra villkor om statsskuldväxlar	4,1
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,0

Tabell 2 visar marknadens krav i betygsordning. Med krav menas här de faktorer som återförsäljare och investerare betraktar som viktiga att Riksgälden är bra på. Betydelsen graderas på en skala 1-5.

**Tabell 2 Marknadens viktigaste krav**

Krav	Betyg
Bra marknadsvård genom repor i statspapper	4,8
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,7
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,6
Bra marknadsvård genom byten av realobligationer	4,5
Bra information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,4

Det är samma faktorer som förekommer i båda tabellerna ovan, det vill säga det som marknaden bedömer som viktigast får Riksgälden också höga betyg för, se Diagram 2.

**Diagram 2 Betydelse och betyg****Kommunikation**

- a Lånebehov/finansiering  
b Bra kontakt

**Upplåning**

- c1 Statsobligationer  
c2 Realobligationer  
c3 Statsskuldväxlar

**Marknadsvård**

- d1 Repor i statspapper  
d2 Byten av realobligationer

**Generellt**

- E Marknadens önskemål  
F Tydligt och konsekvent agerande

Bortsett från ett visst tapp 2010 ligger betygen nära 4,0 över tiden. Sedan mätningen började år 2004 har de sammanvägda betygen varierat mellan 3,8 och 4,1. Variationerna beror delvis på att urvalet av internationella investerare varierar mellan åren.

## 2.2 Strategier för likviditet och infrastruktur

Statspapper efterfrågas normalt på grund av låg kreditrisk och god likviditet. Den låga kreditrisken följer av att det är värdepapper utgivna av staten. Dessutom har Sverige starka statsfinanser, en egen valuta och en egen centralbank. Attraktionskraften beror också i hög grad på den likviditet som kan erbjudas. Här avses främst möjligheten för investerare att sälja eller köpa stora volymer utan nämnvärd prispåverkan.

Riksgälden arbetar aktivt för att främja likviditet och infrastruktur i statspappersmarknaden genom att:

- bedriva en aktiv marknads- och skuldsvård med byten och repoåtaganden
- koncentrera upplåningen till ett begränsat antal benchmarklån för förbättrad likviditet
- upprätthålla många effektiva försäljningskanaler med hjälp av ett system av återförsäljare
- fördela statsskulden över olika typer av instrument och löptider för att begränsa refinansieringsrisken
- eftersträva en bred investerarbas

**Marknads- och skuldsvård**

Riksgälden bedriver en aktiv marknads- och skuldsvård med byten och repoåtagande för att minska riskerna för motparterna och understödja likviditeten. Marknadsaktörer ges möjlighet att repa in statspapper från Riksgälden.<sup>3</sup> Riksgälden erbjuder även inbyten av mindre likvida statspapper mot mer likvida löptider. Introduktion av nya obligationer görs främst med hjälp av byten för att de nya lånen snabbt ska få god likviditet.

Som framgår av Diagram 2 är betygen i förtroendemätningen 2014 sämre för faktor marknadsvårdande byten i realobligationer än 2013. I kapitel 6.3 diskuteras årets arbete med marknadsvård på realmarknaden mer ingående.

Deltagarna i förtroendemätningen värderar även i år repor i statspapper som den enskilt viktigaste faktorn i sina bedömningar. Här får också Riksgälden ett utmärkt betyg: 4,2. Att ett så högt betyg ges för den faktor som värderas som viktigast är tillfredsställande.

Riksgälden värderas på en högre nivå av återförsäljare jämfört med föregående år när det gäller information om volymer och andra villkor om statsobligationer. Det sammanvägda värdet är 4,2 i betyg.

**Få benchmarklån**

Upplåningen i stats- och realobligationer är koncentrerad till ett fåtal benchmarklån. Detta görs för att den utestående volymen i varje obligation ska bli tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet.

<sup>3</sup> Att repa in ett statspapper betyder att tillfälligt köpa och samtidigt göra upp om att sälja tillbaka samma papper en kort tid senare.

Statsobligationer är Riksgäldens viktigaste instrument. När lånebehovet är litet prioriteras emissioner i statsobligationer framför annan upplåning för att bevara god likviditet i statsobligationsmarknaden.

Riksgälden eftersträvar en relativt jämn förfalloprofil. Ett utbud av obligationer med både korta och långa löptider gör den svenska marknaden attraktiv för olika typer av investerare. Samtidigt begränsas refinansieringsrisken genom att endast en begränsad del av statsskulden behöver refinansieras varje enskilt år.

### Effektiva försäljningskanaler

Riksgälden eftersträvar många och effektiva försäljningskanaler. Ett system av återförsäljare borgar för en väl fungerande infrastruktur på den svenska statspappersmarknaden. Det bidrar också till god likviditet och goda förutsättningar att låna stora volymer i en eventuell framtida krissituation.

### Utvärdering av likviditeten

Enligt Prosperas mätning är likviditeten fortsatt god för statsobligationer. Svenska investerare betraktar likviditet och pristransparens som bra med betyget 3,7. Internationella investerare sätter betyget 3,5 och återförsäljare 4,0. Som tidigare påpekats kan dock Riksgälden endast indirekt påverka likviditeten.

Likviditeten i andrahandsmarknaden för statsskuldväxlar har förbättrats enligt svenska investerare, men är fortsatt låg på 2,4. Den utestående stocken har mer än halverats på fem år och investerarna använder i högre grad andra instrument för att justera exponeringen. Eftersom Riksgälden dessutom har ett begränsat åtagande för repor i statsskuldväxlar är betyget inte förvånande. Riksgälden följer utvecklingen av likviditeten för statsskuldväxlar och har en löpande dialog med marknadsaktörerna för att om möjligt kunna understödja likviditeten.

Även för realobligationer betraktas likviditeten som sämre än i marknaden för statsobligationer. Betyget är ungefär detsamma som för statsskuldväxlar. Svenska investerare ger betyget 2,6 vilket är något bättre än för statsskuldväxlar.

Realobligationer är inte ett instrument med samma likviditet som statsobligationer. I grunden handlar det om att investerarna inte har samma intresse av aktiv handel i realobligationer och det finns heller ingen utvecklad derivathandel på denna marknad.

Riksgäldens bedömning är att likviditeten är bättre än i marknaden för statsskuldväxlar och relativt god i ett internationellt perspektiv. Riksgälden gör särskilda ansträngningar för att understödja likviditeten med sitt åtagande om löpande byten mellan olika löptider i realobligationer.

## 2.3 Förutsägbarhet, öppenhet och tydlig kommunikation

För att skapa en attraktiv marknad för statspapper bedrivs förvaltningen med öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Det innebär att all kommunikation med marknaden ska ske så konsekvent, förutsägbart och öppet som möjligt.

God kännedom om kommande upplåning och hur Riksgäldens policy ser ut för att hantera en förändrad omvärldsbild minskar risken för motparter och investerare. Lägre risk bidrar till ökat intresse för svenska statspapper.

Riksgälden arbetar för att uppnå målen om öppenhet, tydlighet och förutsägbarhet genom att

- upprätthålla goda investerarrelationer
- planera upplåningen för de närmaste åren baserat på prognoser på nettolånebehovet
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt i linje med tydliga principer
- publicera prognoser för nettolånebehovet och upplåningen regelbundet
- sträva efter tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter
- tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på webbplatsen riksgalden.se

### Investerarrelationer

Riksgälden strävar efter goda motparts- och investerarrelationer och en bred investerarbas. En bred investerarbas innebär lägre räntekostnader genom stark efterfrågan på statspapper och en lägre risk eftersom det finns många långgivare med beredskap att låna ut till den svenska staten.

Goda investerarrelationer är en del av den långsiktiga försäljningsstrategin. Återförsäljarna har den mest frekventa och aktiva rollen i försäljningen och i kommunikationen med investerarna. Det är de som upprätthåller den löpande direktkontakten med investerarna och förser dessa med information och analys av Riksgäldens emissionsverksamhet. Det är



dock inte tillräckligt. Riksgälden och investerarna kan inte förlita sig endast på den information som ges via återförsäljarna.

Det är viktigt att investerare har möjlighet till en direkt dialog med Riksgälden. Riksgälden arbetar kontinuerligt med dialogen med svenska och internationella motparter.

Kommunikationen med motparter och investerare sker dels direkt från Riksgälden via webbplatsen, dels i möten med investerare och motparter.

Under 2014 genomfördes resor till utländska investerare i Europa. Riksgälden deltar även regelbundet som talare på investerarseminarier i Sverige och utomlands.

Riksgälden har som tidigare nämnts, en policy om förutsägbarhet i sin upplåning. Samtidigt behövs ett visst mått av flexibilitet för att möta förändringar i marknadsförhållanden. Här behövs således en avvägning mellan förutsägbarhet och flexibilitet.

#### *Utvärdering*

Kontakten med investerare får betyget 3,6 och är fortfarande ett område med förbättringspotential. I årets undersökning framkom att investerarna efterfrågar mer personlig kontakt med företrädare för Riksgälden. Personliga möten är den form som investerarna föredrar. Frekvensen för kontakter anges till en gång per år eller oftare. Av de utländska investerarna svarar cirka en fjärdedel att de i dag inte har direktkontakt med Riksgälden men att de önskar ha det.

Intresset för att delta i större investerarmöten då Riksgälden bjuder in flera investerare vid samma tillfälle minskade däremot jämfört med föregående år. Av de svenska investerarna har endast 55 procent, jämfört med 94 procent föregående år, ett stort intresse för investerarmöten. Bland de utländska investerarna är motsvarande uppgift 72 procent och i stort sett i linje med föregående år.

För att skapa förutsättningar för en väl fungerande och kostnadseffektiv upplåning är det viktigt att möta det intresse av information och kontakter som investerare anser sig behöva. Riksgälden träffar svenska och utländska investerare i både personliga och större möten som konferenser eller investerarträffar när nya prognoser presenteras.

Svenska investerare tycker att Riksgälden bör vara mer lyhörd för marknadens önskemål och

efterfrågar mer information om statsskuldväxlar. Utländska investerare efterfrågar mer information om realobligationer.

Genom att prioritera en kontinuerlig dialog med återförsäljare och investerare bör det vara möjligt att förbättra investerarkontakterna och upprätthålla en rimlig flexibilitet med lyhördhet för förändringar i marknadsförutsättningarna.

Viss temporär flexibilitet är både möjlig och viktig men alltför stor följsamhet mot fluktuationer av marknadsintressen skulle kunna medföra avvikelser från Riksgäldens strategi på sikt.

#### **Tydlig kommunikation**

Rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" är en viktig kommunikationskanal i strategin att kommunicera öppet och transparent till alla marknadsaktörer samtidigt. Rapporten publiceras tre gånger per år och beskriver detaljerat hur Riksgälden avser att finansiera statsskulden de kommande två åren.

Planen för finansieringen bygger bland annat på en prognos för statens nettolånebehov och data för den befintliga statsskulden. Utifrån detta anpassar Riksgälden upplåningen de kommande två åren i syfte att villkoren i riktlinjerna och den interna riskpolicyn uppfylls. Låneplanen och prognosen för nettolånebehovet ligger normalt fast tills dess att nästa rapport publiceras.

#### *Interaktiv tjänst på riksgalden.se*

Riksgälden har under året fortsatt arbetet med att öka informationen om skuldstruktur och upplåning på webbplatsen. Det finns nu möjlighet att interaktivt hämta data och information på webbplatsen. Användaren kan själv välja önskad information och ta fram den genom utskrift eller via Excel.

Enligt förtroendemätningen har nästan hälften, 47 procent, av återförsäljarna använt den tjänsten. Även bland investerarna är motsvarande andel knappt 50 procent, en markant ökning jämfört med föregående år då motsvarande andel uppgick till 15 procent.

Intrycket bland användarna är att tjänsten är ganska eller mycket bra. Det är glädjande att den interaktiva tjänsten har fått så pass gott mottagande. Det har dessutom framkommit att det finns intresse av mer realtidsinformation. Sådan information (med daglig

uppdatering) finns numera också att tillgå när det gäller utbudet av utgivna värdepapper.

#### *Utvärdering*

Även i årets undersökning värderas Riksgäldens upplåningsverksamhet högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor. I likhet med tidigare år bedöms information om statens lånebehov och finansiering ha störst betydelse vid sidan av åtagandet om repor. Betyget för kommunikationen om lånebehov och finansiering ligger kring 4,3, det vill säga ett mycket gott betyg. Kommunikationen om upplåning och skuldförvaltning är en central del av strategin för att skapa förutsättningar för en så billig upplåning som möjligt. Därför är betyget en god indikation på målluppfyllelse.

Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. 100 procent av återförsäljarna använder webbplatsen. Bland svenska placerare är motsvarande siffra cirka 94 procent, jämfört med 78 procent föregående år och bland internationella investerare 55 procent. Nästan 100 procent av de som besöker webbplatsen finner den information som efterfrågas.

# 3 Kostnad och risk

*I detta kapitel redovisas några av de mått som Riksgälden använder för att beräkna kostnaden för statsskuldförvaltningen. Ett antal risker, och Riksgäldens sätt att hantera dessa, diskuteras också.*

I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning görs den strategiska avvägningen mellan kostnad och risk. Där anges den övergripande strategin i termer av fördelning mellan olika typer av instrument och löptider. Riksgälden utvärderar löpande den övergripande strategin i de årliga förslagen till riktlinjer.

Den utvärdering av kostnad och risk som presenteras i denna rapport görs inom ramen för de riktlinjer som gällde år 2014.

Eftersom Riksgälden är den dominerande statliga låntagaren i svenska kronor är det svårt att kvantitativt utvärdera om den lånestrategi som implementerats varit bättre än andra alternativa strategier. Riksgäldens dominerande ställning gör att priserna på marknaderna påverkas av valet av upplåningsstrategi. Kostnaderna kan därför bara mätas på en övergripande nivå. Det går inte att göra någon traditionell utvärdering mot ett benchmark eller index. Detsamma gäller de finansiella riskerna i termer av kostnadsvariation. Riksgälden tar även hänsyn till andra risker i statsskuldförvaltningen, vilka utvärderas och mäts kvalitativt och kvantitativt, se avsnitt 3.2.

## 3.1 Kostnader

Nedan redovisas kostnaden för statsskulden enligt tre olika mått:

- Räntebetalningar
- Genomsnittlig emissionsränta
- Periodiserad kostnad

Räntebetalningarna visar hur mycket som betalas ett enskilt år. Måttet är rent kassamässigt och påverkas av tillfälliga effekter som exempelvis byten mellan obligationer.

Genomsnittlig emissionsränta beräknas genom att vikta emissionsräntan för utestående instrument med nominellt belopp. Måttet visar den ränta som de just nu utestående lånen i genomsnitt tagits upp

till. Räntorna redovisas för olika skuldslag separat eftersom räntorna är av olika typ och därför inte är direkt jämförbara. Emissionsräntan för realskulden är en real ränta som inte inkluderar inflationskompensation. För valutaskulden är räntan i utländsk valuta. Effekter av återköp och byten inkluderas inte i måttet.

Den periodiserade kostnaden visar kostnaden på ett enhetligt sätt för alla skuldslag. Måttet tar hänsyn till hela kostnaden oavsett när betalningarna inträffar. Kostnaden fördelas jämnt över lånens löptid och inkluderar inflations- och växelkurseffekter. Detta mått ger en bättre bild av den långsiktiga kostnaden än de andra två.

Det är värt att notera att oavsett mått kan inte beräkningarna användas för att avgöra om ett skuldslag är billigare än ett annat eftersom löptiden är olika. För att en sådan jämförelse ska vara rättvisande måste analysen göras för samma löptid. I denna rapport redovisas kostnaden givet hur skulden faktiskt ser ut.

### Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden uppgick till 3,2 miljarder kronor 2014. Det är nästan 19 miljarder kronor lägre än anslaget och en minskning med drygt 13 miljarder kronor jämfört med 2013. I löpande priser har ränteutgifterna inte varit så låga sedan mitten på 1970-talet.

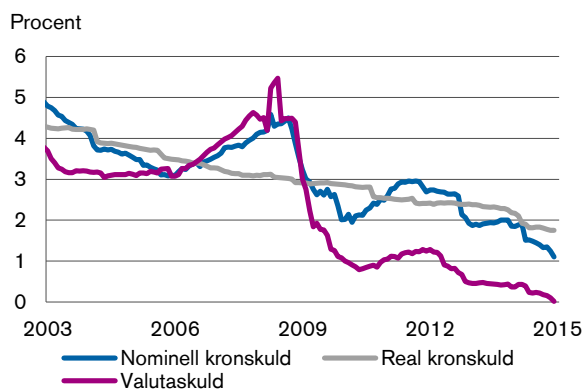
Den främsta förklaringen till de låga räntebetalningarna är tillfälliga effekter i form av högre överkurser vid emission av nominella obligationer. Överkurserna uppstår då Riksgälden emitterar obligationer med kupongräntor som överstiger de aktuella marknadsräntorna. Under 2014 var detta fallet bland annat i SGB 1047, som har en kupongränta på 5 procent. Enbart för denna obligation gav emissionerna upphov till överkurser på drygt 9 miljarder kronor. Därutöver har Riksgälden realiserat valutavinster som totalt sett bidragit till att sänka statens räntebetalningar med drygt 5 miljarder kronor 2014.

Låga marknadsräntor till följd av den utdragna lågkonjunkturen i världsekonomin har också successivt bidragit till att sänka statens ränteutgifter. Det sker dels genom de ränteswappar som Riksgälden ingått, dels genom att gamla lån som gavs ut i ett högre ränteläge gradvis ersätts av nya, där räntan bestäms av det nuvarande ränteläget.

### Genomsnittlig emissionsränta

Den genomsnittliga emissionsräntan var 1,1 procent den 31 december 2014 för den nominella kronskulden. Det var 0,8 procentenheter lägre jämfört med slutet av 2013.

**Diagram 3 Genomsnittlig emissionsränta**



Den genomsnittliga emissionsräntan för valutaskulden var noll procent den 31 december 2014. Jämfört med samma dag ett år tidigare innebär det att den genomsnittliga räntan sjunkit med cirka 0,4 procentenheter.

För realskulden var den genomsnittliga reala emissionsräntan 1,75 procent den 31 december 2014. Det var 0,4 procentenheter lägre än samma dag ett år tidigare.

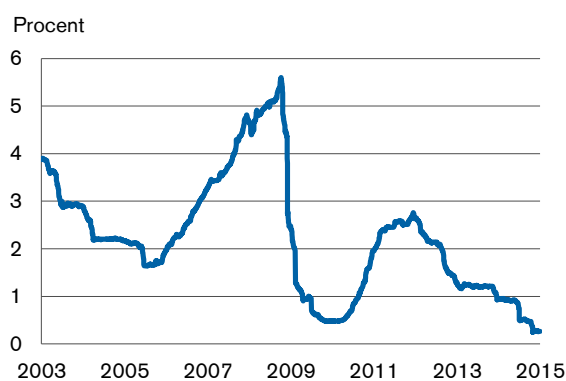
Den reala räntan innehåller ingen inflationskompensation och kan därför inte direkt jämföras med de nominella räntorna i diagrammet. Att räntan trots det är högre än för den nominella kronskulden beror bland annat på att räntebindingstiden är längre.

Den långa räntebindingstiden gör att realskulden omsätts långsamt. Realskuldens snittränta påverkas mer än den nominella skulden av lån som togs upp i ett högre ränteläge. Nedgången i marknadsräntor har därför fått snabbare genomslag i räntan på den nominella kronskulden. Ytterligare en aspekt är att

långa räntor över tiden kan förväntas vara högre än korta.

I den nominella kronskulden ingår förutom obligationer också statsskuldväxlar och korta instrument i likviditetsförvaltningen. Dessutom använder Riksgälden så kallade ränteswappar för att förkorta räntebindingstiden. En stor del av den nominella kronskulden är därför exponerad mot korta räntor. Diagrammet nedan visar utvecklingen för interbankräntan Stibor, med tre månaders löptid. Stibor är den rörliga ränta som Riksgälden betalar i swapparna.

**Diagram 4 Tremånaders Stibor**



Låga korta räntor har bidragit till att hålla nere räntan för den nominella kronskulden. Under 2014 var Stibor i genomsnitt 0,66 procent. De senaste tio åren har genomsnittet varit klart högre, 2,12 procent.

Räntan för valutaskulden var lägre än för de andra skuldslagen, bland annat till följd av att löptiden är betydligt kortare. Det bör noteras att valutakursförändringar, som kan ha stor effekt på kostnaden, inte ingår i beräkningen. Räntan på valutaskulden är därför inte direkt jämförbar med räntan på kronskulden.

**Diagram 5 Genomsnittlig emissionsränta per instrument**

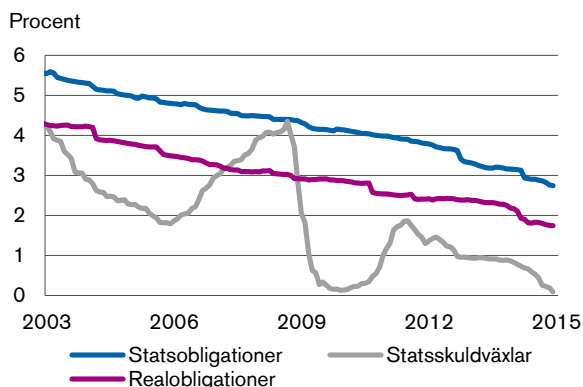


Diagram 5 visar hur den genomsnittliga emissionsräntan utvecklats för olika statspapper. Här syns att räntan på de korta statsskuldväxlarna är lägre än den för obligationerna. Räntan på statsskuldväxlarna följer utvecklingen av Stibor, se Diagram 4. Den reala räntan för realobligationerna är lägre än räntan på statsobligationer eftersom inflationskompensationen inte är medräknad.

### Periodiserad kostnad

I förra årets underlag för utvärdering av statsskuldens presenterade Riksgälden för första gången resultatet av ett nytt kostnadsmått. Det nya kostnadsmålet periodiserar kostnaden för olika typer av instrument på ett konsekvent sätt, vilket möjliggör en bättre jämförelse än den genomsnittliga emissionsräntan. Arbetet med att inkorporera alla Riksgäldens instrument samt förfinna modellen pågår. För tillfället kan kostnaden beräknas för obligationer och växlar i såväl svenska kronor som utländsk valuta, realobligationer, commercial papers, ränteswappar i såväl svenska kronor som utländsk valuta samt andra typer av swappar.

Att mäta den periodiserade kostnaden medför vissa svårigheter. Ett antal av de instrument som Riksgälden använder i statsskuld förvaltningen, exempelvis realobligationer och instrument som ingår i valutaskulden, ger upphov till framtida kassaflöden som är okända i dag.

Metoden innebär därför att antaganden måste göras kring framtida kassaflöden som är okända. För att beräkna kostnaden behövs antaganden om bland annat framtida inflation och valutakurser. Över tid ersätts dessa antaganden av faktiska utfall, vilket gör att den beräknade kostnaden behöver revideras. Även återköp och byten ger upphov till

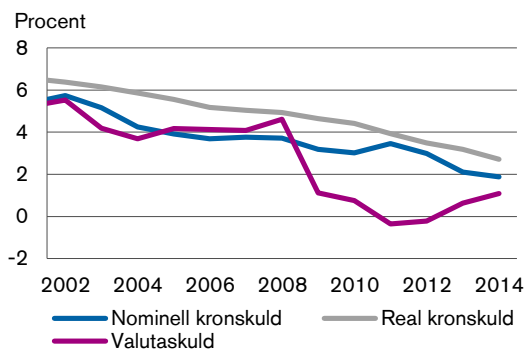
realiserade utfall som ersätter tidigare antaganden om att utestående instrument löper till förfall.

Riksgälden gör inte egna prognoser på ränte- eller växelkursutvecklingen i kronor eftersom det riskerar att skada investerarnas förtroende. Som stor aktör i den svenska ränte- och valutamarknaden kan Riksgäldens agerande påverka prissättningen. Riksgäldens antaganden bygger i stället främst på de förväntningar som impliceras av aktuella marknadspriser. Det är ett sätt att få konsekventa antaganden utan några i förväg inbyggda kostnadsskillnader mellan olika typer av instrument.

Inflationen, mätt som förändringen i KPI, antas därför följa de implicita inflationsantaganden som kan utläsas från prissättningen av realobligationer relativt statsobligationer, så kallad break even-inflation. För valutakurser används stoppkurser.

I diagrammet nedan visas den årliga kostnaden för den nominella och reala kronskulden sedan år 2002 givet dessa antaganden.

**Diagram 6 Periodiserad kostnad för nominell och real kronskuld samt valutaskuld<sup>4</sup>**



Kostnaden för den nominella kronskulden var 1,9 procent 2014. Det är en historiskt låg nivå som beror på att instrument som emitterats till de senaste årens låga räntor utgör en allt större andel av den totala skulden.

Kostnaden för realskulden uppskattas till 2,7 procent 2014. Kostnaden är högre bland annat eftersom räntebindningstiden är längre än i än den nominella kronskulden och omsättningen av instrument därför är lägre. Även kostnaden för realskulden är historiskt låg.

<sup>4</sup> I valutaskulden ingår här obligationer i utländsk valuta samt de ben i swappar som är denominerade i utländsk valuta.

För valutaskulden uppskattas kostnaden till 1,1 procent. Till skillnad från den genomsnittliga emissionsräntan ingår här växelkurseffekter.

**Diagram 7 Periodiserad kostnad per instrumenttyp**

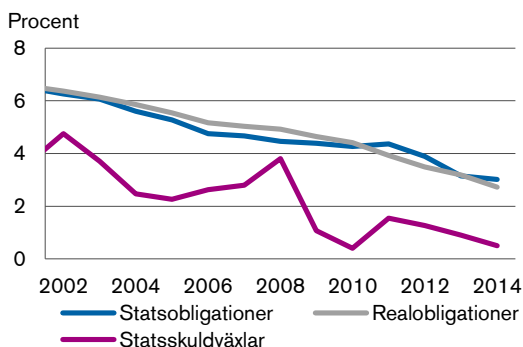


Diagram 7 visar kostnaden per typ av statspapper. Kostnaden mätt på detta sätt följer utvecklingen i den genomsnittliga emissionsräntan väl. Den största skillnaden är att kostnaden för realobligationer inkluderar inflationskompensation.

### Växelkurser och inflation

Kronans växelkurs har stor betydelse för kostnaden för valutaskulden. Inflationen mätt som KPI påverkar kostnaden för realskulden. Nedan visas hur dessa faktorer utvecklats under 2014.

#### Växelkurser

Under 2014 försvagades kronan mot de valutor som ingår i valutariktmärket. Det bidrog till högre betalningar i svenska kronor. Sett över de senaste åren har dock kronan förstärkts något.

**Diagram 8 Kronans utveckling mot valutariktmärket**

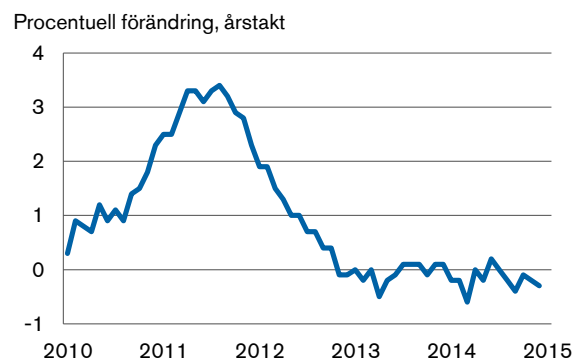


En stor del av skuldens valutaexponering är skapad genom att swappa upplåning i kronor till utländsk

valuta, se kapitel 9. Eftersom löptiden i swapparna är relativt lång är det framför allt den framtida kronkursen som avgör vad kostnaden slutligen blir. För den del som kommer från upplåning i utländsk valuta är löptiden kortare och rörelser i kronkursen får snabbare genomslag på kostnaden.

#### KPI

**Diagram 9 Förändring i KPI**



Inflationen, mätt som årlig förändring i KPI, var -0,3 procent i december 2014. Inflationen har varit låg under hela året, något som innebär att Riksgälden måste betala en lägre inflationskompensation till innehavare av realobligationer.

## 3.2 Risker

### Styrning enligt riktlinjer

Enligt riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2014 skulle räntebindingstiden för den nominella kronskulden, bestående av instrument med en löptid upp till och med tolv år, vara mellan 2,7 och 3,2 år.

För nominella instrument med en löptid som överstiger tolv år beslutade regeringen att det långsiktiga riktvärdet för utestående volym ska ligga kvar på 70 miljarder kronor.

Den reala kronskuldens löptid skulle vara mellan sju och tio år, medan valutaskuldens löptid skulle vara 0,125 år.

Räntebindingstiden i den nominella kronskulden varierar till följd av svängningar i statens betalningar. Intervallet i riktlinjerna syftar inte på utfallet en enskild dag eller månad. Intervallet styr i stället den genomsnittliga nivån som Riksgälden siktar på i låneplaneringen. Dagar med stora

underskott lånas mer i korta löptider i likviditetsförvaltningen och vice versa. Sett över året som helhet var den genomsnittliga räntebindningstiden 2,8 år. Det är något närmare den nedre gränsen, men räntebindningstiden har hållit sig inom intervallet under årets alla månader.

Den genomsnittliga räntebindningstiden för den reala kronskulden var 7,7 år, medan valutaskuldens genomsnittliga räntebindningstid var 0,1 år.

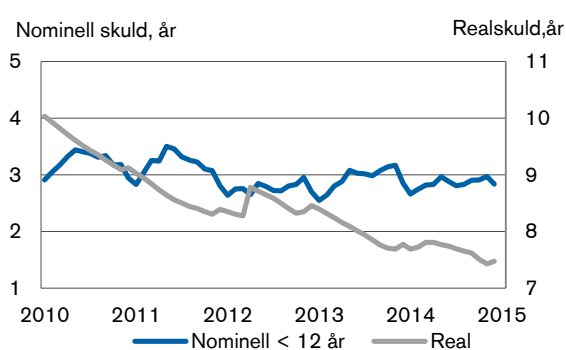
Förutsättningarna för att styra räntebindningstiden skiljer sig åt mellan skuldslagen. Med hjälp av derivat har Riksgälden stora möjligheter att styra räntebindningstiden i valutaskulden. Valutaskuldens räntebindningstid ligger därför mycket nära riktvärdet.

Även räntebindningstiden i den nominella kronskulden kan i viss mån styras med derivat genom att variera volymen av ränteswappar.

När det gäller realskulden kan Riksgälden däremot inte justera räntebindningstiden med derivat. Räntebindningstiden bestäms av fördelningen mellan de utestående obligationerna och ändras exempelvis då lån förfaller.

Diagram 10 visar räntebindningstiden för realskulden samt den nominella kronskulden med löptider upp till 12 år.

**Diagram 10 Räntebindningstid**

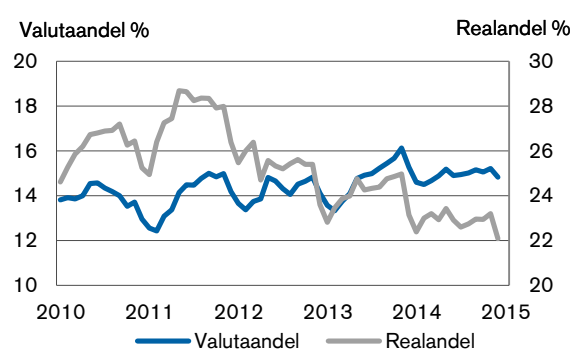


### Andelar

För 2014 beslutade regeringen att statsskulden skulle bestå av 15 procent valutaskuld. Andelen realskuld skulle långsiktigt vara 25 procent och resterande 60 procent skulle utgöras av nominell kronskuld.

De tre skuldslagen har under året hållit sig relativt nära de i riktlinjerna fastställda andelarna. Den reala kronskulden har i genomsnitt utgjort 22,9 procent av skulden. Den reala kronskuldens andel är svårstyr, bland annat på grund av att andelen påverkas av statsskuldens storlek. För en mer detaljerad beskrivning av Riksgäldens syn på hur realskulden på sikt ska nå andelen fastslagen i Riksgäldens riktlinjer, se avsnitt 6.2. Valutaskulden har i genomsnitt utgjort 14,9 procent av skulden och har hållits inom styrintervallet på  $\pm 2$  procentenheter.

**Diagram 11 Andelar**



### Refinansieringsrisker

Refinansieringsrisken avser risken att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till mycket höga kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras över huvud taget.

Denna risk bör skiljas från likviditetsrisken (eller finansieringsrisken) att ett förfallande lån inte kan betalas eller endast kan betalas till mycket höga kostnader.

När en obligation förfaller är den jämförbar med vilken annan statlig betalning som helst. En förfallande obligation behöver inte finansieras med utgivningen av en annan obligation. Beloppet som förfaller är dessutom resultatet av upplåning under lång tid och därmed betydligt större än vad som kan tas upp vid en enskild obligationsemission.

Nettot av statens dagliga betalningar varierar och kan vissa dagar uppgå till 100 miljarder kronor. Likviditetsrisk handlar om möjligheten att hantera betalningar och inte om förutsättningarna att emittera långfristiga instrument som obligationer.

Refinansieringsrisk handlar däremot om möjligheten att på längre sikt ge ut obligationer så att löptid och

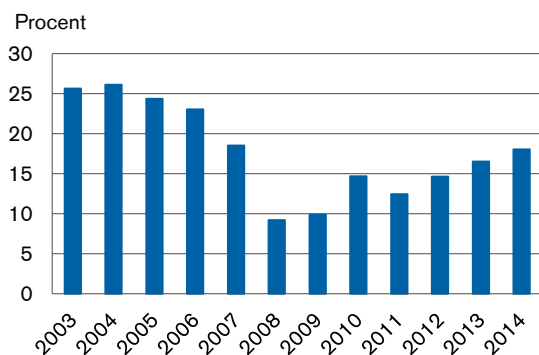
förfalloprofil kan upprätthållas. Allt annat lika blir skulden ett år kortare varje år. Om skulden på sikt blir alltför kort stiger det årliga lånebehovet.

Riksgälden begränsar riskerna bland annat genom att eftersträva en jämn förfalloprofil för stats- och realobligationer samt genom att bidra till att skapa en väl fungerande statspappersmarknad.

Med en långsiktig låneplanering och små emissionsvolymmer i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över lång tid och gamla lån har i hög utsträckning redan ersatts av nya obligationslån när de förfaller.

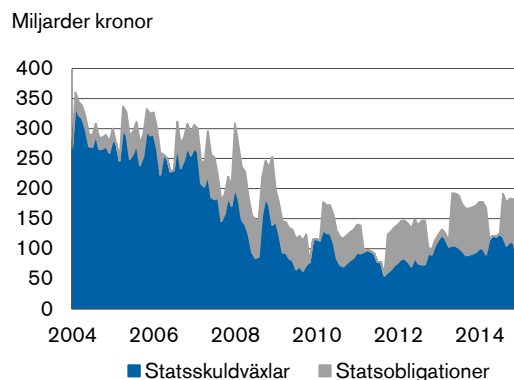
Till skillnad från många andra statliga låntagare hade Riksgälden möjlighet att dra ned andelen kortfristig finansiering då lånebehovet ökade under finanskrisen 2009. Diagrammet nedan visar hur stor del av skulden som finansierats på penningmarknaden. Andelen har minskat från omkring 25 procent före krisen till knappt 20 procent.

**Diagram 12 Andel skuld som finansierats på penningmarknaden**



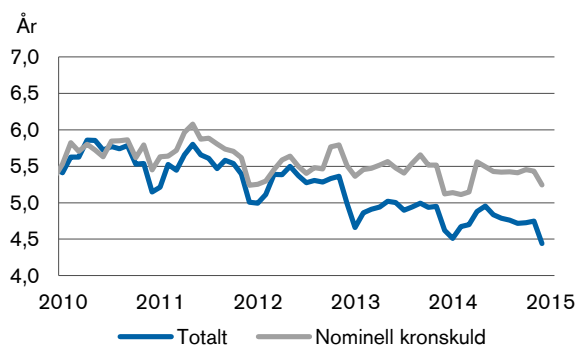
Jämfört med före krisen har upplåningen i statsskuldväxlar minskat markant. Det har bidragit till att marknaden för statsskuldväxlar idag fungerar sämre. Diagrammet nedan visar hur utbudet av korta statspapper minskat.

**Diagram 13 Stock av statspapper med löptid upp till ett år**



Skuldens genomsnittliga löptid tills lånen förfaller till betalning ger en bild av refinansieringsrisken. Om lånen sprids ut över lång löptid minskar andelen som måste refinansieras varje år. Genomsnittlig löptid visar däremot inte hur jämn fördelningen är. Enstaka mycket långa lån kan göra att den genomsnittliga löptiden blir längre utan att refinansieringsrisken minskar.

**Diagram 14 Löptid exklusive derivat**

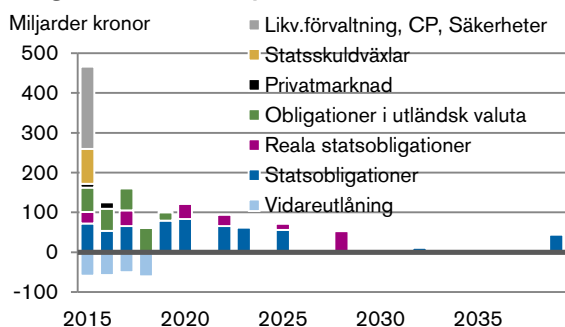


Den genomsnittliga löptiden var hög i anslutning till att Riksgälden under 2009 emitterade en 30-årig statsobligation. I slutet av 2014 var den genomsnittliga löptiden till förfall 4,4 år för hela statsskulden och 5,2 år för den nominella kronskulden.

Skuldens förfalloprofil ger en bättre bild av hur fördelningen mellan återstående löptider ser ut. Diagram 15 visar hur stora belopp som förfaller varje enskilt år givet den utestående skulden vid årsskiftet 2014/2015. Diagrammet visar också tillgångar som förfaller i form av fordringar på Riksbanken. Fordringarna matchar i hög utsträckning lånen i utländsk valuta.



Diagram 15 Förfalloprofil i december 2014

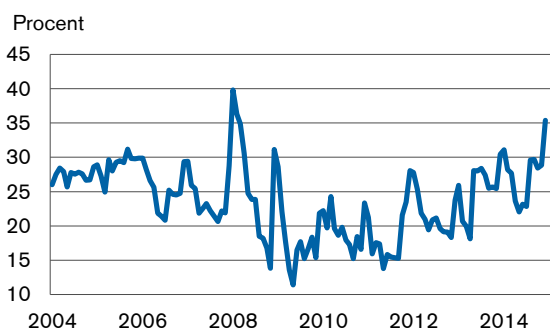


Den kortfristiga upplåningen i likviditetsförvaltningen tenderar att öka tillfälligt under december. Detta då en stor del av statens årliga betalningar historiskt infaller just i december.

Statens lånebehov varierar under året på såväl dags- som månadsbasis. Riksgälden gör detaljerade prognoser för att kunna hantera lån och placeringar effektivt i likviditetsförvaltningen. Se kapitel 5 om prognoser och avsnitt 7.2 om likviditetsförvaltning.

Ett sätt att illustrera likviditetsrisker är att studera andelen skuld som förfaller inom 12 månader. Kort skuld skapar i huvudsak likviditetsrisker men också refinansieringsrisker i den mån det handlar om att refinansiera en utestående stock av statsskuldväxlar och commercial paper.

Diagram 16 Andel skuld med förfall inom ett år



Andelen skuld som förfaller inom ett år är något högre än före finanskrisen trots att Riksgälden ökat upplåningen på kapitalmarknaden för att minska riskerna. Det beror bland annat på att gamla obligationslån med relativt stor utestående volym har förfallit.

## Motpartsrisker

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser eller förpliktelser att leverera andra säkerheter.

Motpartsrisker uppstår dels vid placering av tillfälliga överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgälden ingår så kallade OTC-derivattransaktioner. Med OTC-derivattransaktioner menas transaktioner "over-the-counter" i kontrakt som inte är standardiserade. Hanteringen av motpartsrisker skiljer sig mellan OTC-derivattransaktioner och placeringar. Gemensamt för båda områdena är ett minimikrav på motpartens kreditbetyg.

Genom likviditetsförvaltningen lånar eller placerar Riksgälden på daglig basis medel för att garantera att staten kan fullgöra sina betalningar till en så låg kostnad som möjligt. För att hantera motpartsrisken för dessa placeringar, finns limiter baserade på motpartens kreditvärdighet som reglerar maximal exponering och löptid.

OTC-derivattransaktioner används för att styra löptiden i statsskulden samt för att ta positioner inom den löpande positionstagningen. OTC-derivattransaktioner kan antingen avvecklas bilateralt eller genom central motpartsclearing.

För att Riksgälden ska kunna genomföra OTC-derivattransaktioner med en motpart, utan central motpartsclearing, krävs ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett så kallat Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet innehåller tröskelvärden som styr den maximala tillåtna exponeringen mot motparten. Om värdet på OTC-derivatexponeringen stiger över dessa tröskelvärden betalar motparten beloppet i säkerheter till Riksgälden. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Storleken på tröskelvärdet är beroende på motpartens kreditvärdighet. Riksgäldens ISDA/CSA är bilaterala i meningen att Riksgälden inte bara tar emot utan också ställer säkerheter om motparten har en positiv exponering mot Riksgälden.

Denna typ av regelverk definieras och uppdateras kontinuerligt inom ramen för Riksgäldens Finans- och riskpolicy.

# 4 Upplåningen 2014 i sammandrag

Här ges en sammanfattande bild av upplåningsbehov och upplåning under 2014.

Nettolånebehovet, tillika underskottet i statens budget, uppgick till 72 miljarder kronor 2014. Det var en minskning med 59 miljarder kronor jämfört med 2013. Förutom att täcka underskott i budgeten behöver Riksgälden låna för att finansiera förfallande lån och återköp i byten. Upplåningsbehovet ökade under 2014 jämfört med 2013. Anledningen var en ökning i förfall på kapitalmarknaden jämfört med 2013.

Räntorna sjönk till rekordlåga nivåer under 2014. Marknadsräntan på den tioåriga statsobligationen noterades under 1 procent i slutet av året. Statsobligationer med en löptid på tio år emitterades till en snittränta på 1,77 procent vilket kan jämföras med 2,14 procent under 2013.

**Tabell 3 Upplåningsbehov brutto**

Miljarder kronor	2013	2014
<b>Nettolånebehov</b>	<b>131</b>	<b>72</b>
Affärsdagsjustering mm <sup>1</sup>	0	-4
<b>Privatmarknad &amp; säkerheter, netto</b> <sup>2</sup>	<b>18</b>	<b>3</b>
<b>Förfall penningmarknad</b> <sup>3</sup>	<b>206</b>	<b>180</b>
Statsskuldväxlar	105	94
Commercial paper	77	39
Likviditetsförvaltningsinstrument	24	47
<b>Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad</b>	<b>46</b>	<b>182</b>
Statsobligationer	10	89
Realobligationer	4	8
Obligationer i utländsk valuta	31	86
<b>Totalt upplåningsbehov, brutto</b> <sup>4</sup>	<b>402</b>	<b>433</b>

<sup>1</sup> Justering för skillnaden mellan likviddag och affärsdag. Riksgälden redovisar upplåning och statsskuld per affärsdag medan nettolånebehovet per definition baseras på likviddag. Tillkommer justering för skillnad i beräkning av räntebetalning för penningmarknadsinstrument mellan statsskultsredovisning och redovisning av nettolånebehovet.

<sup>2</sup> Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

<sup>3</sup> Initial stock med förfall inom 12 månader.

<sup>4</sup> Avser behovet av upplåning på den institutionella marknaden

Den totala upplåningen, brutto, uppgick till 433 miljarder kronor under 2014. Statens upplåning ökade med 31 miljarder kronor under 2014 jämfört med 2013.

**Tabell 4 Total upplåning brutto**

Miljarder kronor	2013	2014
<b>Penningmarknad, upplåning</b> <sup>1</sup>	<b>180</b>	<b>256</b>
Statsskuldväxlar	94	88
Commercial paper	39	124
statens egen del	20	117
vidareutl. till Riksbanken	19	6
Likviditetsförvaltningsinstrument	47	44
<b>Kapitalmarknad, upplåning</b>	<b>222</b>	<b>177</b>
Statsobligationer	74	77
Reala statsobligationer	12	17
Obligationer i utländsk valuta	137	84
statens egen del	6	25
vidareutlåning till Riksbanken	131	59
<b>Upplåning, brutto</b> <sup>1</sup>	<b>402</b>	<b>433</b>

<sup>1</sup> Utestående stock per den sista december

Den planerade emissionsvolymen för nominella obligationer höjdes i februari från 74 till 77 miljarder kronor. Denna volym låg sedan fast under resten av året. Det emitterade beloppet blev 76,8 miljarder kronor. För realobligationer drogs de planerade emissionerna upp från 15 miljarder kronor i början av året till 17 miljarder kronor. Det emitterade beloppet blev 16,8 miljarder kronor.

Riksgälden gav ut obligationer i utländsk valuta för Riksbankens räkning för 59 miljarder kronor under 2014. Riksgälden emitterade obligationer i utländsk valuta för statens egen del på motsvarande 25 miljarder kronor.

Under 2014 togs inga nya lån upp för Riksbankens räkning. Riksgälden refinansierade endast förfallande lån i den befintliga stocken.

Vidareutlåningen till Riksbanken finansieras genom att Riksgälden tar upp lån i utländsk valuta som i princip är öronmärkta för ändamålet. Statens övriga upplåning påverkas därför inte av vidareutlåningen, även om den i sig är en omfattande verksamhet för Riksgälden. Riksbanken ersätter Riksgälden för kostnaden för lånen inklusive administrativa kostnader. Se kapitel 8 för ytterligare information.

Riksgälden har regeringens uppdrag att öka volymen obligationer med löptid längre än tolv år till 70 miljarder kronor. Det är ett riktvärde som ska uppnås långsiktigt. Riksgälden emitterade vid tre tillfällen in i det längsta utestående lånet. Sammanlagt emitterades 1,5 miljarder kronor under 2014.

# 5 Prognoser på nettolånebehovet

I detta kapitel utvärderas Riksgäldens prognoser på nettolånebehovet på års-, månads- och dagsbasis i förhållande till utfall. På årsbasis görs även en jämförelse med andra myndigheters prognoser.

Statens nettolånebehov är den enskilt viktigaste faktorn för statsskuldens utveckling. Riksgälden gör därför detaljerade prognoser på nettolånebehovet, både på kort och på lång sikt. Syftet med prognoserna är att skapa förutsättningar för stabila låneplaner och en effektiv likviditetshantering.

Generellt kan sägas att årsprognoserna styr obligationsupplåningen, månadsprognoserna styr upplåningen i commercial paper och statsskuldväxlar, medan dagsprognoserna påverkar den dagliga likviditetshanteringen.

## Årsprognoser för 2014

Nettolånebehovet 2014 uppgick till 72 miljarder kronor. Det kan jämföras med ett nettolånebehov på 131 miljarder kronor 2013. Den största anledningen till minskningen är att vidareutlåningen till Riksbanken, Irland och Island ökade med 107 miljarder kronor 2013, men endast ökade med 3 miljarder kronor 2014. Därutöver bidrog ovanligt låga räntebetalningar på statsskulden till det minskade nettolånebehovet.

Räntebetalningarna blev endast 3 miljarder kronor, vilket är den lägsta nivån sedan 1974. I gengäld påverkades nettolånebehovet åt andra hållet av att staten inte hade några inkomster från försäljning av tillgångar under 2014, att jämföra med 42 miljarder kronor under 2013.

I tabellen nedan redovisas de årsprognoser för 2014 som Riksgälden publicerat sedan hösten 2013. Den första prognosen publicerades hösten 2012 och var 56 miljarder kronor.

**Tabell 5** Årsprognoser för 2014

Miljarder kronor	2013:3	2014:1	2014:2	2014:3	Utfall
<b>Primärt lånebehov</b>	<b>44</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>69</b>
varav vidareutlåning	0	1	2	3	3
varav försäljningsinkomster	0	0	0	0	0
<b>Räntor på statsskulden</b>	<b>17</b>	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>Nettolånebehov</b>	<b>61</b>	<b>67</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>72</b>
<b>Nettolånebehov exkl vidareutl.och förs.</b>	<b>61</b>	<b>66</b>	<b>59</b>	<b>57</b>	<b>70</b>

Prognoserna för 2014 har varit mycket stabila. Skillnaden mellan den högsta och lägsta prognosen är endast 11 miljarder kronor. Räntebetalningarna på statsskulden har gradvis justerats ned, men det har i stort sett kompenseras av att prognosen för det primära lånebehovet ökats. Nettolånebehovet har underskattats i samtliga prognoser. Avvikelsena sedan den första prognosen varierar mellan 5 och 16 miljarder kronor. På två års horisont är det att betrakta som små avvikelser. Den sista prognosen publicerades mindre än en månad före årets slut och hade ändå en avvikelse på 12 miljarder kronor. Nettolånebehovet varierar avsevärt mellan månader och det är därför inte helt ovanligt med avvikelser i den storleksordningen.

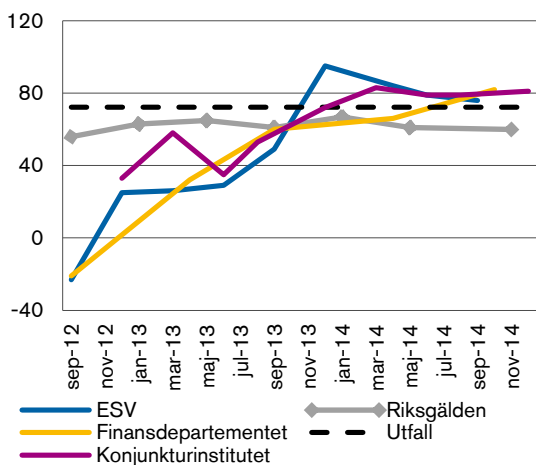
### Jämförelse med andra myndigheters prognoser

Förutom Riksgälden gör två myndigheter och regeringen prognoser på statens nettolånebehov: Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och Finansdepartementet.

Myndigheterna och finansdepartementet har olika principer för hur försäljningsinkomster hanteras i prognossammanhang. För att underlätta jämförelser har försäljningsinkomsterna rensats bort i grafen nedan.

## Diagram 17 Jämförelse med andra myndigheter

Miljarder kronor



Från hösten 2012 och en bit in på 2013 var Riksgäldens prognos på nettolånebehovet betydligt högre än övriga myndigheters. Avvikelsen mellan utfallet för 2014 och Riksgäldens prognos från hösten 2012 är endast 16 miljarder kronor. Motsvarande avvikelse för ESV och finansdepartementet är 95 respektive 93 miljarder kronor. Från hösten 2013 har myndigheternas prognoser varit mer likartade.

Riksgälden har konsekvent underskattat nettolånebehovet, medan de övriga myndigheternas prognoser har visat större variationer. I den sista prognosen överskattade samtliga de övriga myndigheterna nettolånebehovet.

### Månadsprognoser

Riksgälden är för närvarande den enda myndigheten som publicerar månadsprognoser för nettolånebehovet. Det innebär att jämförelser med andra prognosmakare inte kan göras. Riksgälden följer upp precisionen i månadsprognoserna med hjälp av måttet RMSE (Root Mean Square Error) det vill säga roten ur kvadratmedelfelet.<sup>5</sup>

Förenklat kan måttet tolkas som ett medelvärde på absolutfelet, vilket innebär att värdena alltid blir positiva. Skillnaden mot ett vanligt absolutfel är att RMSE blir något högre, eftersom det även fångar

<sup>5</sup> Riksgälden har valt att definiera RMSE som:

$$rmse = \sqrt{(e_1^2 + e_2^2 + e_3^2 + e_4^2) / 4}$$

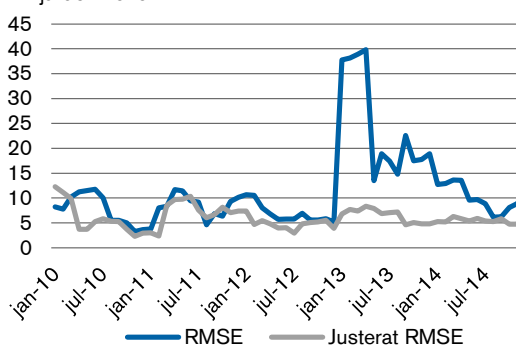
Där  $e_t$ =(utfall nettolånebehovet månad $_t$  - senaste publicerade prognos månad).

Där t går från månad 1 till 4. Skälet till att just fyra perioder används är att Riksgälden uppdaterar sina prognoser var 4:e månad (tre gånger per år).

variation i felens storlek. Tidsperioden som utvärderas är rullande fyra månader.

## Diagram 18 Avvikelser månadsprognoser enligt RMSE 2010-2014

Miljarder kronor



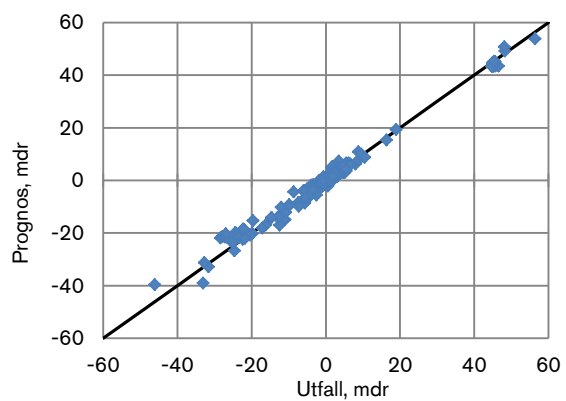
Grafen ovan visar hur RMSE har utvecklats sedan år 2010. Det framgår att RMSE minskat under 2014 jämfört med 2013. Det beror dock på att prognosavvikelserna under 2013 påverkades kraftigt av vidareutlåning och försäljningsinkomster. Om måttet justeras för Riksgäldens nettoutlåning och försäljningsinkomster har prognosprecisionen varit på samma nivå som tidigare.

### Dagsprognoser

För att planera likviditetshanteringen gör Riksgälden även dagsprognoser. Det innebär att månadsprognoserna fördelas ut på alla bankdagar. Prognoserna dagfördelas med minst sex månaders framförhållning. Till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras dagsprognoserna löpande när ny information blir tillgänglig.

Den genomsnittliga avvikelsen per dag var 50 miljoner kronor under 2014. Diagrammet nedan visar utfall och prognos för statens primära nettolånebehov exklusive riksgäldens nettoutlåning per dag under 2014. Avståndet från den 45-gradiga linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Skulle det inte funnits något informationsvärde i prognoserna skulle punkterna ha varit slumpmässigt fördelade.

Diagram 19 Prognos och utfall på dagsbasis



# 6 Kapitalmarknadsupplåning

I kapitlet redovisas upplåning i statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta. Här beskrivs också vilken policy Riksgälden har för upplåningen i respektive instrument.

## 6.1 Statsobligationer

Statsobligationer är Riksgäldens största och därmed viktigaste upplåningskälla. Statsobligationerna prioriteras därför framför andra instrument i upplåningen. Den totala volymen som Riksgälden beräknar att låna i auktioner är centralt för likviditet och prissättningen av statsobligationer i andrahandsmarknaden.

Riksgälden erbjuder många regelbundna emissioner enligt en i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen undviks exponering mot ofördelaktiga marknads-lägen och refinansieringsrisken minskar. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till primärmarknaden. Storleken på emissionerna påverkas framförallt av nettolånebehovet på lång sikt.

### Policy

- Riksgälden prioriterar upplåningen i statsobligationer för att upprätthålla en likvid obligationsmarknad.
- Svängningar i lånebehovet hanteras i första hand med andra instrument.
- Riksgälden eftersträvar en jämn förfalloprofil upp till tio år. Nya tioåriga statsobligationer introduceras regelbundet med 12-18 månaders mellanrum. När lånebehovet är litet väljer Riksgälden att ha ett större mellanrum för att kunna bygga upp tillräckligt stor volym i obligationerna och därmed säkerställa god likviditet.
- Riksgälden emitterar framförallt i den tioåriga- och femåriga löptiden.
- Emissioner i tvååriga löptider förekommer för att understödja likviditeten i terminsmarknaden eller för att sprida upplåningen då lånebehovet är stort. Även emissioner i lån som befinner sig mellan 2, 5- och 10 år förekommer framförallt för att stödja likviditeten vid bristsituationer.
- När marknadsläget så tillåter kan Riksgälden även emittera i obligationer med löptid längre än 12 år.

## Överväganden under året

### Emissionsvolym

Emissionstakten reviderades något från 74 miljarder kronor till 77 miljarder kronor på årsbasis i den första prognosen 2014 (2014:1). Därefter har den planerade emissionsvolymen varit densamma under hela 2014.

Prognosen för det totala upplåningsbehovet (nettolånebehov plus förfall) har däremot varierat. Upplåningsbehovet blev större för 2014 än vad som antogs vid början av året. Det parerades dock genom att öka upplåningen i andra instrument. Tabell 6 visar planerade emissionsvolymen av statsobligationer och förändring i upplåningsbehov.

Tabell 6 Planerad upplåning i statsobligationer

	Planerade emissionsvolymen			Förändring upplåningsbehov	
	2014	2015	2016	2014	2015
2013:3	74	74		-66	
2014:1	77	77		27	-12
2014:2	77	77		10	-5
2014:3	77	77	77	-9	32
Realiserat	77				

När den planerade upplåningen i statsobligationer ökade till 77 miljarder kronor vid inledningen av 2014 utökade Riksgälden låneplanen med en extra auktion 2014.

### Otillräcklig efterfrågan på ny 30-årig obligation

Riksgälden diskuterade under året en eventuell introduktion av en ny 30-årig statsobligation i statsupplåningsrapporten 2014:1. Riksgälden samlade in önskemål och synpunkter från återförsäljare och investerare i frågan om en ny 30-årig obligation. Av svaren framgick att efterfrågan på en ny 30-årig obligation var mycket begränsad. Det fanns därmed inte tillräckliga förutsättningar att introducera en sådan obligation.

### Ny tioårig statsobligation 2014

En ny statsobligation, SGB 1058 2.5% 12 May 25, introducerades enligt plan den 29 januari 2014. Lånet blev referenslån i juni 2014. Liksom vid tidigare introduktioner erbjöds byten till den nya statsobligationen i samband med introduktionen. Ytterligare byten erbjöds innan lånet blev referenslån.

### Övriga byten under året

SGB 1047 blev femårigt referenslån i den elektroniska interbankmarknaden i december 2014. I november erbjöd därför Riksgälden byten till SGB 1047. Syftet var att öka den utestående stocken i SGB 1047.

### Två likviddagar i den svenska obligationsmarknaden

Från och med den 6 oktober 2014 sker leverans och betalning av alla svenska statspapper två bankdagar efter genomförd transaktion. Övergången från tre till två likviddagar för obligationer har sin grund i CSD-regleringen, ett initiativ från EU-kommissionen som innebär en harmonisering av standarden för avveckling av statspapper i sekundärmarknaden. Från och med den 6 oktober 2014 har transaktioner av statspapper inom EU likviddag två bankdagar efter att transaktionen har ägt rum. I Sverige genomfördes förändringen i både primär- och sekundärmarknaden samtidigt.

### Långa obligationer

Regeringen beslutade i november 2012 att höja riktvärdet för den utestående stocken av lån med löptid längre än 12 år från 60 miljarder till 70 miljarder kronor. Riktvärdet ska uppnås långsiktigt. Det innebär att stocken ska öka gradvis i en takt som bestäms av efterfrågan.

Riksgälden bedömer löpande marknadens efterfrågan på långa obligationer. Under 2014 var intresset tidvis tillräckligt stort för Riksgälden att genomföra emissioner i det långa segmentet. Vid tre tillfällen emitterades en sammanlagd volym av 1,5 miljarder kronor i det längsta utestående lånet. Det innebär att den utestående stocken ökade från 53,3 miljarder kronor i slutet av 2013 till 54,8 miljarder kronor vid slutet av 2014.

### Resultat låneaktiviteter

Samtliga försäljningar av obligationer hölls i auktionsform. Till antalet var det 22 stycken auktioner om 3,5 miljarder kronor vardera. Vid 9

tillfällen genomfördes delad auktion då Riksgälden emitterar två lån vid ett auktionstillfälle. Fördelat på löptid genomfördes 10 auktioner med obligationer med en löptid på tio år, 14 auktioner med en löptid på fem år och två stycken med en löptid på två år.

Riksgälden emitterade en större andel i femårssegmentet jämfört med tidigare år. Eftersom lånebehovet var relativt stort fanns inte samma behov som tidigare av att koncentrera upplåningen till tioårssegmentet för att bygga upp volymen i nya lån.

**Tabell 7** Emitterad volym och snittränta

Obligation <sup>1</sup>	Antal auktioner	Emitterad volym	GER <sup>2</sup>
SGB 1047 5% 1 Dec 20	10	28 750	1,11
SGB 1050 3% 12 Jul 16	1	1 750	0,75
SGB 1051 3.75% 12 Aug 17	1	3 500	0,02
SGB 1052 4.25% 12 Mar 19	4	13 500	1,50
SGB 1053 3.5% 30 Mar 39	3	1 500	2,66
SGB 1054 3.5% 1 Jun 22	2	3 500	1,00
SGB 1057 1.5% 13 Nov 23	1	3 500	2,21
SGB 1058 2.5% 12 May 25	9	20 810	1,69
		76 810	

<sup>1</sup> 2-årig löptid: SGB 1050 (2016) och SGB 1051 (2017)

5-årig löptid: SGB 1052 (2019) och SGB 1047 (2020)

10-årig löptid: SGB 1057 (2023) och SGB 1058 (2025)

<sup>2</sup> Genomsnittlig emissionsränta i auktionerna

**Tabell 8** Teckningskvoter och snittränta

Procent	2010	2011	2012	2013	2014
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,33	2,43	2,12	2,38	3,03
Snittränta <sup>2</sup>	2,63	2,42	1,57	1,87	1,35

<sup>1</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym

<sup>2</sup> Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner och syndikering ingår inte.

Resultatet av årets emissioner framgår av Tabell 7 ovan. Tabell 8 visar hur genomsnittliga emissionsräntor och teckningskvoter utvecklats. Teckningskvoten var den högsta sett över fem år. Samtidigt blev snitträntan den lägsta.



**Tabell 9 Byten i statsobligationer**

Emissionsdatum	Lån sälj	Lån köp	Snitt-ränta	Uppköps-ränta
2014-11-14	SGB 1047	SGB 1052	0,57	0,24
2014-11-13	SGB 1047	SGB 1052	0,58	0,25
2014-05-12	SGB 1058	SGB 1057	2,05	1,92
2014-05-09	SGB 1058	SGB 1057	2,03	1,91
2014-05-08	SGB 1058	SGB 1057	2,07	1,94
2014-02-04	SGB 1058	SGB 1057	2,31	2,21
2014-02-03	SGB 1058	SGB 1057	2,32	2,22
2014-01-31	SGB 1058	SGB 1057	2,32	2,22
2014-01-30	SGB 1058	SGB 1057	2,34	2,24

I januari, februari och maj erbjöds byten till den nya tioåringen *SGB 1058 2.5% 12 May 25*.

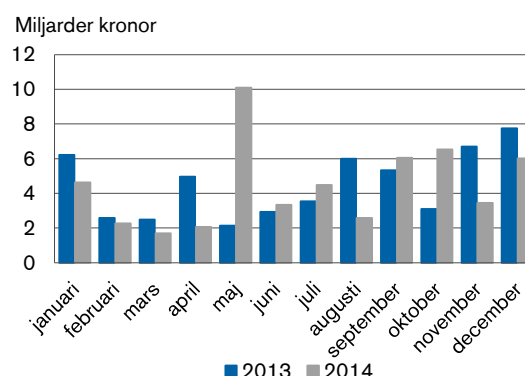
Obligationen blev tioårigt referenslån i interbankmarknaden i juni 2014. I bytena köpte Riksgälden tillbaka delar av det närliggande lånet *SGB 1057 1.5% 13 Nov 23*. I november erbjöds byten till den nya femåringen *SGB 1047 5% 1 Dec 20*. Den blev femårigt referenslån i interbankmarknaden i december 2014. Samtidigt köptes delar av det närliggande lånet *SGB 1052 4.25% 12 Mar 19* tillbaka.

### Marknadsförutsättningar

Efterfrågan på statsobligationer var god under året. Den genomsnittliga teckningskvoten i Riksgäldens emissioner ökade till 3,03 under 2014 från 2,38 under 2013. I en auktion i april såldes dock mindre än den erbjudna volymen. Många investerare anser att auktionerna är bra tillfällen att köpa stora belopp till rådande marknadsräntor. Detta visade sig bland annat genom att det vid fem tillfällen under året inträffade att en aktör tog hela emissionen.

### Marknadsvård

De marknadsvårdande reporna i statsobligationer har under året legat på i genomsnitt ungefär samma nivåer som föregående år.

**Diagram 20 Marknadsvårdande repor<sup>6</sup>**

## 6.2 Realobligationer

Upplåning i realobligationer utgör ett komplement till upplåningen i statsobligationer. Med real upplåning når Riksgälden en större del av investerarnas tillgångsportföljer och belastningen på statsobligationerna blir mindre. Detta är en fördel främst då skulden är stor eller växande.

### Policy

- Riksgälden eftersträvar en jämn förfalloprofil för realskulden.
- Den långsiktiga ambitionen är att fördela realskulden över fler löptider med mindre utestående volym i varje obligation.
- Nya realobligationer matchas löptidsmässigt med statsobligationer så långt detta är möjligt.
- Auktioner hålls regelbundet och med små volymer. Därmed kan Riksgälden undvika exponering mot ofördelaktiga marknadslägen och samtidigt erbjuda investerare tillgång till primärmarknaden.

### Överväganden under året

#### Åtgärder för att motverka minskningen av realandelen

Regeringens riktlinjer för 2014 anger att realskulden som andel av total statsskuld ska vara 25 procent på lång sikt. Prognosen för realandelen de närmaste åren har tenderat att ligga lågt jämfört med riktvärdet. Som en åtgärd mot minskningen av andelen ökade Riksgälden i etapper utbudet av realobligationer under 2013. Syftet var att gradvis öka utbudet realobligationer i en takt som är hanterbar för marknaden. Denna process fortsatte med ytterligare ett steg under 2014. Det skedde i

<sup>6</sup> Månadsgenomsnitt

februariprognosen då Riksgälden ökade volymen för 2014 från 15 till 17 miljarder kronor i årstakt.

Efter februariprognosen gjorde Riksgälden ingen ytterligare ändring av den planerade emissionsvolymen för realobligationer. Anledningen var att Riksgälden bedömde att den gällande årstakten var vad marknaden kunde hantera givet det rådande marknadsläget med låga räntenivåer.

I 2014 års samtliga prognoser för nästa år, 2015, var den planerade emissionsvolymen av realobligationer 18 miljarder kronor i årstakt. Den första prognosen för 2016 publicerades i december 2014. Även där var den planerade årstakten i upplåningen 18 miljarder kronor.

Att öka utbudet av realobligationer har dock bara en begränsad effekt på andelen realskuld. Förklaringen är att realandelen till största delen är beroende av hur nettolånebehovet och statsskulden utvecklas. Stora ökningar eller minskningar i nettolånebehovet kan inte pareras med emissionsvolymen i realobligationer. Riksgälden har inte möjlighet att anpassa realskuldens andel med hjälp av derivat på samma sätt som i valutaskulden. Att genomföra byten mellan reala och nominella statsobligationer skulle medföra alltför stora kostnader.

Riktvärdet för realskuldens andel är därför långsiktigt och Riksgälden behöver inte vidta omedelbara åtgärder för att nå målet. Överskottsmålet för den offentliga sektorns finanser innebär att statsskulden förväntas falla på sikt, vilket medför att realandelen förväntas öka.

*Åtgärder för att bidra till jämnare förfalloprofil*  
Riksgälden annonserade i juni-prognosen att det kunde bli aktuellt att introducera två nya realobligationer under 2015. Dels en fyraårig obligation med syfte att bidra till en jämnare förfalloprofil i den korta delen av realräntekurvan. Dels en med löptid längre än den längsta utestående realobligationen. En ny lång obligation skulle jämna ut förfalloprofilen i det långa segmentet och avlasta det längsta lånet som har en stor utestående volym och utgör en stor del av den utestående realskulden.

För att undersöka intresset i marknaden gjorde Riksgälden under hösten 2014 en sondering där återförsäljare och investerare fick meddela synpunkter angående de eventuella nya lånen. Responsen blev i huvudsak positiv och Riksgälden meddelade i decemberrapporten att såväl en

fyraårig som en 17-årig realobligation ska emitteras under första halvåret 2015.

**Tabell 10 Förändring av realskulden 2014**

Utestående realstock 2013-12-30, mdkr	197,8
Auktioner	16,76
Netto av auktionsbyten	-0,1
Förfall	-3,2
Netto av marknadsvårdande byten	-4,3
Riksgäldsspar real	-0,2
Övertagna obligationer	0,0
Inflationsuppräknings	-3,6
Utestående realstock 2014-12-28, mdkr	203,2

### Resultat av låneaktiviteter

Försäljningen av realobligationer sker i flera former. Riksgälden genomför såväl reguljära auktioner som marknadsvårdande byten. Båda dessa försäljningskanaler påverkar den utestående stocken.

Den främsta kanalen är auktionerna som till antalet var 17 stycken under året. Dessa auktioner fördelades mellan fyra realobligationer, med tre till 11 års återstående löptid.

**Tabell 11 Emitterad volym och snittränta per lån**

<i>Realobligation</i>	Emitterad volym, miljarder kr	Snittränta, procent
SGB IL 3107 (2017)	4,00	-0,35
SGB IL 3102 (2020)	2,50	-0,18
SGB IL 3108 (2022)	2,00	0,34
SGB IL 3109 (2025)	8,26	0,21

Under 2014 genomfördes bytesauktioner i tre perioder. I februari genomfördes byten i samband med att en ny 10-årig obligation introducerades.

I mars och maj gjordes byten inom ramen för Riksgäldens bytesfacilitet för avveckling av korta realobligationer med en volym som överstiger 25 miljarder kronor. Den sammanlagda volymen som köptes tillbaka i den korta obligationen var 7,6 miljarder kronor. Per 1 december 2014 hade obligationen ett år kvar till förfall. Det utestående nominella beloppet var då 23,3 miljarder kronor.

**Tabell 12 Teckningskvot och snittränta per år**

	2010	2011	2012	2013	2014
Emissionsvolym <sup>1</sup> , miljarder kr	11,9	0,6	7,18	11,1	16,7
Såld volym <sup>2</sup> , miljarder kr	7,7	6	6,5	11,5	16,8
Teckningskvot <sup>3</sup>	5,34	5,24	5,83	3,88	2,98
Snittränta <sup>4</sup> , procent	0,51	0,55	-0,01	0,23	0,03

<sup>1</sup> Totalt emitterad volym i auktionsverksamheten under året, netto efter rena auktioner, byten och uppköp.

<sup>2</sup> Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

<sup>3</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

<sup>4</sup> Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

Marknadsförutsättningarna för försäljning av realobligationer försämrades något under 2014 till följd av allt lägre inflationsförväntningar i kombination med kontinuerlig räntenedgång. Efterfrågan varierade kraftigt. Vid två tillfällen under det sista kvartalet blev emissionerna något undertecknade. Teckningskvoten i auktionerna sjönk från i genomsnitt 3,88 år 2013 till 2,98 2014.

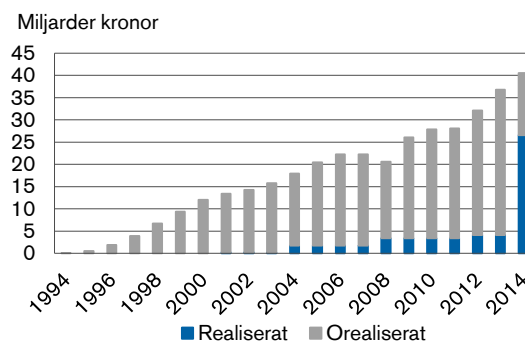
Trots detta kunde Riksgälden öka den utbudna årsvolymen med 5,5 miljarder kronor jämfört med året innan. Samtidigt steg den totala volymen inkomna bud från 44,7 miljarder kronor 2013 till 54,1 miljarder kronor 2014. Det ökade utbudet från Riksgälden har således mötts av relativt god efterfrågan. Som tidigare nämnts planerar Riksgälden att ligga kvar på samma volym i upplåningen under kommande år.

#### Kostnadsutvärdering av realupplåningen

Sedan realobligationer introducerades 1994 har inflationen varit lägre än vad den genomsnittliga break even-inflationen varit i emissionerna. Därför har kostnaden för realupplåningen varit lägre än för en hypotetisk upplåning i statsobligationer med samma löptid.

Sedan 1994 är det totala kalkylmässiga resultatet 40,5 miljarder kronor varav 26,6 miljarder kronor är realiserat. Resultatet ökade under 2014 med 3,8 miljarder kronor eftersom inflationsuppräknningen för realobligationerna var -0,1 procent mätt som utvecklingen av KPI.<sup>7</sup>

<sup>7</sup> Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2013 till oktober 2014.

**Diagram 21 Resultat realupplåning**

En stor del av resultatet kommer från när realstocken byggdes upp under de första åren. Då var break even-inflationen på en betydligt högre nivå än vad den sedan varit. Det här gestaltas av att över hälften av det positiva resultatet kommer från den första obligationen som emitterades – realobligation 3001 – som förföll i april 2014.

#### Marknadsvård

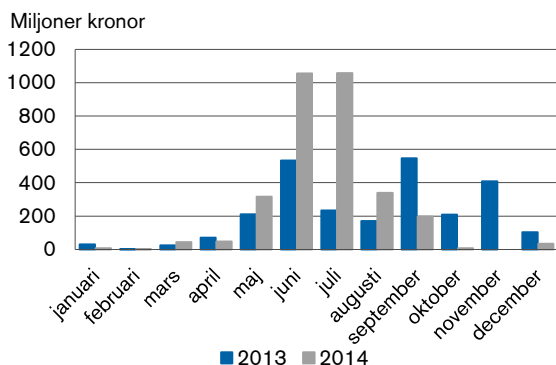
Riksgälden erbjuder löpande återförsäljarna byten i realobligationer i syfte att förbättra likviditeten i realobligationsmarknaden. Detta erbjudande står kvar fram till ett år innan lånet förfaller.

Från det datum då en realobligation har ett år kvar till förfall erbjuds återförsäljarna istället en begränsad återköpsfacilitet med en väl tilltagen premie. I god tid innan realobligationerna blir kortare än ett år erbjuds dessutom ett flertal bytesemissioner. Målet är att realobligationer vid förfall inte ska ha en större utestående volym än 25 miljarder kronor. Alltför stora volymer kan innebära en påfrestning för marknaden och en återinvesteringsrisk för investerare.

Riksgäldens långsiktiga strategi att fördela realskulden över flera löptider kommer så småningom att leda till att byten och återköp i korta realobligationer inte längre behövs. De utestående stockarna torde då inte vara större än att realobligationerna kan förfalla utan att orsaka exempelvis alltför stora återinvesteringsproblem.

När upplåningen ökat har Riksgälden strävat efter att öka antalet auktioner snarare än att öka volymen per auktion. Syftet har varit att skapa kontinuitet i primärmarknaden och därmed bidra till bättre likviditet i realobligationer.

**Diagram 22 Marknadsvårdande repor per månad**



### 6.3 Obligationer i utländsk valuta

Obligationer i utländsk valuta är ett sätt att finansiera statsskulden och bredda investerarbasen, samt att skapa exponering i utländsk valuta. Enligt gällande riktlinjer för 2014 ska andelen valutaexponering motsvara 15 procent av statsskulden. Riksgälden kan också skapa exponering i utländsk valuta med swappar. Obligationer i utländsk valuta och svenska kronor är därför substituerbara när det gäller att uppnå en viss exponering. I detta avsnitt diskuteras enbart upplåning i obligationer och commercial paper denominerade i utländsk valuta.

#### Policy

- Obligationer i utländsk valuta är framför allt ett komplement till obligationer i svenska kronor. Hur mycket som säljs i obligationer i utländsk valuta beror i huvudsak på nettolånebehovets storlek.
- Även då nettolånebehovet är litet emitterar Riksgälden mindre belopp i utländsk valuta för att säkerställa en marknadsnärvaro och därmed en bred investerarbas.
- Riksgälden finansierar också vidareutlåningen till Riksbanken med obligationer och commercial paper i utländsk valuta.

Riksgälden prioriterar upplåning i statsobligationer. Ett litet nettolånebehov innebär normalt att lån i utländsk valuta refinansieras genom kronupplåning som swappas till utländsk valuta. Är lånebehovet större kan Riksgälden komplettera upplåningen i statsobligationer med obligationer i utländsk valuta.

Upplåning med obligationer i utländsk valuta sprider den underliggande finansieringen på fler marknader och breddar investerarbasen. Det skapar förutsättningar för en långsiktigt låg kostnad för hela statsskulden. Om statsobligationsstocken ökar för snabbt skulle påfrestningarna på marknaden bli stor, med högre räntor som resultat.

Upplåning med obligationer i utländsk valuta ger också utvecklade lånekanaler som är värdefulla som en beredskap inför krisperioder då Riksgälden kan behöva låna mycket stora belopp.

Val av tidpunkt för en emission och val av pris (ränta) vid emissionstillfället kan vara avgörande för ett lyckat resultat. Från Riksgäldens sida handlar det om att lyckas låna upp den volym som planerats och göra det så billigt som möjligt i ett längre perspektiv. Det är då viktigt att både välja tidpunkt och den ränta som erbjuds vid försäljningen på ett väl avvägt sätt. Upplåning är en upprepade aktivitet. För att investerare ska vara intresserade av att delta vid nästa tillfälle är det en fördel om investeraren upplever att det inte enbart är emittenten som gjort en lyckad affär. Av detta skäl finns det anledning att bestämma ett pris som innebär att inte alla investerare får tilldelning. Det innebär att efterfrågan finns kvar även efter emissionen och att räntan åtminstone inte stiger på andrahandsmarknaden.

#### Överväganden under året

I Riksgäldens februariprognos beräknades nettolånebehovet för 2014 öka med 7 miljarder kronor samtidigt som utfallet för 2013 hade blivit sämre än väntat. Det ökade upplåningsbehovet hanterades bland annat genom att volymen obligationer i utländsk valuta för egen del ökades från 17 till 26 miljarder kronor, se även avsnitt 6.1. Därefter låg den planerade volymen kvar under resten av året.

#### Resultat låneaktiviteter inklusive vidareutlåning

Under 2014 lånade Riksgälden avsevärt mindre belopp via den internationella kapitalmarknaden jämfört med året innan. Den främsta förklaringen är att ingen nyupplåning gjordes för Riksbankens räkning 2014, utan enbart refinansiering av tidigare lån som gick till förfall. Sammantaget uppgick upplåningen till 84 miljarder kronor under 2014 varav 59 miljarder kronor avsåg vidareutlåning till Riksbanken.

För statens egen del tog Riksgälden upp en femårig obligation i euro på motsvarande 20 miljarder kronor och en privatplacering i euro på motsvarande 4,5 miljarder kronor. Se faktaruta om privatplaceringar på sida 29. De 59 miljarder kronorna för Riksbankens räkning täcktes av fyra lån på totalt 8,5 miljarder i dollar. Lånens löptider var på mellan två och fem år. Löptiderna på de lån som tagits upp för att finansiera vidareutlåningen till Riksbanken har styrts av Riksbankens önskemål om att inte låna i längre löptider än 5 år.

Under år med mindre behov av upplåning med obligationer i utländsk valuta brukar endast publika obligationer utnyttjas för att bidra till att upprätthålla en bred internationell investerarbas.

Riksgälden kunde även i år ta upp nya lån till förmånliga villkor. De låga upplåningsräntorna berodde dels på ett fortsatt lågt ränteläge globalt, dels på investerarnas stora intresse av statspapper med hög kreditvärdighet. I de flesta fallen har räntan till och med varit lägre än för andra stora statliga låntagare, Tyskland och USA undantagna. Dessa länder kan sägas utgöra benchmark för andra länders emissioner i euro och dollar. Utbudet av obligationer med hög kreditvärdighet på de internationella marknaderna var begränsat under 2014. Det ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter utgivningen, trots låga emissionsräntor.

Ett exempel på prissättning är Riksgäldens euroobligation från april som prissattes till 16 baspunkter under swappkurvan.<sup>8</sup> Om man jämför med nivåerna i andrahandsmarknaden för motsvarande löptid vid emissionstillfället låg Riksgäldens ränta 19 baspunkter över Tyskland och 2,5 respektive 3,5 baspunkter under Finland och Nederländerna. Notera också att räntan vid en emission ofta blir högre än noteringarna på andrahandsmarknaden. Det får anses som en mycket låg ränta eftersom Riksgälden, till skillnad från länder inom euroområdet, inte kan erbjuda stora likvida emissioner i euro. Detta innebär att Riksgälden måste betala en likviditetspremie. Slutsatsen är att Riksgälden kan låna till mycket goda villkor.

Dollarobligationerna emitterades till en kostnad på i genomsnitt 7 baspunkter under tre månaders USD Libor. Euroobligationerna emitterades 15

baspunkter under sex månaders Euribor. US Libor och Euribor är standardiserade bankräntor som används för att ge historisk jämförbarhet.

De goda villkoren för 2014 års upplåning visar att Riksgälden har en mycket bred investerarbas, fördelad på olika kategorier och geografiska områden. Sammantaget representerade centralbanker den enskilt största investerarkategorin. Majoriteten av investerarna var asiatiska.

**Tabell 13 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta**

Baspunkter	2010	2011	2012	2013	2014
USD Libor <sup>1</sup>	0	-9	-15	-5	-7
Euribor <sup>2</sup>	-	-55	-51	-11	-15

<sup>1</sup> Tre månaders rörlig bankränta

<sup>2</sup> Sex månaders rörlig bankränta



## Publika obligationer och privatplaceringar

Riksgälden säljer obligationer i utländsk valuta genom en syndikering. Det innebär att Riksgälden anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen. Vid syndikering marknadsförs obligationerna offentligt av syndikatet och investerare erbjuds att teckna sig för att köpa obligationer. En sådan obligation kallas för "Publik obligation" av det skälet att den säljs öppet till många investerare.

En "Privatplacering" är också en obligation men marknadsförs inte utan vänder sig direkt till en eller ett fåtal investerare som visat intresse. Här används normalt endast en bank som då inte brukar kallas syndikat. Men även i det här fallet används banken för att sälja obligationen.

Både publika obligationer och privatplaceringar säljs med en dokumentation under engelsk lagstiftning och är därmed inte en statsobligation utan en euroobligation. Beteckningen euroobligation syftar endast på att den inte säljs med amerikansk lagstiftning utan i det här fallet engelsk och den kan denomineras i dollar, euro eller annan valuta.

<sup>8</sup> Praxis för prissättning i obligationsmarknaden är att använda swappkurvan (swappräntor för olika räntor) i respektive valuta som referens. Priset uttrycks som en ränteskillnad mellan obligationen och swappräntan med motsvarande löptid.



## Swappar mellan kronor och utländsk valuta

Riksgälden kan låna i utländsk valuta på två sätt:

1. Ge ut obligationer i utländsk valuta eller
2. Swappa statsobligationer i kronor till utländsk valuta. Swappen är en så kallad ränteswapp mellan kronor och utländsk valuta (cross-currency swap).

Upplåning kombinerat med swappar sker i följande steg:

1. Riksgälden ger ut en statsobligation i kronor.

Sedan görs ränteswappen mellan kronor och utländsk valuta som innehåller tre steg:

2. Den fasta räntebetalningen för statsobligationen byts mot en rörlig ränta i kronor via en ränteswapp.
3. Den rörliga räntan i kronor byts mot en rörlig ränta i utländsk valuta med hjälp av en basswapp.
4. Inom ramen för basswappen växlas samtidigt kronor till utländsk valuta i en avistatransaktion (initial växling). Samtidigt förbinder sig Riksgälden att göra en omvänd växling när swappen förfaller till en förutbestämd kurs (slutlig växling). Detta åtagande är en terminsväxling av den utländska valutan som köpts i avistaväxlingen till kronor.

Den initiala valutaväxlingen görs i princip med de medel som lånats när statsobligationen gavs ut. Riksgälden har då i praktiken "lånat" i utländsk valuta med räntebetalningar i utländsk valuta. Samtidigt uppstår en skuld i utländsk valuta eftersom Riksgälden vid swappförfallet ska betala tillbaka i utländsk valuta, det vill säga verkställa terminsväxlingen.

# 7 Penningmarknadsupplåning

Här redovisas Riksgäldens upplåning i statsskuldväxlar och commercial paper samt lån och placeringar i Riksgäldens likviditetsförvaltning.

## 7.1 Statsskuldväxlar

Det primära syftet med statsskuldväxlar är att hantera säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet samt prognosavvikelser. Statsskuldväxlar emitteras regelbundet i auktioner.

### Policy

- Riksgälden säljer statsskuldväxlar med löptider upp till sex månader.
- Var tredje månad ger Riksgälden ut en sexmånadersväxel. Övriga månader introduceras en ny tremånadersväxel.
- De två statsskuldväxlar med kortast löptid emitteras löpande vid behov, liksom likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider).

### Överväganden under året

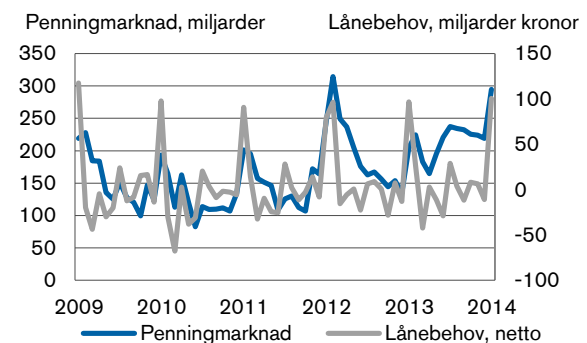
I början av året väntades statsskuldväxelstocken öka jämfört med föregående år till följd av ett ökat upplåningsbehov under 2014. Den utestående stocken statsskuldväxlar minskade istället något.

I viss mån anpassar Riksgälden upplåningen i statsskuldväxlar efter hur statens upplåningsbehov varierar mellan månaderna. Upplåningsbehovet är som generellt störst i december. Minskningen under 2014 beror på att Riksgälden jämnade ut upplåningen jämfört med prognosen i början av året. Anledningen var att underlätta för marknaden i statsskuldväxlar. Det innebar att emissionerna i slutet av året blev mindre än planerat.

Riksgälden kompletterar växelupplåningen genom att ta upp commercial paper, korta lån i utländsk valuta. Lånen terminssäkras mot kronor och blir i praktiken en ersättning för växelupplåningen. Riksgälden kan även fylla på i befintliga en- och tvåmånadersväxlar via löpande försäljning utanför auktionerna.

Volymen utestående stock på penningmarknaden varierar över årets månader eftersom statens lånebehov varierar. Staten har regelmässigt stora lånebehov i slutet av året. Som framgår av Diagram 23 stiger utestående stock på penningmarknaden i slutet av året.

Diagram 23 Utestående stock penningmarknad och nettolånebehov



### Resultat låneaktiviteter

Den genomsnittliga räntan i auktionerna var något lägre än föregående år. Det speglar bland annat att reporäntan var lägre under 2014 än 2013. Teckningskvoten visar att efterfrågan i auktionerna varit något större än föregående år.

Tabell 14 Teckningskvot och snittränta

Procent	2010	2011	2012	2013	2014
Marknadsränta köp	0,54	1,68	1,21	0,94	0,45
Marknadsränta sälj	0,44	1,57	1,03	0,78	0,33
Teckningskvot <sup>1)</sup>	1,91	1,80	2,15	2,14	2,21
Snittränta <sup>2)</sup>	0,47	1,60	1,14	0,90	0,41

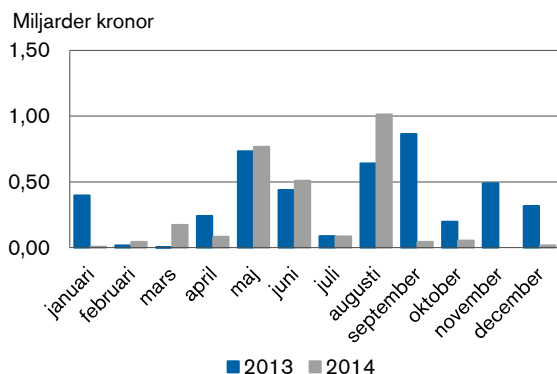
<sup>1)</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

<sup>2)</sup> Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

### Marknadsvård

Volymerna i de marknadsvårdande reporna låg under 2014 på ungefär samma nivåer som föregående år.

**Diagram 24 Marknadsvårdande repor per månad**



- Valutaväxling mellan kronor och andra valutor sprids jämnt över året.

### Marknadsförutsättningar och överväganden under året

Marknaden har fortsatt präglats av låga inflationsförväntningar och sjunkande räntor. Riksbankens reporänta var 0,75 procent i början av året. I juni sänkte Riksbanken reporäntan till 0,25 procent och gjorde därefter ytterligare en sänkning i oktober till 0 procent. Vid senaste sänkningstillfället beslutade Riksbanken även att deras dagliga finjusterade transaktioner ska ske till 0 procent. Dessa var tidigare reporäntan  $\pm 10$  baspunkter. Denna förändring verkar inte ha påverkat incitamentstrukturen på marknaden.

## 7.2 Likviditetsförvaltning

I likviditetsförvaltningen lånas alternativt placeras pengar så att staten genom Riksgälden på daglig basis alltid ska fullgöra sina betalningsåtaganden.

Riksgälden hanterar såväl statens lång- och medelfristiga upplåning, *reguljär upplåning*, som statens kortfristiga finansierings- och placeringsbehov, *likviditetsförvaltningen*. Det finns ingen skarp gräns mellan den reguljära upplåningen och likviditetsförvaltningen. Ett exempel på detta är att upplåningen i statsskuldväxlar används dels för finansiering av den underliggande statsskulden, dels för att parera svängningar i kassaflödena mellan årets månader. Variationer i växelupp-låningen blir således en del av likviditetsförvaltningen. Kortsiktiga prognosavvikelser i nettolånebehovet kan också hanteras med statsskuldväxlar.

De instrument som därutöver används i likviditetsförvaltningen är banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), repor, löpande försäljning och återköp av statsskuldväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider), trepartsrepor (repor mot korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna) och commercial paper. Riksgälden gör transaktioner framförallt i kronor men även i utländsk valuta.

### Policy

- Riksgälden ska hantera statens dagliga lånebehov och placeringsbehov på ett kostnadseffektivt och säkert sätt i både kronor och utländsk valuta.
- Statens in- och utgående kassaflöden matchas i möjligaste mån.

Det strukturella överskottet i betalningssystemet har fortsatt att öka. Detta leder till att det fortfarande är något lättare för Riksgälden att låna än det är att placera.

Riksgäldens strategi är att planera likviditetsförvaltningen så att det finns ett visst lånebehov i slutet av dagen och då undvika att hamna i situationen att behöva placera över natten.

Riksgäldens prognoser över statens nettolånebehov på dagsbasis är av stor vikt för att kunna ha en god framförhållning i likviditetsförvaltningen. Det leder både till minskade risker och sänkta kostnader. Ibland inträffar dock stora betalningar som är svåra att förutse.

Under perioder med stora lånebehov är det ibland motiverat att låna i utländsk valuta. Riksgälden gör detta genom commercial paper. När Riksgälden sålt ett commercial paper växlas beloppet till svenska kronor. Samtidigt köper Riksgälden tillbaka den utländska valutan på termin med samma löptid som det sålda papperet. På så vis tar Riksgälden ingen valutarisk och upplåningen går att likställa med att sälja korta växlar i svenska kronor. Förfarandet att växla i dag och köpa tillbaka på termin benämns vanligen FX-swapp.

Den stora skillnaden mellan commercial paper och korta växlar är att commercial paper ger en möjlighet att utnyttja efterfrågan på korta statspapper internationellt. Detta innebär att Riksgälden med kort varsel kan låna upp stora belopp i utländsk valuta bland annat för att parera variationerna i statens kassaflöden.

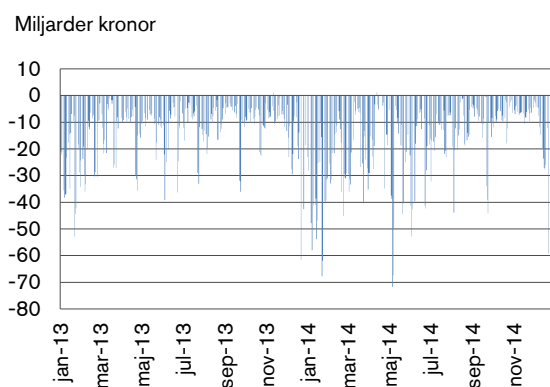


Commercial paper har blivit ett allt viktigare instrument för Riksgälden. En anledning till detta är att marknaden för statskuldväxlar inte är tillräckligt djup för att kostnadseffektivt kunna ökas i tillräcklig mån när lånebehovet är större. Commercial papermarknaden har däremot fungerat mycket väl.

### Resultat låneaktiviteter

När det gäller resultatet i likviditetsförvaltningen är det värt att notera att kostnaden framför allt beror på volymerna i statens betalningar och den ränta Riksgälden lånar till över natten på depositmarknaden. Där lånar Riksgälden till största delen till reporäntan, som har blivit allt lägre under året och nu är 0 procent.

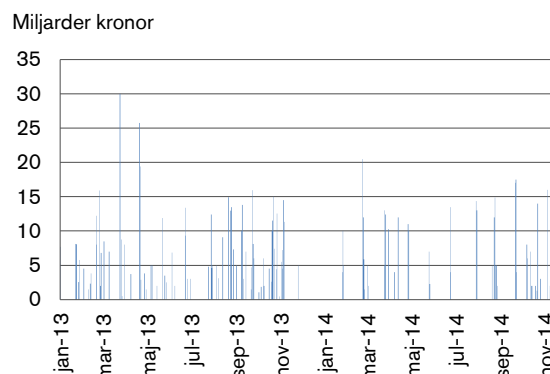
**Diagram 25 Volym i "Over Night" på dagsbasis**



God framförhållning gör det möjligt för Riksgälden att låna och placera till bättre villkor. Ett exempel är möjligheten att placera överskott i trepartsrepor, vilket ger högre ränta än placeringar i depositmarknaden. Dessutom är risken mindre eftersom placering i repor görs mot säkerheter.

Brutto emitterade Riksgälden commercial paper för motsvarande 296 miljarder kronor under 2014. Till skillnad från föregående år så var den största delen, 241 miljarder, för egen räkning. Merparten, 278 miljarder kronor, emitterades i dollar. Resterande belopp motsvarande 18 miljarder kronor emitterades i Euro.

**Diagram 26 Volym i omvända repor och trepartsrepor 2013-2014**



Commercial paper i likviditetshanteringen hade en löptid från två veckor till sex månader. Den genomsnittliga löptiden under året var cirka 3 månader vilket var en tydlig förlängning från föregående. Förklaringen till detta är att Riksgälden utnyttjat commercial paper mer regelbundet under året under 2014. Prissättningen för Riksgäldens upplåning i dollar på tre månaders löptid var i genomsnitt 0,12 procent vilket motsvarar 11 baspunkter under USD Libor på samma löptid. De commercial paper som emitterades i början av året hade en lånekostnad motsvarande reporäntan eller strax därunder. Efter det att reporäntan sjunkit till noll ligger kostnaden ett par baspunkter över reporäntan. Reporäntan är den alternativa kostnaden som Riksgälden betalar för att finansiera det kvarvarande lånebehovet i slutet av dagen i depositmarknaden.

### Flöden i utländsk valuta/växlingar

Nya och förfallande lån, basswappar, räntebetalningar, EU-betalningar och konton med säkerheter (CSA-flöden) genererar löpande flöden i utländsk valuta. Riksgälden växlar nettot av alla flöden över ett år i den riktning som krävs för att upprätthålla planerad valutaexponering. Riksgälden strävar efter att göra växlingarna jämnt över tiden. För att hantera det faktum att målet är att växla jämnt över året samtidigt som en stor del av flödena kommer vid ett par enstaka tillfällen, så använder Riksgälden så kallade FX-swappar (vilket är en spotväxling kombinerat med en FX-Forward).

Riksgäldens styrelse beslutar om maximal avvikelse från en sådan jämn växlingsbana. Under 2014 var avvikelserna mindre än denna limit för samtliga månader. I den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttjas tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna.



## Riksbankens operationella ramverk och strukturell likviditet i banksystemet

Genom att påverka räntor för olika löptider kan Riksbanken uppnå effekter på inflation och tillväxt i ekonomin. Detta görs främst genom att styra dagslåneräntan, det vill säga räntan på lån från idag till nästa affärsdag. Den räntan fungerar som ett ankare för räntebildningen i längre löptider.

Riksbanken styr dagslåneräntan genom att säkerställa att bankerna som deltar i RIX-systemet kan tillgodose sina likviditetsbehov via så kallade stående faciliteter och finjusterande transaktioner. I de stående faciliteterna sätter Riksbanken kostnaden för ut- och inlåning i centralbanken. Kostnaden är vanligtvis högre än den kostnad bankerna kommer överens om sinsemellan. Därigenom styrs räntan till att hamna inom intervallet i Riksbankens facilitet. För närvarande är in- respektive utlåningsräntorna reporäntan  $-/+ 0,75$  procentenheter.

Riksgälden deltar i RIX med särskilda villkor. Som andra deltagande institutioner kan Riksgälden placera i de stående faciliteterna men endast till räntan noll. Riksgälden har däremot inte möjlighet att låna i Riksbanken eftersom det kan betraktas som monetär finansiering av statsskulden.

Utöver stående faciliteter genomför centralbanken öppna marknadsoperationer i form av finjusterande transaktioner och emissioner av Riksbankcertifikat. De finjusterande operationerna syftar till att föra dagslåneräntan närmare policyräntan och samtidigt säkerställa lämplig nivå på likviditet i banksystemet.

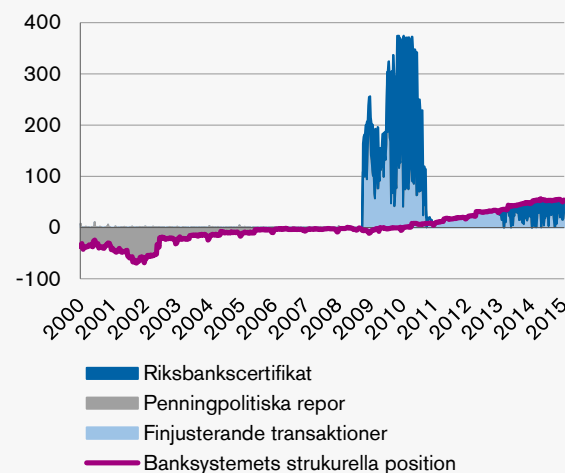
Genom de finjusterande operationerna balanseras bankernas likviditet mot Riksbanken vid slutet av dagen till en ränta nära policyräntan (reporäntan). Sedan oktober 2014 genomförs transaktionerna till policyräntan till följd av den exceptionellt låga reporäntan och för att undvika negativa räntor.

Trots speciella omständigheter tyder allt på att dagslånemarknaden har fortsatt att fungera väl. Riksbanken ger varje vecka ut veckolånga certifikat till reporäntan för att absorbera likviditetsöverskottet i penningmarknaden. Bankerna har möjlighet att köpa och sälja certifikaten mot en avgift under veckan men inte på emissionsdagen.

Banksystemet har inte alltid haft ett likviditetsöverskott gentemot Riksbanken. Fram till mitten av 2008 var det snarare ett underskott. Riksbanken använde veckovisa repor för att tillföra likviditet i banksystemet. Sedan 2010 har det i stället funnits ett strukturellt överskott av likviditet.

Överskottet beror delvis på en gradvis minskad efterfrågan på sedlar och mynt. Dessutom har Riksbanken varje år tillfört i genomsnitt 5,5 miljarder kronor till staten i nya kronor. Tillskottet har ökat den likviditet som är tillgänglig för institutionerna i RIX och har bidragit till bankernas totala likviditetsposition gentemot Riksbanken som i dag uppgår till ungefär 54 miljarder kronor.<sup>1</sup>

### Strukturell likviditet och öppna marknadsoperationer, miljarder kronor



<sup>1</sup> Riksbankens penningpolitiska styrsystem – en översyn, mars 2014, Riksbanksstudier, mars 2014

## 8 Vidareutlåning i utländsk valuta

---

*Detta kapitel beskriver Riksgäldens vidareutlåning i utländsk valuta till Riksbanken och till andra stater.*

Vidarutlåningen till Riksbanken uppgår till drygt 200 miljarder kronor. Upplåningen koncentreras till större benchmarklån på kapitalmarknaden med löptider upp till fem år. Val av valuta och löptid beror på marknadsförutsättningarna. Lånen till Riksbanken har i normalfallet samma belopp, löptid, valuta och ränta som de obligationslån Riksgälden emitterat.

Obligationsupplåningen uppgick till cirka 59 miljarder kronor, fördelat på fyra dollarlån motsvarande 8,5 miljarder dollar.

Därutöver refinansierade Riksgälden löpande en utestående stock på cirka 50 miljarder kronor i commercial paper för Riksbanken.

Riksgälden har även ställt ut krediter till Irland på regeringens uppdrag efter beslut från riksdagen. Riksgälden öronmärker inte upplåningen för vidareutlåning till andra stater. De utbetalningar som Riksgälden gör i samband med utlåning till stater, myndigheter och statliga företag hanteras som övriga betalningar inom staten. Vidareutlåningen till Irland uppgick till 600 miljoner euro per sista december 2014.

# 9 Swappar

Här redovisas hur Riksgälden använder swappar och valutaterminer i syfte att uppnå önskad exponering i statskulden. De derivatinstrument som används för att hantera valutaväxlingar med mera diskuteras i avsnitt 7.2 om likviditetsförvaltningen.

Riksgälden använder en så kallad overlay-portfölj av derivat för att uppnå den exponering i valutor och löptider som fastställts i regeringens riktlinjer och i Riksgäldens "Finans- och riskpolicy". Derivat i statskultsförvaltningen gör det möjligt för Riksgälden att vara mer flexibel i den underliggande finansieringen.

## 9.1 Ränteswappar

Ränteswappar används för att förkorta skuldens räntebindningstid. Genom att ingå ränteswappar kan Riksgälden emittera mer i obligationer och låna mindre i korta löptider för att därigenom minska refinansieringsrisken.

Ränteswappar används också tillsammans med basswappar i kronor och utländsk valuta för att skapa valutaexponering och upprätthålla valutaskuldens andel på 15 procent av skulden.

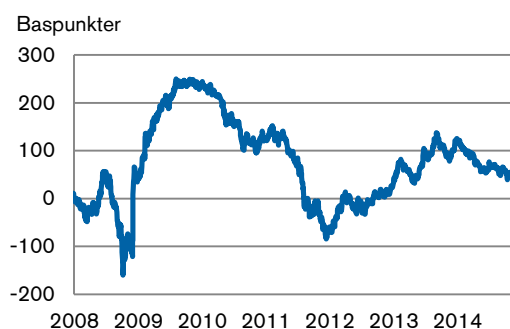
### Policy

- Swapparnas löptid anpassas efter löptiden i statsobligationerna som emitteras under året.
- Swaptransaktionerna sprids jämnt över året.

Swapparna bidrar till att sänka den förväntade kostnaden för skulden genom att räntebindningstiden kan göras kortare. Samtidigt kan Riksgälden upprätthålla god likviditet i marknaden för statsobligationer vilket också bidrar till lägre kostnader.

Över tiden förväntas korta räntor vara lägre än räntor med lång löptid, det vill säga att räntekurvan tenderar att luta uppåt. Diagrammet nedan visar lutningen på swappkurvan som i genomsnitt har varit positiv.

Diagram 27 Swappkurvans lutning mellan tre månader och fem år



Det skulle sannolikt vara svårt att uppnå samma räntebindningstid utan swappar genom att ersätta lång upplåning med kort. Marknaden för statskultdväxlar är inte lika djup som marknaden för statsobligationer och refinansieringsrisken skulle bli för stor.



## Ränteswappar

En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgälden använder ränteswappar för att förkorta durationen i skulden. Det går till på följande sätt:

1. Riksgälden ger ut en statsobligation med exempelvis tioårig löptid och fast ränta.
2. Riksgälden ingår en ränteswapp och erhåller en fast ränta mot att betala tremånadersränta (3M Stibor) under tio år.

Nettoeffekten blir att Riksgälden betalar en rörlig ränta under tio år i stället för att betala en fast ränta på obligationen.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Den fasta swappräntan är högre än den fasta räntan i statsobligationen. Riksgälden betalar därför 3M Stibor med ett avdrag som motsvarar skillnaden mellan swapp- och obligationsräntan.

## Överväganden under året

Under 2014 swappade Riksgälden totalt 20 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntee exponering i kronor. Volymen är något större än vad som planerades i början av året. Ökningen beror på att lånebehovet blev mindre än väntat samtidigt som upplåningen i statsobligationer var oförändrad. Andelen lång upplåning blev därför större än beräknat varför räntebindningstiden blev längre. Swappvolymen anpassades för att föra räntebindningstiden till mitten av intervallet 2,7-3,2 år.

## Resultat aktiviteter

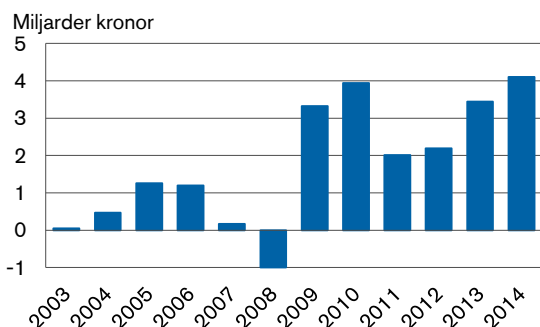
För de 20 miljarder kronor i ränteswappar i kronor som ingicks under året var den genomsnittliga swappspreaden 36 baspunkter. Swappspreaden anger skillnaden mellan räntan på en swapp och räntan på en statsobligation med samma löptid.

Riksgälden ingick även drygt 9 miljarder kronor i ränteswappar tillsammans med basswappar där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta, se avsnitt 9.2 nedan. För dessa var swappspreaden 35 baspunkter.

Resultatet av swapparna beror på skillnaden mellan den fasta ränta som Riksgälden erhåller och den rörliga Stibor-ränta som Riksgälden betalar fram till det att swappen förfaller. Om Stibor-räntan i genomsnitt är lägre än den fasta räntan ger swappen en besparing. De ränteswappar som ingicks under 2014 hade en löptid på i genomsnitt strax under 7 år. Det dröjer därför innan det slutliga resultatet av dessa kan beräknas.

Diagrammet nedan visar det kalkylmässiga resultatet sedan swappar introducerades i kronupplåningen 2003. Resultatet motsvarar skillnaden mellan den rörliga ränta Riksgälden betalat och den fasta ränta Riksgälden erhållit hittills i swapparna.

Diagram 28 Nettokassaflöde i ränteswappar



Sedan starten 2003 har användningen av swappar minskat kostnaderna för statsskulden med 21 miljarder kronor om upplåningen i statsobligationer tas för given. Här bör det noteras att resultatet endast delvis är realiserat. Det slutliga resultatet av de utestående swapparna kan inte beräknas förrän de förfaller om ett antal år.

Under 2014 ökade det kalkylmässiga resultatet med 4,1 miljarder kronor. Det beror på att tre månaders Stibor varit betydligt lägre under året än den genomsnittliga fasta ränta som Riksgälden erhåller i swapparna.

## 9.2 Basswappar

Med hjälp av swappar (Cross Currency Basis Swap) från kronor till utländska valutor, och en valutaväxling, kan Riksgälden översätta lån i kronor till exponering i utländsk valuta, se faktarutan på sidan 29. Det görs för att uppnå riktvärdet för valutaskuldens andel på 15 procent.

### Policy

- Swapparnas löptid anpassas efter löptiden i statsobligationerna som emitteras under året.
- Swapptransaktionerna sprids jämnt över året.

## Överväganden under året

Under 2014 ingicks drygt 9 miljarder kronor i ränteswappar tillsammans med en basswapp där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta. Volymen swappar i valutaupplåningen minskade något under året jämfört med vad som antogs i början av året. Anledningen var framför allt ett mindre nettolånebehov och därmed en mindre statsskuld än väntat. Volymen swappar och valutalån anpassas för att hålla andelen valutaskuld på riktvärdet 15 procent.

Under 2014 har prisbilden fortsatt varit fördelaktigt i japanska yen och schweizerfranc i jämförelse med euro. Riksgälden har under året ingått drygt 8 miljarder kronor i japanska yen och 1 miljard kronor i schweizerfranc.

Spreaderna mot Stibor-räntan i en basswap från kronor till euro fortsatte att minska även under detta år. Det betyder att det blev mindre fördelaktigt att swappa kronupplåning till euro och det ingicks därför inga swappar till euro under året.

## Resultat aktiviteter

Vid utvärdering av basswappar mellan kronor och olika valutor var prisbilden mest fördelaktig i japanska yen och schweizerfranc. Under året har Riksgälden därför ingått basswappar mellan kronor och båda dessa för att upprätthålla valutaexponeringen. Därmed har en högre spread mot Stibor kunnat erhållas än om Riksgälden ingått basswappar från kronor till euro.

Vid jämförelse mellan basswappar i japanska yen och schweizerfranc mot basswappar i euro har Riksgälden erhållit en spread på cirka 10 baspunkter.

**Tabell 15 Valutaexponering via swappar**

Baspunkter	2010	2011	2012	2013	2014
Kronor/euro	-73	-97	-100	-66	-
Kronor/yen				-123	-54
Kronor/schweizerfranc				-93	-34
<b>Varav ränteswappar</b>	<b>-29</b>	<b>-65</b>	<b>-67</b>	<b>-46</b>	<b>-36</b>

Tabellen visar kostnaden för valutaexponering via swappade obligationer uttryckt som baspunkter jämfört med Liborräntor i de olika valutorna. Skillnaden relativt Libor förklaras dels av swappspreaden i kronor, dels av spreadar i basswapparna.

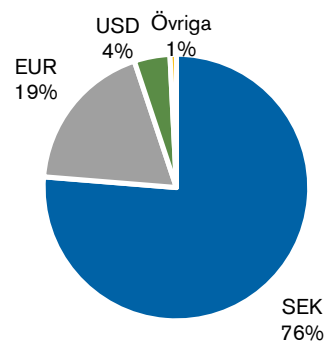
## 9.3 Valutaterminer

Valutaterminer (FX Forwards) används för att uppnå en viss fördelning mellan olika valutor i valutaskulden. Riksgäldens styrelse fastställer i Finans- och riskpolicyn hur valutaskulden ska fördelas på olika valutor.

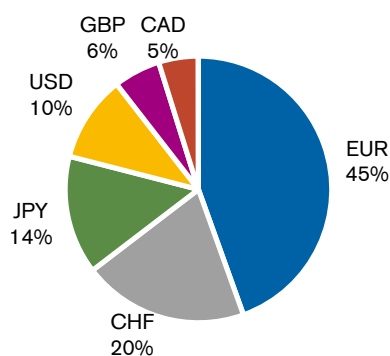
Valutaskuld uppstår då Riksgälden ger ut lån i utländsk valuta, främst dollar och euro och sedan växlar det lånade beloppet till svenska kronor. Som beskrivits i föregående avsnitt kommer en stor del av valutaexponeringen också från basswappar.

Den underliggande valutaexponeringen består därmed i huvudsak av dollar och euro. Riksgälden använder därefter terminer för att justera exponeringen i olika valutor enligt det fastställda riktmärket. Diagrammen nedan visar valutasammansättningen i den underliggande valutaskulden respektive riktmärket.

**Diagram 29 Valutor underliggande valutaskuld**



**Diagram 30 Valutafördelning enligt riktmärket**



### Policy

- För att justera och upprätthålla exponeringen i utländsk valuta enligt valutariktmärket används i första hand valutaterminer. Även basswappar i kombination med en växling kan användas beroende på marknadsförutsättningarna.
- För att upprätthålla den av regeringen beslutade löptiden på 0,125 år så ingår Riksgäldens löpande valutaterminer med en löptid genomsnittlig löptid på 3 månader som ersätts med nya när de förfaller för att upprätthålla valutafördelningen.

### Marknadsförutsättningar och överväganden under året

Marknaden för valutaterminer har fungerat väl under året. De marknader Riksgälden har exponering i är generellt mycket djupa, vilket innebär att stora volymer kan hanteras utan att priset påverkas.

# 10 Positioner

I detta kapitel beskrivs förutsättningarna för, och resultatet av, Riksgäldens positionstagning i utländsk valuta under 2014.

## Policy

Riksgälden förändrar löpande valutaskuldens ränte- och valutaexponering för att på detta sätt försöka sänka kostnaderna och riskerna. Genom att parera förändringar i statsskuldens exponering som uppkommer till följd av förändringar på de finansiella marknaderna kan riskerna begränsas och kostnaderna sänkas.

Verksamheten bedrivs både internt men även med hjälp av externa förvaltare. Diversifieringen inom risktagandet hjälper till att begränsa riskerna inom positionstagningen.

## Löpande positionstagning

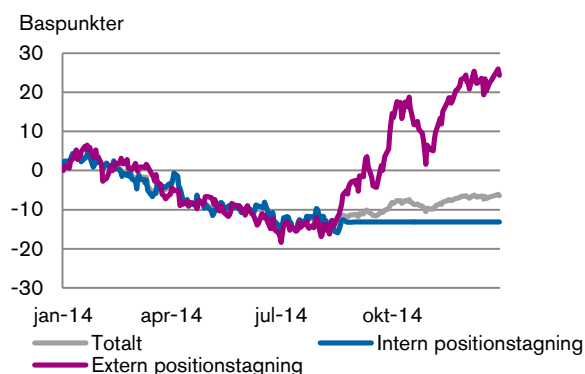
Med löpande positionstagning åsyftas den interna och externa förvaltningen. Därutöver kan Riksgälden också besluta om särskilda positioner som beslutas av styrelsen.

Det samlade resultatet för den löpande positionstagningen var -125 miljoner kronor för 2014. Förlusten innebär att räntekostnaderna för statsskulden ökade med cirka en baspunkt (0,01 procent). Det negativa resultatet förklaras i huvudsak av positioner för stigande räntor. Valutapositioner bidrog positivt till resultatet.

I månadsskiftet augusti/september beslutade Riksgälden att sätta ett tak för de sammanlagda förlusterna i den löpande förvaltningen. I samband med detta togs också beslut om att göra en djupare utvärdering kring positionerna och positionstagningens mandat. Eftersom de samlade förlusterna låg nära taket och det var osäkert hur det framtida mandatet skulle vara uttryckt beslutades att avveckla samtliga positioner för att kunna göra utvärderingen under ordnade former.

Under hösten antogs en ny struktur, med en automatisk förlustbegränsning som begränsar förlusterna för en rullande 12-månaders period till 250 miljoner kronor, fram. Redan då halva den nivån är uppnådd kommer mandatet börja snävas in. Det nya systemet sattes i bruk i januari 2015.

Diagram 31 Resultat i positionstagningen



## Intern löpande positionstagning

Den interna positionstagningen fokuserade under året på skillnaden i tillväxttakt mellan USA och Europa. En högre tillväxttakt i den amerikanska ekonomin, och därmed en starkare återhämtning jämfört med Europa talade för att penningpolitiken i USA skulle stramas åt jämfört med Eurozonen. Detta borde i sin tur medföra stigande räntor i USA och en starkare dollar gentemot euron.

Riksgälden tog också positioner för högre räntor mot bakgrund av den starka utvecklingen på den amerikanska arbetsmarknaden. Trots att utvecklingen under hela året konsekvent var starkare än väntat föll räntorna, vilket ledde till förluster i räntepositionerna. Den amerikanska 10-årsräntan sjönk under året från 3 procent till 2,15 procent. Positioner för en starkare dollar gav däremot ett positivt resultat under perioden fram till hösten. Den starka dollarförstärkningen under hösten ägde dock rum efter att Riksgälden stängt positionerna.

## Externa förvaltare

Riksgäldens externa förvaltare hade en god utveckling under året. De sammanlagda vinsterna var 85 miljoner kronor. Efter en negativ inledning av året var det andra halvåret positivt. Även för de externa förvaltarna gav positioner för en förstärkning av dollarn vinster medan positioner för högre räntor

innebar förluster. Under andra halvåret svängde räntepositioneringen till en mer neutral position.

De individuella resultaten visade en ovanligt hög spridning.

### Särskild position

Under de sista veckorna av 2014 initierades en särskild position där negativa räntor låstes in på löptider upp till 3 år i schweizerfranc. Positionen gjordes med syfte att minska riskerna i skuldförvaltningen. Vid årsskiftet var cirka två tredjedelar av skulden i schweizerfranc säkrad. Under de första veckorna 2015 har resterande delen av skulden säkrats. Den genomsnittliga räntan som Riksgälden betalar är därmed säkrad till -0,16 procent under de närmsta åren. En negativ ränta innebär en intäkt.

Inlåsningsen består rent tekniskt av att Riksgälden betalar en fast ränta i en ränteswapp och erhåller

en rörlig ränta. Den rörliga räntan som erhålls motsvarar den rörliga ränta som Riksgälden betalar för skulden i schweizerfranc. Åtgärden är gjord inom ramen för positionstagningen men med ett uttalat försäkringssyfte. Positionen i sig kan visa ett negativt marknadsvärde. Detta motsvaras dock fullt ut av att kostnaderna för den underliggande skulden blir lika mycket lägre under hela löptiden.

### Utvärdering av verksamheten på lång sikt

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2009–2013 var vinsten i genomsnitt 1 miljard kronor per år. Den strategiska positionen för en starkare krona under åren 2008-2011 står för det i särklass största bidraget.

Den externa förvaltningen bidrog med ett överskott på 59 miljoner kronor per år. Den interna löpande förvaltningen gav ett underskott på 181 miljoner kronor per år. Se tabellen nedan.

**Tabell 16 Resultat från positionstagning**

	2010	2011	2012	2013	2014	TOTALT	Genomsnitt
Intern positionstagning	5 475	88	-176	235	-271	5 350	1 070
varav särskild	6 061	250	0	0	-55	6 256	1 251
varav löpande	-586	-163	-176	235	-216	-905	-181
Extern positionstagning	264	-1	-24	-35	90	294	59
Totalt	5 739	86	-200	200	-181	5 644	1 129



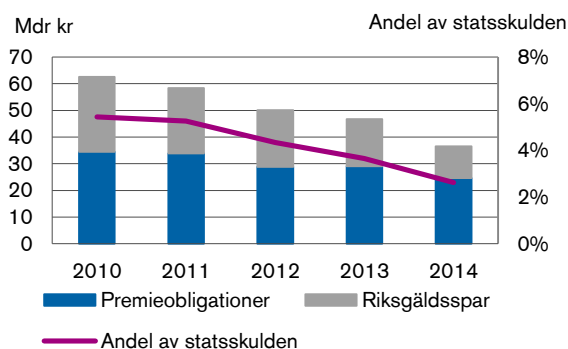
# 11 Privatmarknadsupplåning

Här redovisas resultatet av upplåning på privatmarknaden. Målet är att låna till lägre kostnad än på den institutionella marknaden.

## 11.1 Minskat överskott från privatmarknaden

Riksgälden lånar inte bara på den institutionella marknaden utan även från privatpersoner och andra mindre investerare som placerat pengar i premieobligationer och Riksgäldsspar. Vid slutet av 2014 finansierade privatmarknaden 2,6 procent av statsskulden, vilket är en minskning med 1,0 procentenheter.

Diagram 32 Privatmarknadens andel av statsskulden



Upplåningen på privatmarknaden minskade kostnaden för statsskulden med 71,0 miljoner kronor 2014. Det kan jämföras med 97,3 miljoner kronor föregående år. Det mindre överskottet beror dels på att lägre räntor minskade intäktsmarginalerna, dels på att den utestående volymen krympte. För femårsperioden 2010–2014 var den samlade kostnadsbesparingen 622,4 miljoner kronor.

Tabell 17 Besparing privatmarknadsupplåning

Miljoner kr	2010	2011	2012	2013	2014
Premieobligationer	171,0	130,5	125,7	80,5	70,8
Riksgäldsspar	12,0	11,3	3,7	16,7	0,2
<b>Summa besparing</b>	<b>183,0</b>	<b>141,8</b>	<b>129,4</b>	<b>97,3</b>	<b>71,0</b>

### Nya premieobligationer trots rekordlåg ränta

Resultatet för premieobligationer minskade med 9,7 miljoner kronor till 70,8 miljoner kronor. Försämringen beror huvudsakligen på att obligationerna som gavs ut under året såldes med en lägre intäktsmarginal än de som förföll.

Premieobligation 14:1, som såldes i april, hade en löptid på fem år. Utlotningsräntan blev 0,80 procent efter skatt, vilket gav en marginal på 0,37 procentenheter mot den underliggande statspappersräntan. När premieobligation 14:2 skulle börja säljas i slutet av oktober hade räntan fallit ytterligare och löptiden fick sättas till sju år för att det skulle vara möjligt att få ihop en vinstplan och gå vidare med försäljningen. Utlotningsräntan blev 0,60 procent före skatt och marginalen 0,02 procentenheter.

Premieobligation 14:1 kommer att ge en total kostnadsbesparing på cirka 20 miljoner kronor under den femåriga löptiden, medan 14:2 såldes till en förlust på cirka 16 miljoner kronor.

### Utflöde från Riksgäldsspar efter avvecklingsbeslut

Resultatet för Riksgäldsspar minskade med 16,6 miljoner kronor till en vinst på 0,2 miljoner kronor. Orsaken är en kombination av minskade intäktsmarginaler och kraftiga utflöden.

Sedan Riksbanken sänkte reporäntan till noll i slutet av oktober har räntan på Riksgäldssparkonton med rörlig ränta legat på 0,01 procent. Det ger en merkostnad på en hundradels procentenhet i stället för den normala kostnadsbesparingen på 0,25–0,35 procentenheter mot alternativ upplåning. Den andra faktorn är att inlåningen minskade. I maj 2013 fattade Riksgälden beslut om att Riksgäldsspar med rörlig ränta ska avvecklas på grund av vikande intresse från kunderna. Pengar som finns kvar i slutet av 2015 kommer att betalas tillbaka. Efter beslutet har utflödena accelererat och under 2014 minskade den utestående volymen med 5,8 miljarder kronor. Konton med fast ränta stängdes för nyinsättning redan 2012, men befintliga konton

med fast ränta löper vidare till sina ursprungliga förfallodagar.

### **Minskad marknadsandel**

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 2,3 procent av räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer). Det är en minskning med 0,7 procentenheter under året. Lägre inlåning hos Riksgälden är den huvudsakliga förklaringen.





Besöksadress: Jakobsbergsgatan 13 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00  
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se