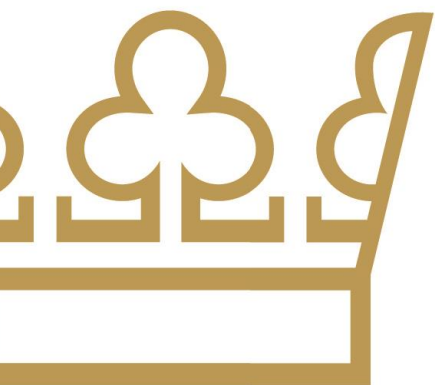
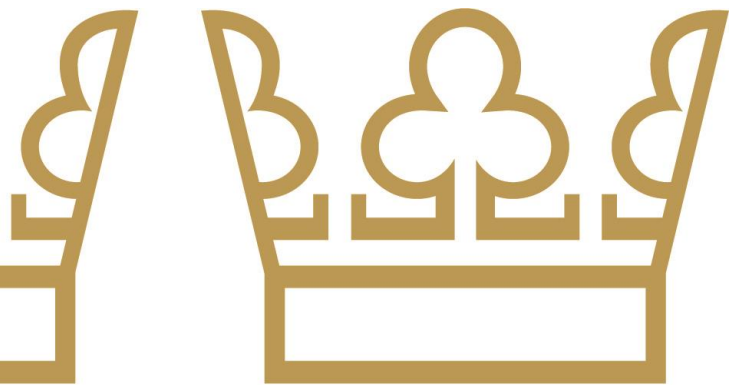


Underlag för utvärdering

Statsskuldens förvaltning 2016



Underlag för utvärdering 2016

Året i korthet	1	
1	Mål och utvärdering	2
1.1	Uppdrag	2
1.2	Mål och styrning av statsskuldens förvaltning	2
2	Förvaltningsstrategier	5
2.1	Likviditet och infrastruktur	5
2.2	Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation	7
2.3	Högt helhetsbetyg	8
3	Kostnad och risk	10
3.1	Kostnader	10
3.2	Risker	13
4	Prognoser på nettolånebehovet	16
5	Upplåningen i sammandrag	18
6	Kapitalmarknadsupplåning	19
6.1	Statsobligationer	19
6.2	Realobligationer	20
6.3	Obligationer i utländsk valuta	22
7	Penningmarknadsupplåning	24
7.1	Statsskuldväxlar	24
7.2	Commercial paper	25
7.3	Likviditetsförvaltning	25
8	Vidareutlåning av utländsk valuta	27
9	Derivatinstrument	28
9.1	Ränteswappar	28
9.2	Basswappar	29
9.3	Valutaterminer	29
10	Positioner	30
11	Privatmarknadsupplåning	32

Året i korthet

Riksbanken fortsatte med köpen av statsobligationer och dess innehav uppgick till cirka 40 procent av utestående volym i slutet av året. Samtidigt drog Riksgälden ner emissionsvolymerna eftersom statsfinanserna utvecklades överraskande starkt. Detta bedöms ha bidragit till att likviditeten på den svenska statspappersmarknaden försämrades. Det låga ränteläget medförde att utgivningen av premieobligationer inte längre kunde bidra till att sänka kostnaden för statsskulden. Riksgäldens styrelse beslöt därför att tillsvidare inte ge ut premieobligationer. Kostnaden för statsskulden sjönk till historiskt låga nivåer. Riksgälden bedömer att målen för statskuldsförvaltningen i allt väsentligt uppnåddes 2016.

Kostnaden för statsskulden sjönk till följd av den allmänna räntenedgången. Under året sålde Riksgälden statsobligationer till en genomsnittlig ränta på 0,28 procent, en nedgång från 0,48 procent året innan. **Se kapitel 3 och 6.**

Riksgälden sålde statspapper till negativ ränta. På löptider upp till sju år fick staten betalt för att låna. Statsobligationen med förfall i juni 2022 såldes till snitträntan -0,16 procent. Även genom statsskuldväxlar och commercial paper kunde Riksgälden låna till negativ ränta. **Se kapitel 6 och 7.**

Ett nytt premieobligationslån såldes med förlust eftersom upplåningsräntan för motsvarande statsobligationer var negativ. Som en följd av det låga ränteläget fattade Riksgäldens styrelse i december beslut om att tillsvidare inte ge ut premieobligationer. **Se kapitel 11.**

Sämrare likviditet i statspapper. Marknadsaktörerna anser att likviditeten i marknaderna för statspapper försämrades ytterligare under året. Regleringar som bland annat påverkar återförsäljares möjlighet att ta risk och Riksbankens köp av statsobligationer är skäl som förts fram. **Se kapitel 2.**

Behovet av marknadsvård ökade i takt med att Riksbanken köpte statsobligationer. Efterfrågan på Riksgäldens marknadsvårdande repor i statsobligationer steg kraftigt under det andra halvåret 2016. **Se kapitel 2 och 6.**

Statens finanser gick med överskott. Budgetsaldot blev 85 miljarder kronor jämfört med -33 miljarder kronor året innan. Stark tillväxt, höga kapitalinkomster och överinsättningar på skattekonton ledde till oväntat stora skattebetalningar. **Se kapitel 4 och 5.**

Riksgälden minskade valutaexponeringen. Som ett steg i regeringens beslut att gradvis minska statsskuldens valutaexponering köpte Riksgälden under året 102 miljarder japanska yen och 1,5 miljarder amerikanska dollar, vilket motsvarar cirka 20 miljarder kronor. **Se kapitel 3.**

1 Mål och utvärdering

Det övergripande målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att risken blir för hög. Riksgälden har även identifierat ett antal mellanliggande mål som är lättare att påverka och mäta. I kapitlet beskrivs hur statsskultsförvaltningen styrs samt förutsättningarna för att utvärdera förvaltningen.

1.1 Uppdrag

Riksgäldskontoret (Riksgälden) lånar pengar för statens räkning, främst genom att ge ut statsobligationer på den svenska och internationella kapitalmarknaden. Lånen finansierar underskott i statsbudgeten. När budgeten visar överskott amorterar Riksgälden på statsskulden.

Förutom att hantera löpande över- och underskott i statens finanser tar Riksgälden upp lån för att ersätta lån som förfaller. Det innebär att gamla underskott i statsbudgeten refinansieras.

De svenska och utländska investerare som köper Riksgäldens obligationer lånar således ut pengar till svenska staten. Investerarna kan exempelvis vara försäkringsbolag, banker, fonder och centralbanker.

En mindre del av statsskulden finansieras av privatpersoner, framför allt genom premieobligationer.

1.2 Mål och styrning av statsskuldens förvaltning

Det övergripande målet för statsskultsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att risken blir för hög. I praktiken innebär det att man först fastställer den risknivå som kan accepteras i förvaltningen av skulden. Därefter bestäms kostnaden av de marknadspriser som råder vid varje lånetillfälle.

Regeringen styr förvaltningen på övergripande nivå genom att varje år besluta om *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning*. Till grund för beslutet ligger bland annat Riksgäldens förslag till riktlinjer. Regeringens riktlinjer fastställer exempelvis hur skulden ska fördelas mellan nominell skuld i kronor, real skuld i kronor och skuld i utländsk valuta. Regeringens riktlinjer reglerar även vilken löptid de olika skuldslagen ska ha.

Riktlinjerna begränsar statsskuldens exponering mot olika risker. Riktlinjerna styr däremot inte själva finansieringen, det vill säga i vilket skuldslag och med vilken löptid som Riksgälden faktiskt lånar. Riksgälden använder derivatinstrument för att kunna låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom de ramar som riktlinjerna anger.

Regeringens riktlinjer föreskriver att Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer. De ska bland annat reglera sammansättningen av valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard. Riksgäldens styrelse fastställer de interna riktlinjerna i myndighetens *Finans- och riskpolicy*.

Riksgäldens huvudsakliga bidrag till att minimera kostnaden för statsskulden är att verka för att marknaden för svenska statspapper är attraktiv för så många investerare som möjligt. Om många investerare vill låna ut pengar till svenska staten blir kostnaden för statsskulden lägre. Dessutom främjas likviditeten i marknaden, vilket i sin tur stimulerar efterfrågan på statspapper. Ytterligare en aspekt är att finansieringsrisken blir lägre om många långgivare är beredda att låna ut pengar till svenska staten.

På marginalen kan Riksgälden, främst via positionstagningen, även påverka kostnaden för statsskulden genom att utnyttja tillfällen då prissättningen på marknaden är fördelaktig.

Regeringens riktlinjer för 2016

Enligt regeringens riktlinjer för 2016 ska statsskulden ha följande sammansättning:

- Andelen real kronaskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden.
- Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska med högst 30 miljarder kronor per år.
- Resterande del ska bestå av nominell kronaskuld.



Bakgrund till gällande riktlinjer

Andelar i olika skuldslag

Statsskuldens kostnad och risk beror på hur skulden sätts samman. Riksgäldens uppgift är att minimera statsskuldens kostnad med beaktande av risk genom att föreslå lämpliga andelar för de skuldslag som ingår i statsskulden. Syftet med att låna i flera skuldslag är dels att kunna attrahera en bred krets av investerare, dels att sprida risker. Riskspridningen är ett resultat av att upplåningskostnaden för de olika skuldslagen vanligtvis inte varierar på samma sätt över tiden.

Nominell kronskuld

Det viktigaste skuldslaget är nominella statsobligationer. Här har Riksgälden en viktig uppgift i att främja marknadens funktionssätt och infrastruktur, bland annat genom att tillgodose behovet av obligationer med olika löptider.

Riksgälden ger även ut statsskuldväxlar för att låna på korta löptider. Tillsammans med kortfristig valutaupplåning (se nedan) kan statsskuldväxlarna användas till att parera säsongsmässiga svängningar i lånebehovet.

Real kronskuld

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

Valutaskuld

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgälden låna stora belopp på kort tid. Det finns därför skäl att regelbundet låna i utländsk valuta även när lånebehovet är litet eftersom man då upprätthåller beredskapen att låna större belopp om det skulle behövas.

Riksgälden har sett över hanteringen av valutaskulden utan att kunna påvisa att valutaexponering leder till sänkta kostnader för statsskulden på lång sikt. Exponeringen leder däremot till att kostnaderna varierar mer. Därför har regeringen beslutat att valutaexponeringen gradvis ska minska.

Statsskuldens löptid

Statsskuldens löptid påverkar räntekostnaden för skulden. Historiskt har korta (rörliga) räntor varit lägre än långa (fasta) räntor, varför det vanligtvis varit billigare att låna på korta löptider än på långa. Att låna på korta löptider innebär å andra sidan att räntan blir mindre förutsägbar eftersom den ändras ofta. Kostnaden för statsskulden varierar därför mer vid kortfristig upplåning.

Löptiden bestäms genom att väga nyttan av att minimera kostnaden (låna till rörlig ränta) mot nyttan av att ha låg kostnadsvariation (låna till fast ränta). De senaste tio åren har löptiden för statsskulden legat mellan tre och fyra år mätt som duration.

Sedan en tid tillbaka förefaller kostnaden för kortfristig och långfristig upplåning ha närmast sig varandra. Fördelen med att låna på kort sikt har således minskat. Regeringen har därför beslutat om att förlänga statsskuldens löptid i riktlinjebesluten för 2015 och 2016.

Praktiska aspekter

Valet av löptid påverkas även av andra aspekter. Exempelvis ligger det i Riksgäldens intresse att se till att alla obligationslån på kronmarknaden, oavsett löptid, är stora nog för att handeln i obligationerna ska fungera bra.

Med välfungerande derivatmarknader underlättas styrningen av statsskuldens löptid. I den nominella kronskulden har Riksgälden möjlighet att låta löptiden avvika från obligationslånens löptid genom att använda ränteswappar. Riksgälden har dock gjort bedömningen att man inte vill vara en alltför stor aktör på den svenska swappmarknaden.

För den reala kronskulden saknas i praktiken möjlighet att styra löptiden med derivatinstrument. Den reala skuldens löptid bestäms därför uteslutande av obligationernas löptid.

I utländsk valuta finns välfungerande marknader för ränteswappar och här är Riksgälden en förhållandevis liten aktör. Valutaskuldens löptid kan därför styras utan att marknaderna påverkas.

Enligt regeringens riktlinjer för 2016 ska löptiden, mätt som duration, för de olika skuldslagen vara:

- Valutaskuld: 0 – 1 år
- Real kronskuld: 6 – 9 år
- Nominell kronskuld:
 - För instrument med högst tolv år till förfall 2,6 – 3,6 år
 - För instrument med över tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.

Enligt regeringens riktlinjer får Riksgälden ta positioner i marknaden för att sänka kostnaden eller risken i statsskulden. Positioner i utländsk valuta får uppgå till högst 300 miljoner kronor uttryckt som daglig Value-at-Risk med 95 procents konfidensnivå. Positioner i den svenska kronans valutakurs begränsas till högst 7,5 miljarder kronor.

Utvärdering och mellanliggande mål

Utvärderingen av förvaltningen ska enligt riktlinjerna ske i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Att utvärdera det övergripande målet om att kostnaden ska minimeras är dock komplicerat. Kostnaden beror på de rådande marknadsräntorna och Riksgäldens utbud av statspapper påverkar dessa räntor. För att veta om Riksgälden minimerat lånekostnaden behöver man i princip känna till vilka kostnader som alternativa upplåningsstrategier skulle ha resulterat i.

Det är således svårt att sätta kvantitativa mål för statens lånekostnad. Det är inte heller självklart att jämförelser med andra låntagare ger bra svar. Riksgälden lånar billigast av alla låntagare på den svenska kapitalmarknaden och har jämfört med många andra låntagare lägre kostnader även vid upplåning i utländska valutor (se avsnitt 6.3).

Som redan nämnts arbetar Riksgälden för att göra statspappersmarknaden så attraktiv som möjligt för investerare. För att konkretisera detta arbete har Riksgälden brutit ned det övergripande målet i flera mellanliggande mål. Dessa understödjer det övergripande målet men är lättare att påverka och mäta.

De viktigaste mellanliggande målen är

- att statspappersmarknaden är likvid och har en väl fungerande infrastruktur,
- att svenska statspapper attraherar en bred krets av investerare,
- att Riksgälden har en transparent och öppen kommunikation,

- att Riksgälden är tydlig och förutsägbar,
- att Riksgälden har goda motparts- och investerarkontakter, samt
- att Riksgälden genom att ta derivatpositioner i utländsk valuta uppnår lägre kostnad eller risk i statsskulden.

Riksgälden använder flera förvaltningsstrategier för att uppnå de mellanliggande målen. För att utvärdera hur väl Riksgälden uppfyller dessa mål genomförs bland annat en årlig enkätundersökning där återförsäljare och investerare får värdera utfallet och betydelsen av Riksgäldens strategier och aktiviteter.

Förvaltningsstrategierna beskrivs närmare i nästa kapitel. Där redovisas också resultatet av den senaste enkätundersökningen.

Resultatet av positionstagningen redovisas i kapitel 10.

Regeringsuppdrag att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas

Under hösten 2016 har Riksgälden sett över om utvärderingen av det övergripande målet för statsskuld förvaltningen kan underlättas.¹ Bakgrunden är ett regeringsuppdrag som bygger på resultat och iakttagelser från regeringens skrivelse *Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011–2015* (skr. 2015/16:104).

I korthet föreslår Riksgälden en modifiering av det nuvarande kostnadsmåttet *periodiserad kostnad* så att det inte längre beror på antaganden om framtida händelser och därmed behöver revideras retroaktivt. Därutöver föreslår Riksgälden ett riskmått som utgörs av variationen i det nya kostnadsmåttet. Kostnads- och riskmåten föreslås användas för första gången i utvärderingsrapporten för 2017.

Regeringen har också givit Riksgälden i uppdrag att utreda om det kan vara ändamålsenligt att införa någon form av riktmärkesbaserad utvärdering av upplåningskostnaderna. Riksgälden gör dock bedömningen att detta inte kommer att underlätta utvärderingen av statsskuld förvaltningen och föreslår därför ingen förändring i detta avseende.

¹ Se Riksgäldens rapport "Avrapportering av regeringsuppdraget att utreda om utvärderingen av det övergripande målet kan underlättas" (dnr 2016/1345).

2 Förvaltningsstrategier

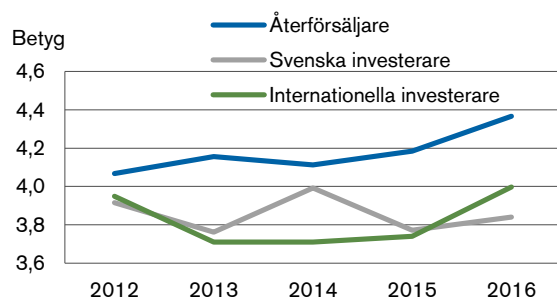
Här beskrivs de förvaltningsstrategier som syftar till att uppnå Riksgäldens mellanliggande mål. Kapitlet redovisar även vad återförsäljare och investerare anser om Riksgäldens sätt att genomföra strategierna.

Riksgäldens förvaltningsstrategier kan delas upp i två kategorier. Den första omfattar de strategier som understödjer likviditeten och infrastrukturen på statspappersmarknaden. Den andra är de som främjar transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation.

Sedan 2004 genomför TNS Sifo Prospera (nedan Prospera) varje år en enkätundersökning bland Riksgäldens återförsäljare och investerare.² De tillfrågade får dels rangordna *betydelsen* av de olika strategierna (se avsnitt 2.3), dels sätta betyg på en femgradig skala hur väl de anser att Riksgälden genomför strategierna.

Prospera gör även en sammanvägd bedömning där samtliga betyg vägs samman på basis av den betydelse strategierna anses ha. Diagram 1 visar hur den sammanvägda bedömningen har utvecklats över tiden.

Diagram 1 Sammanvägd bedömning



Helhetsintrycket av Riksgälden är högre 2016 jämfört med året innan. Återförsäljare värderar marknadsvård via repor i statspapper och byten i realobligationer högt liksom tydlig information om lånebehov och finansiering. Svenska investerare ger även ett högre betyg för kontakterna med Riksgälden jämfört med 2015. De senaste åren har betygen genomgående legat på en nivå omkring fyra. Ett betyg över fyra bör enligt Prospera tolkas som "utmärkt".

² Undersökningen genomfördes mellan den 21 november och 21 december 2016. Sju återförsäljare och 55 investerare tillfrågades. Svarsfrekvensen var 89 procent.

2.1 Likviditet och infrastruktur

Statspapper efterfrågas vanligtvis på grund av sin låga kreditrisk och goda likviditet. Den låga kreditrisken följer av att det är värdepapper utgivna av staten. Sverige har dessutom starka statsfinanser, en egen valuta och egen centralbank. Attraktionskraften beror också i hög grad på den likviditet som statspappersmarknaden kan erbjuda. Här avses möjligheten att kunna sälja eller köpa stora volymer statspapper utan att priset påverkas nämnvärt.

För att attrahera en så bred krets av investerare som möjligt arbetar Riksgälden aktivt för att främja statspappersmarknadens likviditet och infrastruktur. Det görs framför allt genom

- att bedriva aktiv marknads- och skuldvard med repo- och bytesåtaganden,
- att koncentrera upplåningen till ett begränsat antal benchmarklån, samt
- att upprätthålla flera effektiva försäljningskanaler, bland annat med hjälp av ett system av återförsäljare.

Marknads- och skuldvard

För att minska risken för att Riksgäldens återförsäljare av statspapper inte får tag på obligationer eller statskuldväxlar som är särskilt eftertraktade erbjuder Riksgälden marknadsvårdande repor i statspapper. Vetskapen om att repofaciliteten finns gör det lättare för återförsäljarna att ställa priser, vilket i sin tur gagnar likviditeten på marknaden.

Erfarenhetsmässigt anses repor i statspapper vara viktiga när återförsäljarna rangordnar Riksgäldens aktiviteter. Det är därför tillfredsställande att Riksgälden här får betyget 4,6.

Riksgälden erbjuder även byten av mindre likvida statspapper mot mer likvida utgåvor. Introduktion av nya obligationer görs normalt med hjälp av byten för att de nya lånen snabbt ska få god likviditet.



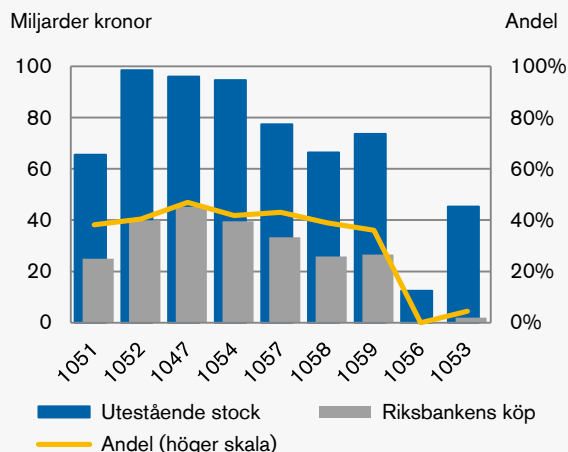
Riksbankens köp av statsobligationer

Till och med december 2016 hade Riksbanken köpt statsobligationer för 252 miljarder kronor, varav 237 miljarder kronor utgjordes av nominella obligationer. Köpen koncentrerades till obligationer med löptider upp till 10 år. I dessa ägde Riksbanken drygt 40 procent av den utestående stocken vid utgången av 2016, se diagram.

Riksbanken har beslutat att fortsätta köpa nominella och reala statsobligationer för vardera 15 miljarder kronor under första halvåret 2017. Därtill kommer Riksbanken under 2017 att återinvestera medel från kupongbetalningar och förfall till ett värde av ungefär 30 miljarder kronor.

Den andel av obligationsstocken som omsätts aktivt har minskat på grund av Riksbankens köp. Detta har bidragit till att likviditeten på statsobligationsmarknaden gradvis har försämrats. En effekt av detta är att repolymerarna har ökat, se faktarutan nedan om Riksgäldens repoåtagande.

Utestående stock av nominella statsobligationer och Riksbankens köp per 2016-12-31



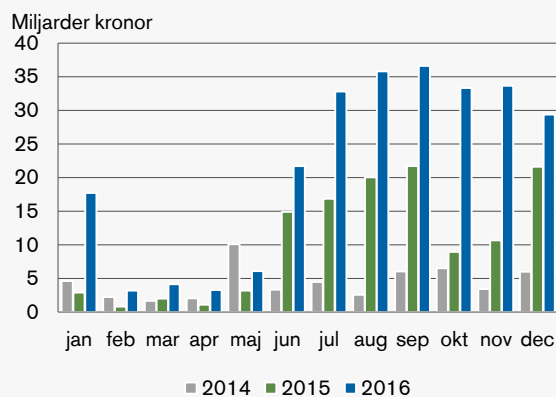
Större volymer av marknadsvårdande repor i statsobligationer

Likviditeten på marknaden för statsobligationer försämrades gradvis under 2016, bland annat till följd av nya regleringar och Riksbankens köp. Riksgälden bedömer att marknaden för statsobligationer fortfarande fungerade väl men att situationen blev mer ansträngd under hösten. Ett tecken på det är att volymen av Riksgäldens repor med återförsäljarna ökade.

Under andra halvåret 2016 repade Riksgälden ut statsobligationer för omkring 30 miljarder kronor per dag. Det är mer än tidigare år, se diagram.

Reporna utgjorde en extra finansiering utöver den som Riksgälden hade planerat för. Finansieringen från reporna i kombination med att skattebetalningarna blev högre än väntat resulterade i stora överskott i likviditetsförvaltningen.

Repor i statsobligationer med Riksgälden



Därutöver erbjuder Riksgälden löpande marknads-
vårdande byten i realobligationer för att förbättra
likviditeten på marknaden.

Riksgäldens åtgärder på realobligationsmarknaden
kan avläsas i årets enkätundersökning. Betyget för
marknadsvårdande byten i realobligationer uppgick
till 4,3 för 2016 jämfört med 4,0 året innan. I avsnitt
6.2 diskuteras arbetet med marknadsvård på
realobligationsmarknaden mer ingående.

Få benchmarklån

Statsobligationer är Riksgäldens viktigaste instru-
ment och när lånebehovet är litet prioriteras
emissioner i dessa framför annan upplåning.
Upplåningen koncentreras vanligtvis till ett fåtal
benchmarklån. På så vis blir den utestående
volymen tillräckligt stor för att säkerställa god
likviditet

Riksgälden strävar efter att hålla förfalloprofilen i
obligationsstocken relativt jämn. Genom att erbjuda
obligationer med både korta och långa löptider kan
Riksgälden attrahera olika typer av investerare. Om
förfalloprofilen är jämn blir också refinansierings-
risken lägre eftersom endast en liten del av
statsskulden då förfaller varje år.

Likviditeten har försämrats ytterligare

Riksgälden kan endast skapa förutsättningar för att
likviditeten på marknaden ska vara god, men har
små möjligheter att påverka likviditeten direkt.

Av årets enkätundersökning framgår att såväl
investerare som återförsäljare anser att likviditeten
på den svenska statsobligationsmarknaden har
blivit något sämre, för andra året i följd. De orsaker
som förs fram är regleringar som bland annat
påverkar återförsäljares möjlighet att ta risk och
Riksbankens köp av statsobligationer (se rutan
"Riksbankens köp av statsobligationer" på sidan 6).

Likviditeten i statsobligationer får betyget 2,9 av
återförsäljare att jämföra med 3,3 föregående år.
Värden under 3 tolkas som underkända. Svenska
och internationella investerare ger betyget godkänt
för både likviditet och pristransparens.

På marknaden för realobligationer värderas
likviditeten lägre än för nominella statsobligationer.
I grunden handlar det om att investerarna inte har
samma intresse av aktiv handel i realobligationer.
Här finns inte heller någon utvecklad handel i
derivatinstrument. Årets undersökning visar dock att

pristransparensen har förbättrats på marknaden för
realobligationer.

Likviditeten i marknaden för statsskuldväxlar är
oförändrad på en redan låg nivå. Den utestående
stocken av statsskuldväxlar har mer än halverats på
fem år och investerarna använder i allt högre grad
andra instrument för att placera pengar på kort sikt.

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 bättre likviditet och förutsättningar att låna stora
volymerna i en eventuell krissituation.

När Riksgälden säljer obligationer i utländsk valuta
görs det genom så kallad syndikering. Det innebär
att Riksgälden anlitar en grupp av banker, ett
syndikat, som genomför försäljningen.

2.2 Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation

För att skapa en attraktiv marknad för statspapper
ska förvaltningen bedrivas transparent och förut-
sägbart. Det innebär att all kommunikation med
marknaden ska ske så öppet och konsekvent som
möjligt. Om motparter och investerare har god
kunskap om Riksgäldens låneplaner, och känner till
hur Riksgälden agerar när omvärlden förändras,
skapas stabila spelregler och minskad osäkerhet.

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

- att upprätthålla goda investerarrelationer,
- att regelbundet publicera prognoser på
upplåningsbehovet för kommande år,
- att hantera upplåningen på ett konsekvent sätt
med tydliga principer,
- att ha tydlig kommunikation såväl i skrift som i
kontakter med investerare och motparter, samt
- att tillhandahålla detaljerad information om
upplåning och statsskuld på webbplatsen
riksgalden.se.

Investerarrelationer

En bred investerarbas ger i förlängningen lägre
räntekostnader. Att arbeta för goda investerar-
relationer är därför en av Riksgäldens viktigaste
förvaltningsstrategier.

Återförsäljarna har den mest aktiva rollen i försäljningen av statspapper. De förser investerarna med analys och information om Riksgäldens emissioner. Riksgälden förlitar sig emellertid inte bara på den information som ges via återförsäljarna. För att skapa trovärdighet är det även viktigt att investerarna, utan mellanhänder, kan erhålla den information som de anser sig behöva. Riksgälden träffar därför svenska och utländska investerare i såväl personliga möten som på större konferenser. Riksgälden håller även investerarträffar när nya upplåningsprognoser presenteras.

Under 2016 besöktes investerare i Europa, USA och Asien. Representanter från Riksgälden deltog som talare på flera seminarier och konferenser i såväl Sverige som utomlands.

I årets enkätundersökning fick Riksgälden betyget 3,6 för kontakterna med svenska investerare, en ökning från föregående år. Bland annat har investerarna uppvärderat lyhördheten något. Det kan bero på att Riksgälden har tillgodosett önskemål om att fortsätta erbjuda två obligationslån vid flertalet auktionstillfällen 2016 (se avsnitt 6.1).

Andelen investerare som har direktkontakt med Riksgälden har ökat något. Samtidigt har andelen som inte har, men önskar ha en kontakt minskat. Över 40 procent av tillfrågade svenska investerare har direktkontakt, att jämföra med 33 procent föregående år. För internationella investerare är relationen knappt 30 procent. De flesta föredrar personliga möten, där frekvensen i kontakterna är spridda. Av de svenska investerarna vill omkring 60 procent ha kontakt en gång i halvåret eller en gång per år. Bland de internationella investerarna ligger tyngdpunkten på en kontakt om året. Intresset för Riksgäldens större investerarträffar har minskat något bland svenska investerare, men ökat för internationella investerare.

Förutsägbarhet och tydlig kommunikation

Rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" är viktig för att Riksgälden ska kunna kommunicera sina planer till alla marknadsaktörer samtidigt. Rapporten publiceras tre gånger om året och beskriver detaljerat hur Riksgälden avser att finansiera statsskulden de kommande två åren.

Låneplanen baseras på en prognos för statens bruttolånebehov (som utgörs av nettolånebehovet plus refinansiering av förfallande lån). Utifrån detta anpassar Riksgälden upplåningen så att villkoren i regeringens riktlinjer uppfylls. Låneplanen och

prognosen för nettolånebehovet ligger normalt fast till dess att nästa rapport publiceras. Bra prognoser är en förutsättning för att kunna agera på ett förutsägbart sätt (se kapitel 4 för en beskrivning av träffsäkerheten i prognoserna).

Rapporten "Sveriges statsskuld" publiceras på månadsbasis och innehåller detaljerad information om hur statsskulden är sammansatt.

Riksgälden kommunicerar även sina planer via årliga riktlinjeförslag. Dessutom publiceras det underlag för utvärdering som årligen skickas till regeringen.

För 2016 fick Riksgälden betyget 4,2 för kommunikationen kring lånebehov och finansiering och betyget 4,1 för ett tydligt och konsekvent agerande. Betygen är något bättre än för 2015.

Webbplatsen riksgalden.se

Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. Samtliga återförsäljare använder webbplatsen. Bland svenska och internationella investerare är motsvarande siffra 91 respektive 77 procent. Av de som besöker webbplatsen anser samtliga att de hittar den information man letar efter.

2.3 Högt helhetsbetyg

Prosperas sammanfattning av årets resultat lyder: "Värderingen bland återförsäljare och internationella investerare kan karakteriseras som mycket hög. Bland svenska investerare är värderingen lägre, men kan fortsatt beskrivas som nära utmärkt."

Av undersökningen framgår att förtroendet för Riksgälden är fortsatt stort och liksom tidigare rankas Riksgälden högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor.

När de tillfrågade ombads rangordna betydelsen av Riksgäldens strategier kom marknadsvård genom repor högst. Tabell 1 redovisar de fem viktigaste kraven från marknadsaktörerna.

Tabell 1 Marknadens viktigaste krav

Krav	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,8
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,7
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,6
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,6
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,4

Tabell 2 visar aktörernas betyg i rangordning. Det är samma faktorer som förekommer i båda tabellerna

ovan. En rimlig slutsats av detta är att Riksgälden fokuserar på rätt saker.

Tabell 2 Riksgäldens främsta styrkor

Styrkor	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,6
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,3
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,2
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,2
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,1

3 Kostnad och risk

I kapitlet redogörs för olika mått på statsskuldens kostnad och risk. Dessutom redovisas hur skuldens sammansättning och löptid har styrts utifrån de riktlinjer som gällde under 2016.

Det övergripande målet för statsskultsförvaltningen är att minimera den långsiktiga kostnaden för statskulden med beaktande av risk.

Att utvärdera om det övergripande målet är uppfyllt är emellertid komplicerat. Eftersom Riksgälden är den dominerande statliga låntagaren i svenska kronor finns inga naturliga jämförelser att utvärdera lånestrategin mot. Det är också svårt att jämföra med hypotetiska alternativ, bland annat eftersom statsskuldens storlek gör att räntorna påverkas av vilken upplåningsstrategi som faktiskt genomförs.

Utvärderingen av kostnaden för statsskulden sker därför med hjälp av flera mått. Riskerna i förvaltningen beskrivs både kvalitativt och kvantitativt.

3.1 Kostnader

Kostnaden för statsskulden kan härledas från de kassaflöden (betalningar) som skulden ger upphov till. För den nominella kronskulden beror kassaflödena uteslutande på den ränta som lånen tagits upp till.

För den reala kronskulden beror kassaflödena även på inflationen och för valutaskulden påverkas flödena av valutakurser.

Kostnaden för statsskulden kan beskrivas på flera olika sätt. I denna rapport har Riksgälden valt att redovisa kostnaden utifrån tre olika mått:

- Räntebetalningar
- Periodiserad kostnad
- Genomsnittlig emissionsränta

Räntebetalningar är ett kassamässigt mått som visar hur mycket som betalas (i kupongräntor m.m.) ett enskilt år. Måttet är direkt kopplat till kassaflöden och bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden. Det betyder att när Riksgälden emitterar instrument till överkurs (i förhållande till det nominella värdet) räknas skillnaden mellan det faktiska och det nominella beloppet som en

omedelbar inkomst istället för att periodiseras över lånets löptid. På samma sätt tas utgiften direkt när ett instrument emitteras till underkurs. Inte heller resultateffekter av återköp periodiseras.

I måttet *periodiserad kostnad*, som bygger på värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde, periodiseras kostnaden jämt över instrumentets löptid.³ För den nominella kronskulden bestäms kostnaden av emissionsräntan. För real- och valutaskulden som har på förhand okända kassaflöden görs antaganden om framtida inflations- och valutakursutveckling.

Genomsnittlig emissionsränta är en sammanvägning av de räntor som de utestående lånen tagits upp till. Sammanvägningen görs på basis av lånens nominella belopp. Måttet beaktar varken inflationskompensation eller valutakursförändringar och ger enbart en ögonblicksbild av den genomsnittliga upplåningskostnaden.

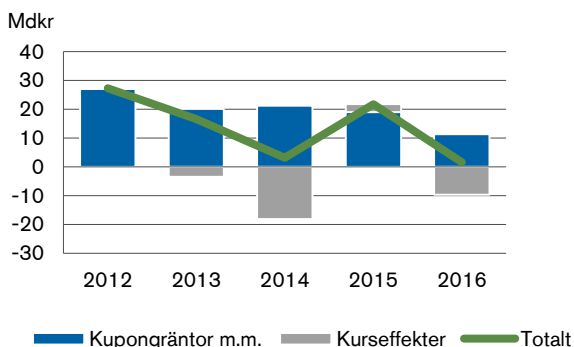
Räntebetalningar

Statens räntebetalningar uppgick till 1,5 miljarder kronor 2016. Det är 20 miljarder kronor lägre än 2015, vilket främst förklaras av att valutakurseffekterna var gynnsammare 2016. Räntebetalningarna varierar mycket över tid vilket framgår av diagram 2.

Under 2016 realiserade Riksgälden valutakursvinster om cirka 2,5 miljarder kronor på skulden i utländsk valuta. Vinsterna uppstod framförallt i euro, amerikanska dollar och brittiska pund. Detta kan jämföras med valutakursförluster på omkring 10 miljarder kronor 2015. Ungefär halva förlusten 2015 uppstod i schweiziska franc och berodde på den schweiziska centralbankens beslut om att överge kopplingen till euron i januari 2015.

³ Kassaflöden som kan hänföras till valutaterminer ingår inte i måttet.

Diagram 2 Räntebetalningar⁴



En ytterligare orsak till att räntebetalningarna minskade mellan 2015 och 2016 är att Riksgälden betalade upplupen inflationskompensation på omkring 5 miljarder kronor i samband med ett realobligationsförfall i december 2015. Någon motsvarande betalning ägde inte rum 2016.

I övrigt har de allt lägre marknadsräntorna bidragit till att sänka statens räntebetalningar. Det märks dels genom att de ränteswappar som Riksgälden ingått ger positiva kassaflöden (se kapitel 9), dels genom att gamla lån successivt ersätts av nya där kupongräntan (räntebetalningarna) är lägre.

Periodiserad kostnad

Den periodiserade kostnaden utgår från värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde och innehåller alla komponenter som påverkar kostnaden för statsskulden; räntor, inflationskompensation och valutakursförändringar. Måttet bygger helt på förutsättningen att orealiserade marknadsvärden inte ska kostnadsföras.

Kostnaden för en viss tidsperiod utgörs av förändringen i det upplupna anskaffningsvärdet plus de kassaflöden som betalats under perioden. För realskulden, valutaskulden och swappar är de framtida kassaflödena okända. Om dessa kassaflöden också ska kunna periodiseras behöver antaganden om den framtida utvecklingen göras.

I beräkningarna nedan har Riksgälden antagit att den framtida inflationen följer den så kallade break-eveninflationen, det vill säga den inflation som kan härledas från marknadens prissättning av realobligationer relativt statsobligationer. Framtida

⁴ I kurseffekter ingår över- och underkurser vid emission, kursvinster och kursförluster i samband med byten och återköp samt realiserade valutakursvinster och valutakursförluster.

valutakurser och korräntor antas ligga kvar på samma nivå som vid slutet av 2016.

Efter hand ersätts antagandena med faktiska utfall vilket innebär att kostnaden bakåt i tiden revideras. Även när Riksgälden köper tillbaka statspapper påverkas kostnaden bakåt eftersom vinster eller förluster då realiseras och ersätter antagandet om att alla lån hålls till förfall.

Kostnaden för varje instrument periodiseras jämnt över dess löptid. För exempelvis ett valutalån innebär det att dagliga valutakursförändringar inte påverkar kostnaden om de inte realiseras. Det är bara de valutakurser som påverkar de faktiska kassaflödena som har effekt på kostnaden.

Diagram 3 Periodiserad kostnad för samtliga skuldslag⁵

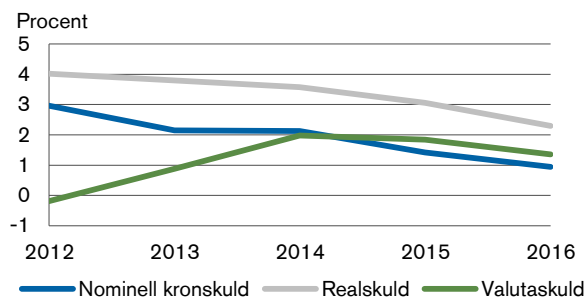


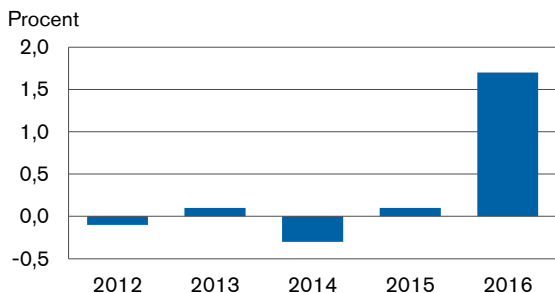
Diagram 3 visar den periodiserade kostnaden för samtliga skuldslag. För den nominella kronskulden var kostnaden 0,9 procent 2016. Kostnaden har sjunkit trendmässigt under en längre tid vilket speglar den allmänna räntenedgången.

Under 2016 var kostnaden för realskulden 2,3 procent. Också för realskulden har kostnaden sjunkit trendmässigt under en längre tid i takt med att realräntorna sjunkit. Därtill har inflationen varit ovanligt låg, vilket illustreras i diagram 4.

Kostnaden för den reala kronskulden har under lång tid varit högre än för den nominella kronskulden. Det beror främst på att löptiden är längre i den reala skulden, varför den reala skuldstocken innehåller en större andel lån som togs upp för länge sedan till betydligt högre räntor.

⁵ I kostnadsberäkningen för valutaskulden ingår obligationer i utländsk valuta samt de ben i swappar som är denominerade i utländsk valuta.

Diagram 4 Inflationstakt, årlig förändring av KPI



För valutaskulden var kostnaden 1,4 procent under 2016 vilket kan jämföras med 1,8 procent 2015.⁶ Minskningen mellan åren beror huvudsakligen på att relativt stora valutakursförluster realiserades 2015.

Kronans kurs har stor betydelse för valutaskuldens kostnad. Under 2016 försvagades kronan mot nästan alla valutor i valutaskulden. Undantaget var det brittiska pundet som försvagades kraftigt efter folkomröstningen i Storbritannien. Exponeringen mot brittiska pund var dock förhållandevis liten 2016, endast omkring 7 procent. Sammantaget försvagades kronan med cirka 5 procent mot valutorna i valutaskulden, se diagram 5.

Diagram 5 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden⁷

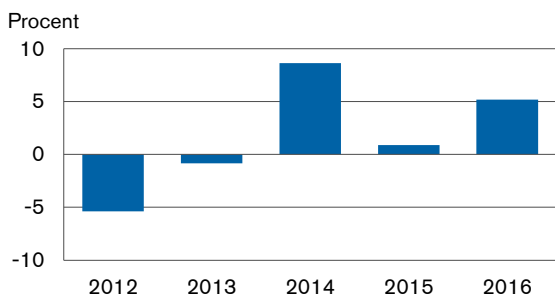
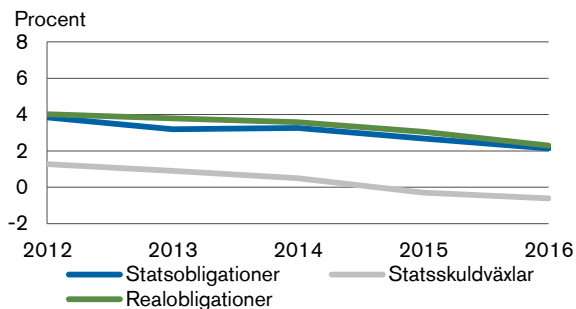


Diagram 6 visar den periodiserade kostnaden för olika statspapper. Kostnaden har varit lägre och något mer varierande för statsskuldväxlar eftersom deras löptid är kortare och ränteförändringarna då slår igenom snabbare. Under 2016 var kostnaden negativ, -0,6 procent. För statsobligationer var kostnaden 2,1 procent och för realobligationer 2,3 procent.

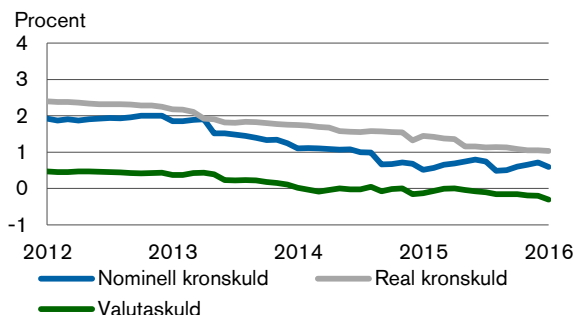
Diagram 6 Periodiserad kostnad för olika statspapper



Genomsnittlig emissionsränta

För den nominella kronskulden pendlade den genomsnittliga emissionsräntan mellan 0,5 och 0,8 procent under 2016. Vid utgången av året uppgick den till 0,6 procent. Det är en låg nivå ur ett historiskt perspektiv och förklaras av det nedpressade ränteläget.

Diagram 7 Genomsnittlig emissionsränta



Även den genomsnittliga reala emissionsräntan var fortsatt låg under 2016. Vid utgången av 2016 uppgick den till 1 procent vilket är 0,4 procentenheter lägre än ett år tidigare.

Den genomsnittliga emissionsräntan för valutaskulden anpassas snabbt till de fallande marknadsräntorna eftersom skuldens löptid är kort. I slutet av 2016 beräknades emissionsräntan till -0,3 procent. Det är 0,2 procentenheter lägre än ett år tidigare.

Det bör noteras att emissionsräntorna för olika skuldslag inte är helt jämförbara. För real- och valutaskulden visas inte hela kostnaden eftersom inflationskompensation och valutakursförändringar inte ingår i beräkningarna. Dessutom har skuldslagen olika löptider.

⁶ Notera att kostnadsberäkningen för valutaskulden inte är fullständig eftersom valutaterminer inte ingår.

⁷ Plus innebär en kronförsvagning och minus en kronförstärkning.

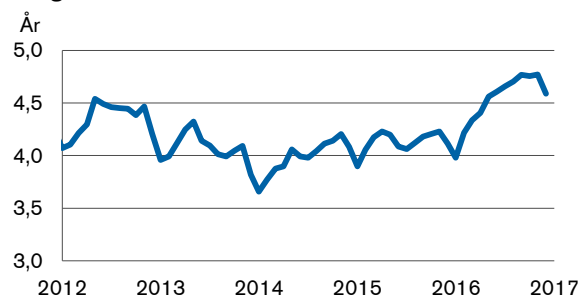
3.2 Risker

Löptid

Enligt regeringens riktlinjer skulle durationen för den nominella kronskulden bestående av instrument med upp till tolv års löptid vara mellan 2,6 och 3,6 år 2016. Durationen för den reala kronskulden skulle vara mellan sex och nio år, medan den för valutaskulden skulle vara mellan 0 och 1 år. För nominella instrument vars löptid överstiger tolv år beslutade regeringen att det långsiktiga riktvärdet för utestående volym skulle ligga kvar på 70 miljarder kronor.

Diagram 8 visar durationen för statsskulden som helhet.⁸ Durationen ökade under 2016. Det beror delvis på att löptiden förlängdes i riktlinjebeslutet. Därutöver bidrog även oväntat stora överskott i statsfinanserna samt sjunkande marknadsräntor till ökningen 2016.⁹

Diagram 8 Den totala statsskuldens duration



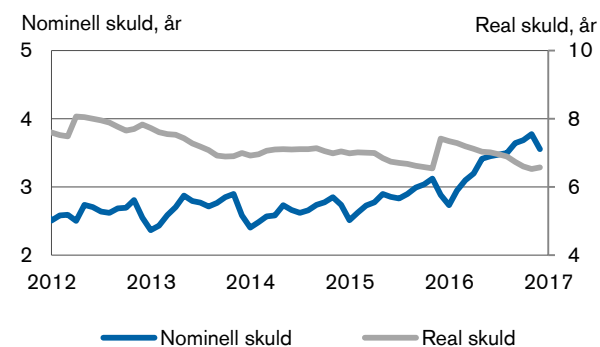
Durationen för den nominella kronskulden varierar på grund av att statens betalningar är ojämna över tiden. Dagar med stora underskott lånar Riksgälden mer i korta löptider och vice versa. Upplåningen planeras så att medelvärdet för durationen är mellan 2,6 och 3,6 år under prognosperioden. Avsikten med intervallet är inte att framtvunga transaktioner för att styra löptiden om exogena händelser medfört att durationen blivit längre eller kortare än avsett. Regeringen har därför beslutat att temporära avvikelser från löptidsintervallen får förekomma.

Diagram 9 visar durationen för den nominella och reala kronskulden. Under 2016 var den genomsnittliga durationen för den nominella kronskulden 3,4 år medan den för den reala

kronskulden var 6,9 år. För valutaskulden var den genomsnittliga durationen endast 0,1 år.

Förutsättningarna för att styra löptiden skiljer sig åt mellan skuldslagen. På den internationella kapitalmarknaden är Riksgälden en liten aktör och det är lätt att styra durationen i valutaskulden med räntederivat. Även i den nominella kronskulden kan durationen i viss mån styras genom att variera volymen av ränteswappar. När det gäller realskulden saknas däremot möjligheten att justera löptiden med derivat. Realskuldens duration bestäms därför helt av löptiden på de utestående obligationerna och förändringar i marknadsräntorna.

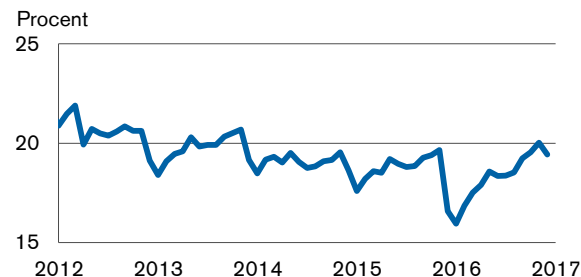
Diagram 9 Duration för nominell kronskuld och realskuld



Real skuld i kronor

Den reala kronskulden skulle enligt riktlinjerna utgöra 20 procent av statsskulden.¹⁰ I genomsnitt var den 18,4 procent under 2016. Riktvärdet 20 procent är långsiktigt och andelen är svårstyrd på kort sikt. Exempelvis faller den mycket när ett obligationslån löper ut. Realandelen ökade successivt under 2016 och uppgick till 19,4 procent i slutet av året. Uppgången förklaras främst av att statsskulden minskade.

Diagram 10 Realandelen



⁸ Avser måttet D "Statens skuld inklusive vidareutlåning och förvaltningstillgångar".

⁹ Fallande räntor leder till att obligationspriserna stiger och ju längre duration en obligation har desto mer stiger dess pris. På så sätt leder lägre räntor till att den genomsnittliga durationen för statsskulden ökar.

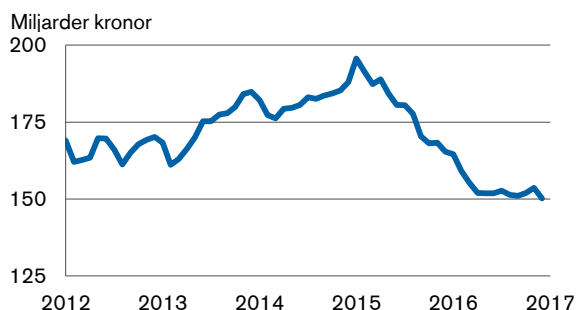
¹⁰ Andelen beräknas på basis av realskuldens nominella belopp inklusive upplupen inflationskompensation.

Valutaskuld

Valutaskulden består av flera valutor. Under 2016 minskade Riksgälden valutaskulden genom att växla 102 miljarder japanska yen och 1,5 miljarder amerikanska dollar, vilket motsvarar 20 miljarder kronor beräknat med den metod som Riksgälden slagit fast i Finans- och riskpolicyn.¹¹ Att minskningen gjordes i japanska yen och amerikanska dollar berodde på att det bedömdes vara det effektivaste sättet att minska risken i valutaskulden. Växlingarna gjordes i jämn takt under året för att undvika att de skulle ske vid ett fåtal ogynnsamma tillfällen.

Hur mycket den totala valutaskulden minskade under året kan mätas på flera sätt. Mätt till aktuella valutakurser minskade den med cirka 17 miljarder kronor under 2016, se diagram 11. Mätt med valutakurser per den 30 november 2015 minskade valutaskulden med 23 miljarder kronor, det vill säga 3 miljarder kronor mer än neddragningen i japanska yen och amerikanska dollar. Skillnaden förklaras av att valutaexponeringen även minskade något i euro inom ramen för de valutaväxlingar som Riksgälden löpande utför för statens räkning.

Diagram 11 Valutaskulden till aktuell valutakurs, månadsgenomsnitt



Refinansieringsrisk

Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till mycket höga kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras över huvud taget. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom en förfallande obligation sällan behöver finansieras direkt genom att ge ut en annan obligation. Med en långsiktig låneplanering och små emissionsvolymen i regelbundna auktioner sprids refinansieringen ut över lång tid och gamla obligationslån ersätts ofta innan de förfaller.

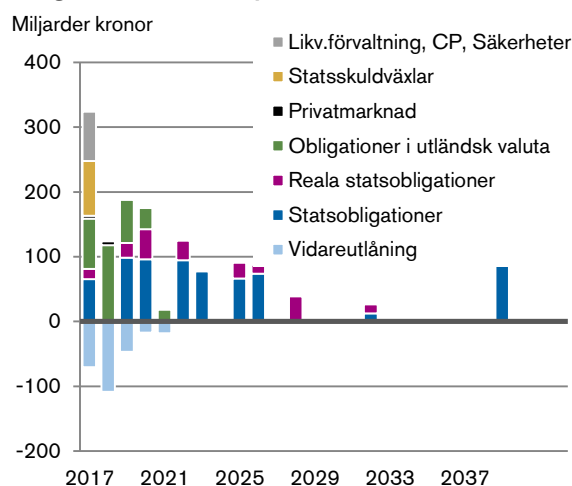
¹¹ Enligt denna metod ska minskningen av valutaexponeringen beräknas med växelkurser per den 30 november 2015.

Obligationsförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga inkomster och utgifter (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar uppgå till mellan 50 och 100 miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas likviditetsrisk (eller finansieringsrisk), vilken handlar om möjligheten att hantera betalningar mer allmänt.

Likväl bör man kontrollera refinansieringsrisken. Riksgälden försöker begränsa den genom att eftersträva en jämn förfalloprofil för stats- och realobligationer samt genom att bidra till att skapa en väl fungerande statspappersmarknad.

Diagram 12 visar statsskuldens förfalloprofil, det vill säga hur stora belopp av den utestående skulden som förfaller varje enskilt år. Diagrammet visar också fordringar som förfaller i form av vidareutlåning till Riksbanken. Fordringarna matchar i hög grad obligationslånen i utländsk valuta.

Diagram 12 Förfalloprofil i december 2016



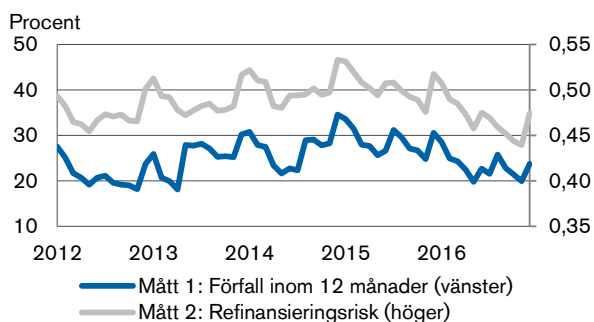
En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är de kortfristiga förfallen som störst eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december månad. Betalningarna finansieras till en början med penningmarknadsupplåning för att gradvis ersättas av upplåning med längre löptider. Kapitel 7 beskriver penningmarknadsupplåningen närmare.

I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år, vilket påverkar framtida refinansieringsrisker i takt med att tiden går. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när

stora förfall måste refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid.

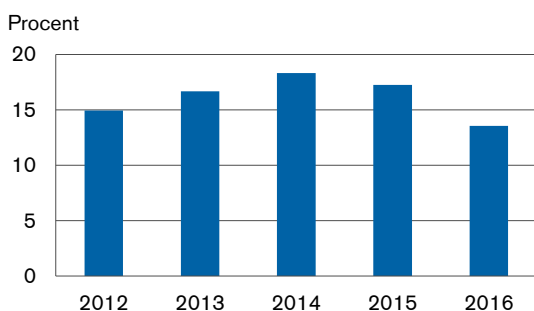
I diagram 13 visas två mått på refinansieringsrisk. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig förfaller får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statsskulden.

Diagram 13 Refinansieringsrisk



Måtten uppvisar samma mönster trots att det andra saknar den skarpa brytningen vid 12 månader. Diagrammet visar också ett tydligt säsongsmönster på grund av den omfattande penningmarknadsupplåningen runt årsskiftet.

Diagram 14 Andel skuld som finansierats på penningmarknaden



Refinansieringsrisken minskade under finanskrisen 2008-2009. Det beror på att Riksgälden kunde minska andelen kortfristig finansiering när lånebehovet ökade. Därefter har refinansieringsrisken åter gått upp som en följd av att den kortfristiga upplåningen har ökat. Den andel av statsskulden som finansieras på penningmarknaden illustreras i diagram 14. Under 2016 var andelen i genomsnitt 14 procent jämfört med cirka 17 procent året innan. Att andelen kortfristig finansiering minskade 2016

beror till stor del på att statens finanser gick med överskott för första gången sedan 2011.

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken för att en motpart i en transaktion inte fullgör sina förpliktelser. Motpartsrisiker uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgälden gör derivattransaktioner utan central motparts-clearing. Hanteringen av riskerna skiljer sig åt mellan placeringar och derivattransaktioner, men gemensamt är att Riksgälden ställer 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 begränsar maximal exponering och löptid.

Derivatinstrument används för att styra löptiden i statsskulden samt för att ta positioner inom den löpande positionstagningen. Transaktioner kan antingen avvecklas bilateralt eller genom central motparts-clearing.

För att Riksgälden ska kunna handla derivatinstrument som inte avvecklas centralt krävs att Riksgälden och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet innehåller tröskelvärden som styr den högsta tillåtna exponeringen mot motparten. Om värdet på exponeringen överstiger dessa tröskelvärden måste motparten ställa säkerheter till Riksgälden. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Storleken på tröskelvärdet beror 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 inom ramen för Riksgäldens Finans- och riskpolicy.

Under året skedde små förändringar i kreditbetygen för de motparter Riksgälden använder. Ett fåtal motparter fick sina betyg sänkta och ett fåtal fick dem höjda. Eftersom Riksgäldens motparts-limiter bygger på motparternas kreditbetyg ledde förändringarna i de flesta fall till justerade limiter för motparterna.

4 Prognoser på nettolånebehovet

I kapitlet utvärderas Riksgäldens prognoser på nettolånebehovet på års-, månads- och dagsbasis. 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 på både kort och lång sikt. Syftet med prognoserna är att skapa förutsättningar för stabila låneplaner och en effektiv likviditetsförvaltning. Något förenklat kan sägas att årsprognoserna styr den långfristiga obligationsupplåningen, månadsprognoserna styr den kortfristiga upplåningen i statsskuldväxlar och commercial paper, medan dagsprognoserna påverkar den dagliga likviditetsförvaltningen.

Årsprognoser för 2016

De första prognoserna för nettolånebehovet 2016 var betydligt högre än det slutliga utfallet. Delvis berodde detta på att de prognoser som publicerades under 2014 och 2015 baserades på en något svagare makrobild. Det påverkade främst skatt på konsumtion, som blev högre än vad som beräknades i de första prognoserna. Samtidigt underskattades hushållens kapitalvinster för 2015, för vilka skatten till stor del betalades in året efter. Även större oväntade engångsinbetalningar av bolagsskatt bidrog till att minska nettolånebehovet.

Den huvudsakliga förklaringen till det låga nettolånebehovet är dock att framförallt företag, men även privatpersoner, gjorde överinsättningar på sina skattekonton. Den fördelaktiga räntan på skattekontona, i jämförelse med liknande placeringsformer, medförde dels att skatteinbetalningar tidigare betalades, dels att skattekontona användes för rena kapitalplaceringar. Detta innebar också att det blev svårt att tolka statistiken från Skatteverket, eftersom det inte gick att urskilja vilka inbetalningar som avsåg skatt och vilka som avsåg placeringar.

I de prognoser som Riksgälden publicerade under 2016 gjordes därför upprevideringar av skatteinkomsterna i takt med att fördelningen av överinsättningarna på skattekonton och verkliga skatteinbetalningar blev tydligare. Därutöver höjdes skatteprognoserna något till följd av en beräknat starkare konjunkturutveckling.

Tabell 3 Årsprognoser för 2016

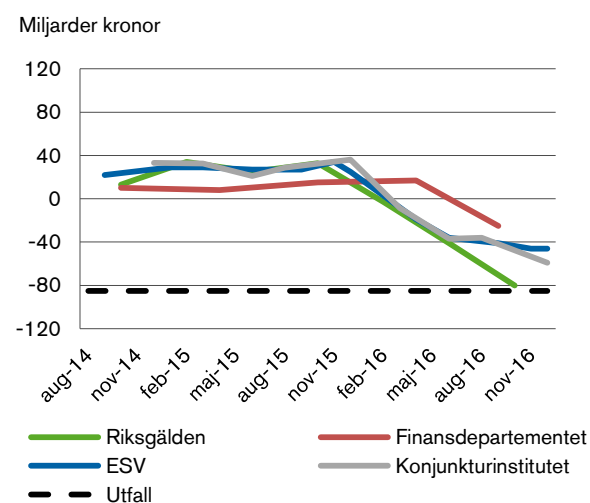
Miljarder kronor	2015:3	2016:1	2016:2	2016:3	Utfall
Primärt lånebehov	32	-3	-46	-81	-87
varav vidareutlåning	13	15	12	13	14
varav försäljningsinkomster	0	0	0	0	0
Räntor på statsskuden	1	0	5	2	2
Nettolånebehov	33	-3	-41	-80	-85
Nettolånebehov exkl. vidareutlåning och försäljningsinkomster	20	-17	-54	-93	-100

Jämförelse med andra myndigheters prognoser

Förutom Riksgälden, gör även Konjunkturinstitutet (KI), Ekonomistyrningsverket (ESV) och finansdepartementet prognoser på statens nettolånebehov.

Myndigheterna och finansdepartementet har olika principer för hur försäljningsinkomster hanteras i prognossammanhang. För att underlätta jämförelser har dessa inkomster rensats bort i diagram 15 nedan.

Diagram 15 Olika bedömares prognoser på nettolånebehovet



Samtliga prognosmakare hade liknande prognoser och överskattade nettolånebehovet fram till mitten

av 2016. Därefter var Riksgäldens prognoser betydligt närmare utfallet än de övriga prognosmakarnas. I den sista prognosen i oktober 2016 gjorde Riksgälden en kraftig upprevidering av skatteinkomsterna, till följd av den ökande användningen av skattekonton som placeringsform. Analysen visade sig vara korrekt. De övriga myndigheterna underskattade skatteinkomsterna och överskattade därmed nettolånebehovet.

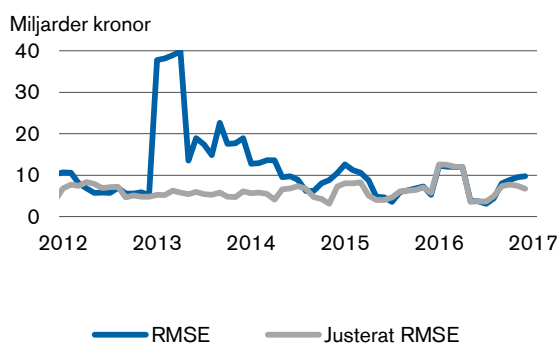
Månadsprognoser

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 måttet Root Mean Square Error, RMSE.¹²

Diagram 16 visar hur RMSE har utvecklats sedan 2012. Det framgår att RMSE ökade under inledningen av 2016, för att sedan sjunka tillbaka igen. Den tillfälliga ökningen beror främst på att svenska dotterbolag i en internationell koncern gjorde stora engångsinbetalningar av skatt i januari 2016.

Periodvis har nettolånebehovet påverkats kraftigt av Riksgäldens vidareutlåning och inkomster från försäljningar av statliga företag. Därför redovisas även ett justerat RMSE som rensats från dessa poster. Uttryckt med detta mått har prognosprecisionen varit relativt jämn under perioden.

Diagram 16 Avvikelser månadsprognoser enligt RMSE 2012–2016



¹² RMSE definieras

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

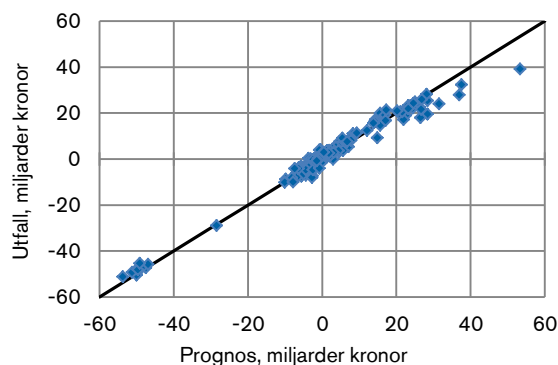
där e_t är prognosfelet (utfallet för nettolånebehovet i förhållande till den senast publicerade prognosen) för månad t . Riksgälden uppdaterar prognoserna var fjärde månad, varför RMSE beräknas på basis av prognosfelet de senaste fyra månaderna.

Dagsprognoser

För att planera likviditetsförvaltningen gör Riksgälden även dagsprognoser på minst sex månaders sikt. Till skillnad från års- och månadsprognoserna uppdateras dagsprognoserna löpande när ny information blir tillgänglig.

Den genomsnittliga avvikelserna per dag var 288 miljoner kronor under 2016. Diagram 17 visar dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov när Riksgäldens nettoutlåning till andra myndigheter har exkluderats. Avståndet från den 45-gradiga linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Om prognoserna saknade informationsvärde skulle punkterna i diagrammet varit slumpmässigt fördelade.

Diagram 17 Prognos och utfall på dagsbasis



De största avvikelserna på dagsnivå rörde skatteinkomster. Trenden med förändringar i betalningsmönstret för skatteinkomsterna, som inleddes under 2015, fortsatte och förstärktes under 2016. Det innebar att en större andel av skatterna betalades in tidigt i månaden och en betydligt mindre andel än tidigare betalades på förfalldagen. Skiftet berodde till största del på den förmånliga räntesättningen på skattekontona.

5 Upplåningen i sammandrag

Här ges en övergripande bild av Riksgäldens upplåningsbehov och upplåning under 2016. Jämfört med 2015 minskade bruttoupplåningen med 177 miljarder kronor. Det berodde dels på lägre nettolånebehov, dels på att förfallen på kapitalmarknaden minskade.

Underskottet i statsfinanserna på 33 miljarder kronor 2015 vändes till ett överskott på 85 miljarder kronor 2016. Därutöver var det en lägre volym av förfallande lån som behövde refinansieras under 2016 jämfört med året innan.

Mot denna bakgrund minskade bruttoupplåningen med 177 miljarder kronor och stannade vid 302 miljarder kronor. Upplåningen på penningmarknaden minskade med 140 miljarder kronor. Kapitalmarknadsupplåningen minskade med 37 miljarder kronor. Vid årets utgång var statsskulden 1 347 miljarder kronor.

Tabell 4 Upplåningsbehov brutto

Miljarder kronor	2015	2016
Nettolånebehov	33	-85
Affärdsdagsjustering mm ¹	0	-7
Privatmarknad & säkerheter, netto²	31	6
Förfall penningmarknad³	256	284
Statsskuldväxlar	88	141
Commercial paper	124	87
Likviditetsförvaltningsinstrument	44	56
Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad	160	104
Statsobligationer	75	53
Realobligationer	31	1
Obligationer i utländsk valuta	54	49
Totalt upplåningsbehov, brutto⁴	479	302

¹ Justering för skillnaden i redovisningen av upplåning respektive nettolånebehov. Skillnaderna avser likvid- respektive affärdsdag samt beräkning av räntebetalningar för penningmarknadsinstrument.

² Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

³ Initial stock med förfall inom 12 månader.

⁴ Avser behovet av upplåning på den institutionella marknaden.

Räntorna sjönk till mycket låga nivåer 2016. Tioåriga statsobligationer emitterades till en genomsnittlig ränta på 0,28 procent jämfört med 0,48 procent 2015.

Riksgälden fortsatte att prioritera upplåningen i statsobligationer, som är det långsiktigt viktigaste upplåningsinstrumentet. Totalt emitterades 81 miljarder kronor, jämfört med 86 miljarder kronor 2015, se tabell 5.

Upplåningen i realobligationer minskade till 16 miljarder kronor under 2016 jämfört med 17 miljarder kronor året innan.

Tabell 5 Total upplåning brutto

Miljarder kronor	2015	2016
Penningmarknad, upplåning¹	284	144
Statsskuldväxlar	141	84
Commercial paper	87	12
statens egen del	78	0
vidareutlåning till Riksbanken	9	12
Likviditetsförvaltningsinstrument	56	48
Kapitalmarknad, upplåning	194	157
Statsobligationer	86	81
Reala statsobligationer	17	16
Obligationer i utländsk valuta	91	61
statens egen del	38	0
vidareutlåning till Riksbanken	53	61
Total upplåning, brutto	479	302

Riksgälden tog under året upp obligationslån i utländsk valuta motsvarande 61 miljarder kronor. Det kan jämföras med 91 miljarder kronor året innan. Minskningen mellan åren beror på att Riksgäldens obligationsupplåning i utländsk valuta 2016 endast avsåg refinansiering av lån till Riksbanken. Ytterligare 12 miljarder kronor av Riksbankens förfallande lån refinansierades med commercial paper.

Den utestående stocken av statsskuldväxlar uppgick till 84 miljarder kronor i slutet av 2016. Det är 57 miljarder kronor mindre än ett år tidigare. Minskningen av växelstocken beror på att Riksgälden drog ner emissionsvolymerna under året till följd av det minskade nettolånebehovet.

6 Kapitalmarknadsupplåning

Den största delen av statskulden består av statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta. Här beskrivs vilken policy Riksgälden har för upplåningen i respektive instrument samt i vilken omfattning instrumenten har använts under 2016.

6.1 Statsobligationer

Statsobligationer är Riksgäldens största och viktigaste upplåningskälla. Statsobligationerna prioriteras därför framför andra instrument i upplåningen. Den emitterade volymen har stor betydelse för likviditeten och prissättningen av obligationerna i andrahandsmarknaden.

Riksgälden erbjuder regelbundna emissioner enligt en i förväg fastställd låneplan. Genom att sälja små volymer vid många tillfällen minskar risken för att man behöver låna stora volymer vid ofördelaktiga marknadslägen. Samtidigt erbjuds investerare kontinuerligt tillgång till primärmarknaden. Storleken på emissionerna påverkas framförallt av netto-lånebehovet på lång sikt.

Policy

- Riksgälden prioriterar upplåningen i statsobligationer för att upprätthålla en likvid obligationsmarknad.
- Svängningar i lånebehovet hanteras i första hand med penningmarknadsinstrument.
- Riksgälden eftersträvar en jämn förfalloprofil upp till tio år. Nya tioåriga statsobligationer introduceras med 12–18 månaders mellanrum. När lånebehovet är litet kan Riksgälden välja att ha längre tid mellan utgåvorna för att säkerställa tillräcklig volym och god likviditet i obligationerna.
- Riksgälden emitterar främst i de tioåriga och femåriga löptiderna.
- Emissioner i tvååriga löptider förekommer för att understödja likviditeten i terminsmarknaden eller för att sprida upplåningen då lånebehovet är stort. Även emissioner i lån med löptider mellan två, fem och tio år kan förekomma för att stödja likviditeten vid bristsituationer.
- När marknadsläget tillåter kan Riksgälden ge ut obligationer med längre löptid än 12 år.

Överväganden under året

Lägre emissionsvolym

Vid inledningen av året räknade Riksgälden med att låna 88 miljarder kronor i statsobligationer. Emissionsvolymen var då 4 miljarder kronor per auktion. Till följd av det lägre nettolånebehovet sänktes auktionsvolymen senare under året, först till 3,5 och sedan till 3 miljarder kronor. Den totala upplåningen stannade på 81 miljarder kronor.

Tabell 6 Planerad upplåning i statsobligationer

Miljarder kronor	2016	2017	2018
2015:3	88	88	
2016:1	88	88	
2016:2	83	77	
2016:3	81	66	66
Utfall	81		

Ingen ny tioårig statsobligation under 2016

Introduktionen av en ny tioårig statsobligation flyttades från slutet av 2016 till början av 2017. Anledningen var att Riksgälden behövde mer tid för att bygga upp tillräckligt stor volym i den existerande tioåriga obligationen sedan emissionsvolymerna sänkts.

Ökad emissionsvolym i långa obligationer

Enligt regeringens riktlinjer ska det långsiktiga riktvärdet för stocken av statsobligationer med löptid längre än tolv år vara 70 miljarder kronor. Den utestående stocken av långa obligationer ökade under året från 55 till 58 miljarder kronor.

Riksgälden undersöker regelbundet marknadens intresse för långa obligationer. Under året emitterades totalt 3 miljarder kronor. Teckningskvoten var i genomsnitt 3,27.

Resultat av låneaktiviteter

Riksgälden genomförde 22 auktioner i statsobligationer under 2016. Vid 18 av dessa fördelades auktionsvolymen på två obligationslån för att möta efterfrågan i olika segment.

Riksgäldens policy är att främst emittera i de tio- och femåriga obligationerna. Tyngdpunkten ligger i det tioåriga löptidssegmentet för att volymen snabbt ska byggas upp i nya obligationer. Under året emitterades 35 miljarder kronor i obligationen med tioårig löptid, se tabell 7. Det är något mer än under 2015.

Tabell 7 Emitterad volym och snittränta

Obligation ¹	Emitterad volym	Snittränta, procent
SGB 1052 4.25% 12 mar 19	8 000	-0,65
SGB 1047 5% 1 dec 20	8 500	-0,12
SGB 1054 3.5% 1 jun 22	7 500	-0,16
SGB 1057 1.5% 13 nov 23	5 500	0,22
SGB 1058 2.5% 12 maj 25	13 000	0,34
SGB 1059 1.0% 12 nov 26	35 000	0,60
SGB 1056 2.25% 1 jun 32	1 500	1,12
SGB 1053 3.5% 30 mar 39	1 500	1,24
Totalt	80 500	0,28

¹Referenslån i den elektroniska interbankmarknaden 2016 var SGB 1052 (2 år), SGB 1047 och SGB 1054 (5 år) samt SGB 1059 (10 år).

Marknadsförutsättningar

Efterfrågan på obligationer var mycket god under året. Auktionerna övertecknades drygt tre gånger i genomsnitt, se tabell 8. Teckningskvoterna var därmed högre än 2015 och högre än snittet för de senaste fem åren.

Många investerare anser att auktionerna är bra tillfällen att köpa stora belopp till rådande marknadsräntor. Det visade sig bland annat genom att det vid hela sex tillfällen under året inträffade att en aktör tog hela volymen i en emission.

Snitträntan i auktionerna sjönk från 0,48 till 0,28 procent.

Tabell 8 Teckningskvot och snittränta

Procent	2012	2013	2014	2015	2016
Teckningskvot ¹	2,12	2,38	3,08	2,52	3,06
Snittränta ²	1,57	1,87	1,35	0,48	0,28

¹Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

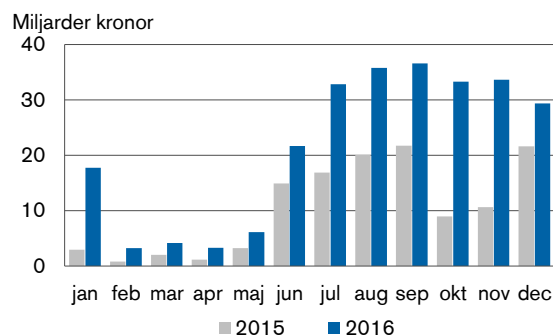
²Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner och syndikering ingår inte.

Marknadsvård

Av diagram 18 framgår att volymerna i marknadsvårdande repor i statsobligationer var betydligt större under 2016 än 2015. Likviditeten i statsobligationsmarknaden har gradvis blivit sämre, bland annat till följd av nya regleringar och Riksbankens köp. Riksgälden bedömer att

marknaden för statsobligationer fungerar väl men att situationen blivit mer ansträngd.

Diagram 18 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt



6.2 Realobligationer

Realobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer. Genom att ge ut realobligationer kan Riksgälden attrahera investerare som vill undvika risken för att inflationen urholkar värdet på obligationerna.

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 för att minska risken att man lånar stora volymer vid ofördelaktiga marknadslägen.

Överväganden under året

Målsättning att öka realandelen

Enligt regeringens riktlinjer ska den reala skulden utgöra 20 procent av den totala statsskulden. Andelen är ett långsiktigt riktvärde och Riksgälden vidtar inga omedelbara åtgärder för att nå målet. Realandelen har dock legat lägre än riktvärdet under flera år, se diagram 10 i kapitel 3.

Realandelen beror främst på hur nettolånebehovet och statsskulden utvecklas. Stora ökningar eller minskningar i nettolånebehovet kan inte mötas med stora ändringar i stocken av realobligationer. Riksgälden har inte heller möjlighet att anpassa

realskuldens andel med hjälp av derivat på samma sätt som i valutaskulden.

Riksgälden kunde till och med oktober 2016 upprätthålla en årlig emissionstakt på 18 miljarder kronor i realobligationer, med 1 miljard kronor per auktion, trots minskande lånebehov. Tidigare under året minskades upplåningen i statsobligationer och statsskuldväxlar. Detta bidrog till att öka andelen realskuld. Men till följd av minskande lånebehov sänktes upplåningen till 0,75 miljarder kronor per auktion från och med november. Av tabell 10 framgår att den emitterade volymen blev 16,4 miljarder kronor. Andelen realskuld var vid årets slut 19,4 procent.

Tabell 9 Förändring av realskulden 2016, miljarder kronor

Utestående stock vid utgången av 2015	183,3
Auktioner	16,4
Netto av auktionsbyten	1,6
Förfall	0,0
Netto av marknadsvårdande byten	-2,9
Riksgäldsspar real	-0,1
Inflationsuppräknings	1,6
Utestående stock vid utgången av 2016	199,9

Stocken ökade med knappt 17 miljarder kronor under 2016 tack vare att emissionsvolymen i auktionerna var relativt stor samtidigt som ingen realobligation förföll.

Resultat av låneaktiviteter

Försäljningen av realobligationer sker i flera former. Riksgälden genomför såväl auktioner som marknadsvårdande byten.

Auktioner ägde rum vid 18 tillfällen under året. Vid alla utom ett tillfälle fördelades auktionsvolymen på två olika obligationer. På så sätt kunde Riksgälden tillvarata intresset för obligationer med olika löptid. Riksgälden emitterade sex olika realobligationer med mellan 4 och 17 års återstående löptid. Emissionsvolymerna redovisas i tabell 10.

Tabell 10 Emmitterad volym och snittränta

Realobligation	Emitterad volym, miljarder kr	Snittränta, procent
SGB IL 3110 (2019)	4,0	-1,72
SGB IL 3102 (2020)	1,7	-1,48
SGB IL 3108 (2022)	1,0	-1,60
SGB IL 3109 (2025)	3,9	-1,30
SGB IL 3112 (2026)	3,5	-1,01
SGB IL 3111 (2032)	2,2	-0,46
Totalt	16,4	-1,26

Därutöver genomförde Riksgälden bytesauktioner under tre perioder. I februari genomfördes byten i samband med att den tioåriga obligationen SGB IL 3112 introducerades. I april bytte Riksgälden in SGB IL 3104 mot andra realobligationer. Under maj erbjöd Riksgälden inbyten av SGB IL 3107 som förfaller 1 jun 2017. Riksgälden har som policy att låta cirka 20 miljarder kronor av en realobligation gå till förfall. Under obligationens sista år sker varken emissioner eller byten i obligationen.

Marknadsförutsättningar

Under 2016, liksom året innan, var marknadsförutsättningarna för försäljning av realobligationer tidvis svåra och oförutsägbara. Allt lägre marknadsräntor i kombination med varierande inflationsförväntningar fick till följd att efterfrågan fluktuerade kraftigt. Teckningskvoten i auktionerna sjönk från i genomsnitt 3,41 under 2015 till 2,10 under 2016, se tabell 11. Trots att den inkomna budvolymen var mycket lägre än året innan (den minskade från 61 till 36 miljarder kronor) blev endast 4 av 35 auktioner undertecknade.

Tabell 11 Teckningskvot och snittränta

	2012	2013	2014	2015	2016
Teckningskvot ¹	5,83	3,88	2,98	3,41	2,10
Snittränta i procent ²	-0,01	0,23	0,03	-0,78	-1,26

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte.

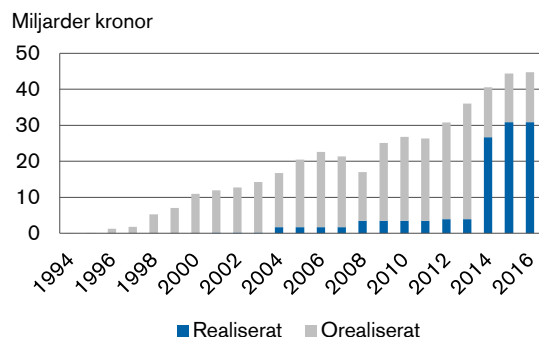
Kostnadsutvärdering av realupplåningen

Sedan realobligationer introducerades 1994 har inflationen varit lägre än den genomsnittliga break-eveninflationen i emissionerna. Därför har kostnaden för den reala skulden understigit den för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

Diagram 19 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till 45 miljarder kronor, varav 31 miljarder kronor har realiserats. En stor del kommer från de första åren när realstocken byggdes upp. Break-eveninflationen låg då

betydligt högre än vad den gjort på senare år. För 2016 blev resultatet 0,5 miljarder kronor.

Diagram 19 Resultat av realupplåning



Inflationsuppräknigen under 2016 blev 1,2 procent mätt som utvecklingen av KPI.¹³

Marknadsvård

Riksgälden erbjuder återförsäljare möjligheten att löpande byta en realobligation mot en annan i syfte att förbättra likviditeten på marknaden.

När en realobligation har ett år kvar till förfall upphör byteserbjudandet. Istället erbjuds en begränsad återköpsfacilitet. Målet är att ett obligationslån inte ska vara större än 20 miljarder kronor när det förfaller eftersom stora förfall kan medföra påfrestningar för marknaden.

Av flera skäl har Riksgälden ambitionen att fördela realskulden över många utgåvor med mindre volym i varje enskild obligation. Om utgåvorna är många och relativt små reduceras behovet av byten och återköp av obligationer med kort löptid. Tanken är att ett obligationslån inte ska vara större än att det kan förfalla utan att orsaka problem. Ytterligare en aspekt som talar för fler och mindre utgåvor är att det underlättar återförsäljarnas möjlighet att hantera ränterisker när de ställer priser på realobligationer.

Utöver detta har investerare vanligtvis begränsningar för hur mycket de kan investera i ett enskilt obligationslån, vilket kan hämma efterfrågan på stora lån. Av detta skäl strävar Riksgälden efter att inga enskilda obligationer ska överstiga 30 procent av realobligationsindex.

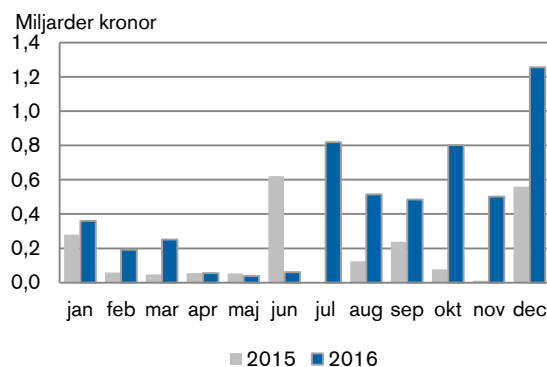
Under våren genomförde Riksgälden byten av SGB IL 3104 mot andra realobligationer eftersom

¹³ Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2015 till oktober 2016.

denna hade en vikt på över 30 procent i realobligationsindex. Detta skapade problem för investerare som följer index men inte har möjlighet att allokera mer än 30 procent i en enskild utgåva enligt placeringsreglerna. Intresset från marknadsaktörer att delta var stort. Obligationens andel av index minskade betydligt och uppgick till 27 procent vid årsskiftet.

De marknadsvårdande reporna i realobligationer har varit väsentligt lägre än för statsobligationer. Men även här har det skett en ökning jämfört med året innan. Den genomsnittliga repovolymen var cirka 440 miljoner kronor 2016 jämfört med 180 miljoner kronor 2015, se diagram 20.

Diagram 20 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt



6.3 Obligationer i utländsk valuta

Genom att ge ut obligationer i utländsk valuta sprids finansieringen av statsskulden på flera marknader och investerarsbasen blir bredare. Till skillnad från när statsobligationer auktioneras, använder Riksgälden syndikering för att sälja publika obligationer i utländsk valuta (se faktarutan på nästa sida).

På den internationella kapitalmarknaden kan Riksgälden låna stora belopp på kort tid. Det finns därför skäl att regelbundet låna i utländsk valuta även när lånebehovet är litet eftersom man då upprätthåller beredskapen att låna större belopp om det skulle behövas. Av samma anledning prioriteras utgivning av publika obligationer framför privatplaceringar när valutaupplåningen är liten.

Policy

- Obligationer i utländsk valuta är ett komplement till obligationer i svenska kronor.

- Hur mycket som emitteras i utländsk valuta beror främst på nettolånebehovets storlek.
- Även då nettolånebehovet är litet emitterar Riksgälden mindre belopp i utländsk valuta för att upprätthålla marknadsnärvaron.
 - Riksgälden finansierar också vidareutlåningen till Riksbanken genom att ge ut obligationer och commercial paper i utländsk valuta.

Tidpunkten och villkoren för en emission avgör om emissionen blir framgångsrik. Med det menas att både Riksgälden och investerarna ska vara nöjda. Från Riksgäldens sida handlar det om att låna den volym som planerats till så låg kostnad som möjligt. Men för att investerare ska vara nöjda måste efterfrågan på obligationen finnas kvar även efter emissionen. Genom väl avvägda lånevillkor skapas en efterfrågan som är så stor att de flesta, men inte alla, investerare får tilldelning i emissionen. Det bidrar till att obligationernas värde åtminstone inte sjunker på andrahandsmarknaden. Nöjda investerare är mer benägna att delta i nästa emission än missnöjda investerare.

Resultat av låneaktiviteter

Under 2016 lånade Riksgälden endast för vidareutlåning till Riksbanken. Den totala upplåningen blev 61 miljarder kronor. För Riksbankens räkning emitterades tre lån på totalt 7 miljarder dollar. Lånens löptider var på tre respektive fem år enligt Riksbankens önskemål.

Marknadsförutsättningar

Riksgälden kunde även under 2016 ta upp nya lån till förmånliga villkor, vilket berodde dels på det fortsatt låga ränteläget, dels på investerarnas intresse av statspapper med hög kreditvärdighet. Det internationella utbudet av obligationer med högsta kreditvärdighet var begränsat under 2016. Endast Tyskland och USA kunde låna till lägre räntor än Sverige.

Den politiska osäkerheten ökade under andra halvåret till följd av resultatet i folkomröstningen i Storbritannien och det amerikanska valet. Marknaderna var periodvis volatila vilket bidrog till att investerare avvaktade eller krävde högre riskpremier. Det medförde att Riksgälden och likvärdiga låntagare fick betala räntor som låg över den amerikanska swappkurvan.¹⁴ Trots den tidvis

¹⁴ Praxis för prissättning i obligationsmarknaden är att använda swappkurvan (swappräntor för olika löptider) i respektive valuta som referens. Priset uttrycks som en ränteskillnad mellan obligationen och swappräntan med motsvarande löptid.



Publika obligationer och privatplaceringar i utländsk valuta

Riksgälden säljer obligationer i utländsk valuta genom så kallad syndikering. Det innebär att Riksgälden anlitar en grupp av banker, ett syndikat, som genomför försäljningen. Obligationerna marknadsförs offentligt och investerare erbjuds att teckna sig för att köpa obligationer. En sådan obligation kallas för "publik obligation" eftersom den säljs öppet till många investerare.

En "privatplacering" i utländsk valuta är också en obligation men den marknadsförs inte offentligt utan säljs direkt till en eller ett fåtal investerare. Här anlitas normalt endast en bank för att sälja obligationen.

Både publika obligationer och privatplaceringar säljs med dokumentation under engelsk lag och benämns euroobligationer. En euroobligation kan ges ut i valfri valuta.

oroliga marknaden blev Riksgäldens emissioner övertecknade. Det ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter emissionstillfället.

Obligationerna i dollar gavs i genomsnitt ut till 20 baspunkter över tre månaders USD Libor. Euribor och USD Libor är standardiserade bankräntor som används för jämförelser.

Tabell 12 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta

Baspunkter	2012	2013	2014	2015	2016
USD Libor ¹	-15	-5	-7	-7	20
Euribor ²	-51	-11	-15	-24	

¹ Tre månaders bankränta
² Sex månaders bankränta

Riksgäldens investerarbas är bred med avseende på såväl kategori som geografi. Banker utgjorde den enskilt största investerarkategorin. Historiskt har centralbanker varit stora köpare. Den största delen av investerarna var europeiska.

7 Penningmarknadsupplåning

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

På penningmarknaden lånar Riksgälden på korta löptider, främst genom att ge ut statsskuldväxlar och commercial paper. Instrumenten används såväl i den reguljära upplåningen som i likviditetsförvaltningen. Exempelvis ingår statsskuldväxlar i Riksgäldens låneplan, men statsskuldväxlar kan också användas för att möta temporära svängningar i lånebehovet. Det finns med andra ord ingen skarp gräns mellan reguljär upplåning och likviditetsförvaltning.

7.1 Statsskuldväxlar

Med statsskuldväxlar kan Riksgälden låna på korta löptider i kronmarknaden. Statsskuldväxlar emitteras regelbundet via auktioner. I viss mån anpassas upplåningen efter säsongsvariationer i lånebehovet. Statens lånebehov är vanligtvis störst i december.

Policy

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

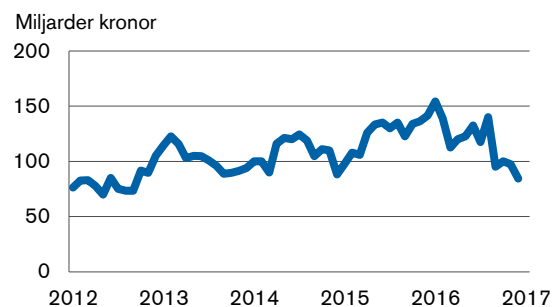
Överväganden under året

Vid början av 2016 var den planerade genomsnittliga auktionsvolymen 17,5 miljarder kronor. Upplåningen i statsskuldväxlar minskade dock under året. Först drogs auktionsvolymen ned till 15 miljarder kronor. Därefter till 10 miljarder kronor i den sista prognosen för året. Anledningen var det minskade upplåningsbehovet.

Under året minskade den utestående stocken av statsskuldväxlar från 141 miljarder kronor vid början av året till 84 miljarder kronor vid årets slut, se diagram 21. Den kraftiga minskningen förklaras dels av att den reguljära upplåningen med statsskuldväxlar drogs ner, dels av att Riksgälden i

slutet av året inte emitterade lika mycket som vanligt inom ramen för likviditetsförvaltningen.

Diagram 21 Utestående stock av statsskuldväxlar



Resultat av låneaktiviteter

Den genomsnittliga räntan i auktionerna blev lägre än föregående år, vilket är en följd av den låga reporäntan. Teckningskvoten låg i nivå med tidigare år, se tabell 13.

Tabell 13 Teckningskvot och snittränta

Procent	2012	2013	2014	2015	2016
Teckningskvot ¹	2,15	2,14	2,21	2,15	2,12
Snittränta ²	1,14	0,90	0,41	-0,34	-0,69

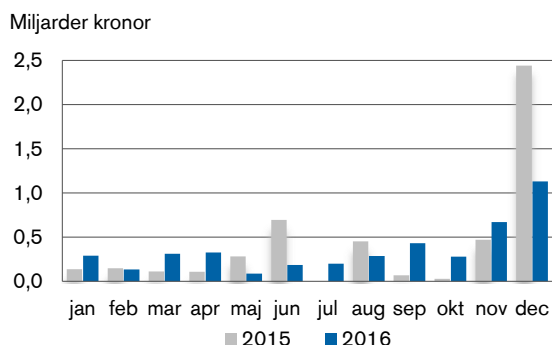
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Marknadsvård

Diagram 22 visar att volymerna i de marknadsvårdande reporna har legat på ungefär samma nivå under 2016 som året innan.

Diagram 22 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt



7.2 Commercial paper

Riksgälden lånar även genom att ge ut commercial paper i utländsk valuta, det vill säga värdepapper med kort löptid. Lånen valutasäkras alltid och kan ses som ett komplement till växelupplåningen.

Fördelen med commercial paper är att Riksgälden kan utnyttja den internationella efterfrågan på korta instrument i till exempel amerikanska dollar och euro. På den internationella penningmarknaden kan Riksgälden låna stora belopp på kort tid, vilket är värdefullt om man ska parera stora variationer i statens kassaflöden.

Commercial paper har de senaste åren blivit ett allt viktigare instrument för Riksgälden. En anledning till det är att marknaden för statsskuldväxlar inte haft tillräckligt djup för att Riksgälden snabbt ska kunna öka växelstocken om lånebehovet blivit större.

Marknadsförutsättningar

Marknaden för commercial paper har fungerat väl under året. Under 2016 emitterade Riksgälden commercial paper i amerikanska dollar för motsvarande 48 miljarder kronor, varav 36 miljarder för egen räkning. Detta är betydligt mindre än föregående år vilket hänger samman med det minskade upplåningsbehovet. Vid årsskiftet var den utestående stocken 12 miljarder kronor. Hela beloppet vid årsskiftet avsåg vidareutlåning till Riksbanken.

7.3 Likviditetsförvaltning

Inom likviditetsförvaltningen lånar eller placerar Riksgälden pengar så att staten varje dag kan fullgöra sina betalningsåtaganden. Utöver statsskuldväxlar och commercial paper används även

banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), riksbankscertifikat, repor och trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter som administreras av en tredje part). Riksgälden gör framförallt transaktioner i svenska kronor men även i utländsk valuta.

Policy

- Riksgälden ska hantera statens dagliga låne- och placeringsbehov på ett kostnadseffektivt och säkert sätt i både kronor och utländsk valuta.
- Statens in- och utgående kassaflöden ska matchas i möjligaste mån.
- Valutaväxlingar mellan kronor och andra valutor sprids jämnt över året.

Marknadsförutsättningar

Marknaden präglades av låga och i viss mån fallande korta räntor. Under året sänkte Riksbanken reporäntan med 0,15 procentenheter till -0,50 procent. Riksbanken fortsatte även med köpen av statsobligationer.

Riksbankens köp av statsobligationer innebar att banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade från 221 miljarder kronor vid årets början till 365 miljarder vid årets slut. Stora delar av överskottet i betalningssystemet placerades veckovis i Riksbankscertifikat till reporäntan. Återstoden placerades dagligen via Riksbankens finjusterande transaktioner till reporäntan minus 10 baspunkter. I genomsnitt uppgick volymerna i dessa transaktioner till omkring 100 miljarder kronor 2016.

En effekt av Riksbankens köp av statsobligationer har varit att mängden obligationer som är tillgängliga för repotransaktioner minskat eftersom Riksbanken inte är aktiv på repomarknaden. Detta kan ha bidragit till att utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet ökade kraftigt under andra halvåret 2016 (se diagram 18 och rutan "Större volymer av marknadsvårdande repor i statsobligationer" på sidan 6).

Reporna utgör en extra finansiering i likviditetsförvaltningen som Riksgälden normalt sett inte planerar för. Under andra halvåret 2016 uppgick det extra inflödet till omkring 25 miljarder per dag. Det är osäkert om volymerna kommer att bestå men för att undvika placeringsrisker antog Riksgälden i årets sista prognos att reporna tillsvidare kommer att ligga kvar på mellan 20 och 30 miljarder kronor.

Det stora likviditetsöverkottet i betalningssystemet har inneburit att det har varit lättare för Riksgälden att låna pengar kortfristigt än att placera pengar på depositmarknaden. Tidigare kunde Riksgälden både låna och placera över natten till reporäntan, men under året har räntan vid placeringar ofta legat 10 baspunkter under reporäntan. För att undvika placeringar över natten försöker Riksgälden därför planera likviditeten så att det uppstår ett lånebehov i slutet av dagen.

Likviditetsplaneringen förutsätter bra prognoser över statens nettolånebehov på dagsbasis. Trots att Riksgäldens dagsprognoser i allmänhet har hög precision (se diagram 17 i kapitel 4) uppstår ibland betalningar som är svåra att förutse.

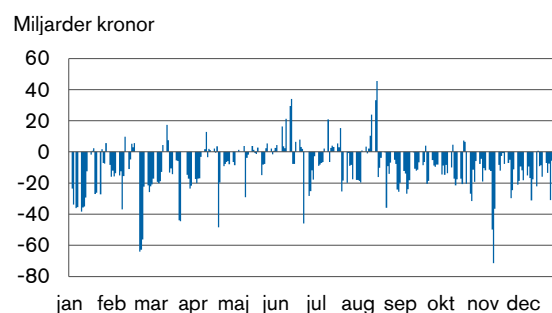
Under 2016 blev nettolånebehovet avsevärt lägre än Riksgäldens ursprungliga prognoser. Det berodde framförallt på att företag, men även privatpersoner, gjorde överinsättningar på sina skattekonton. Den fördelaktiga räntan på skattekontona, i jämförelse med liknande placeringsformer, medförde dels att skattebetalningar tidigarelades, dels att skattekontona användes för rena kapitalplaceringar.

Sammantaget har de ökade volymerna i marknadsvärldande repor och överinsättningarna på skattekonton inneburit att Riksgälden behövt hantera betydande överskott i likviditetsförvaltningen under delar av året.

Resultat av låneaktiviteter

Inom ramen för likviditetsförvaltningen lånar och placerar Riksgälden pengar på olika löptider. Diagram 23 visar Riksgäldens transaktioner på den del av depositmarknaden som har kortast löptid, den så kallade dagslånemarknaden. Där lånar Riksgälden till största delen till reporäntan, som under merparten av året uppgått till $-0,50$ procent. Här framgår tydligt att Riksgälden vanligtvis lånar pengar över natten.

Diagram 23 Volym i dagslånemarknaden



Genom att ha bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna. Exempelvis lånade Riksgälden i amerikanska dollar via commercial paper under första kvartalet 2016. Totalt emitterades commercial paper för motsvarande 36 miljarder kronor för egen räkning under året. Detta är betydligt mindre än föregående år vilket hänger samman med det minskade upplåningsbehovet.

Under andra halvåret 2016 präglades likviditetsförvaltningen av perioder med stora överskott. Riksgälden placerade överskotten i Riksbankens veckovisa certifikat till reporäntan. Riksbankscertifikaten bedömdes vara det bästa placeringsalternativet ur avkastnings- och riskhänseende. Riksgälden har även använt repor i säkerställda bostadsobligationer och trepartsrepor för att placera överskotten.

Flöden i utländsk valuta samt valutaväxlingar

Nya och förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar och säkerhetsöverföringar (CSA-flöden) är exempel på sådant som genererar flöden i utländsk valuta. Riksgälden gör prognoser på valutaflöden och växlar vanligtvis nettot av alla flöden i jämn takt över prognosperioden. Eftersom bruttoflödena inte har jämn fördelning över tiden används så kallade FX-swappar för att förflytta flödena över tiden. I den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttjas tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna.

8 Vidareutlåning av utländsk valuta

Här redovisas Riksgäldens vidareutlåning av utländsk valuta till Riksbanken och till andra stater.

Vidareutlåningen till Riksbanken finansieras genom att Riksgälden tar upp lån i utländsk valuta som är öronmärkta för Riksbanken. Upplåningen koncentreras till större benchmarklån på kapitalmarknaden med löptider upp till fem år.

Vid årsskiftet uppgick vidareutlåningen till 5,5 miljarder euro och 22,5 miljarder amerikanska dollar. Mätt med valutakurserna per den sista december 2016 motsvarar det cirka 257 miljarder kronor.

Under 2016 refinansierade Riksgälden lån för Riksbankens räkning till ett värde av motsvarande 61 miljarder kronor: tre lån på totalt 7 miljarder dollar. Därutöver lånade Riksgälden upp motsvarande 12 miljarder kronor i commercial paper för Riksbankens räkning, även detta för att ersätta förfallande lån.

Riksbanken ersätter Riksgälden för de räntekostnader och administrativa kostnader som uppstår i samband med att lånen tas upp.

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 görs i samband med denna utlåning hanteras istället som övriga betalningar inom staten. Utlåningen till Irland uppgick till 600 miljoner euro den sista december 2016.

9 Derivatinstrument

Riksgälden använder ränteswappar, basswappar och valutaterminer i syfte att uppnå önskad ränte- och valutaexponering i statsskulden.

Genom att använda derivatinstrument kan Riksgälden låna på ett flexibelt och effektivt sätt samtidigt som riskerna hålls inom de ramar som anges i regeringens riktlinjer.

9.1 Ränteswappar

Ränteswappar används för att förkorta skuldens duration, vilket har motiverats av att det varit billigare att låna på kortare löptider än på längre. Därigenom har Riksgälden på ett kostnadseffektivt sätt kunnat styra exponeringen utan att refinansieringsrisken påverkats.

Policy

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

Överväganden under året

Under 2016 swappade Riksgälden totalt 10 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort ränteexponering i kronor. Volymen var större än ursprungligen planerat. Anledningen var att durationen ökade oväntat mycket under året mot bakgrund av det minskade lånebehovet.

Resultat av aktiviteter

Diagram 24 visar det kalkylmässiga resultatet sedan swappar introducerades 2003. Resultatet är beräknat som skillnaden mellan den rörliga ränta Riksgälden betalat och den fasta ränta som hittills har erhållits i swapparna.

Sedan starten har användningen av swappar sänkt kostnaderna för statsskulden med 32 miljarder kronor. Besparingen beror till stor del på att räntorna fallit under lång tid. Under perioder med stigande räntor blir resultatet väsentligt lägre och kan bli negativt.



Ränteswappar

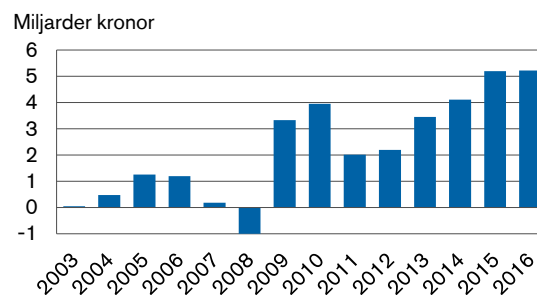
En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgälden använder ränteswappar för att förkorta durationen i skulden. Det går till på följande sätt:

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.

Den fasta räntan i swappen är normalt högre än den fasta räntan i statsobligationen. Riksgälden betalar därför 3M Stibor med ett avdrag som motsvarar skillnaden mellan swapp- och obligationsräntan.

Diagram 24 Nettokassaflöde i ränteswappar



För 2016 blev det kalkylmässiga resultatet 5,2 miljarder kronor.

9.2 Basswappar

Med hjälp av basswappar kan Riksgälden omvandla lån i svenska kronor till exponering i utländsk valuta (se faktarutan nedan).

Regeringen har beslutat att valutaexponeringen i statsskulden ska minska. Därför ingicks inga nya basswappar under 2016. Som ett led i arbetet med att minska valutaexponeringen har Riksgälden under året stängt ett antal basswappar i japanska yen.

9.3 Valutaterminer

Valutaterminer används för att uppnå önskad exponering i valutaskulden.

Policy

- För att justera och upprätthålla exponeringen i enskilda valutor används valutaterminer.
- För att hålla valutaskuldens löptid inom 0–1 år används valutaterminer med en löptid på 3 månader som ersätts med nya när de förfaller.

Genom att använda derivatinstrument kan Riksgälden ge ut obligationer i en valuta, men skapa valutaexponeringen i en annan. Diagram 25 visar hur valutaskulden är finansierad medan diagram 26 visar dess exponering mot olika valutor.

Diagrammen visar att skillnaden mellan finansiering och exponering är stor. Nästan 60 procent av valutaskulden är finansierad i svenska kronor som

sedan omvandlats till exponering i utländsk valuta med hjälp av basswappar och valutaterminer.

Diagram 25 Finansiering av valutaskulden exklusive vidareutlåning

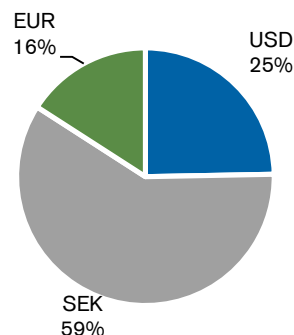
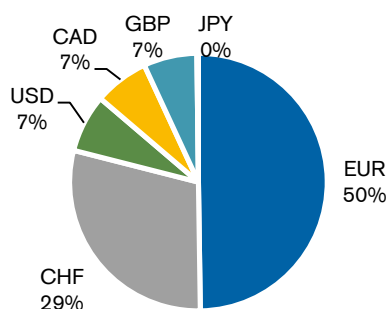


Diagram 26 Valutaexponering i valutaskulden exklusive vidareutlåning



Marknadsförutsättningar

Marknaden för valutaterminer har fungerat väl under året. På de marknader som Riksgälden agerar kan stora volymer hanteras utan att priset påverkas.



Swappar mellan kronor och utländsk valuta

Riksgälden kan låna utländsk valuta på två sätt:

1. Ge ut obligationer i utländsk valuta, eller
2. Ge ut statsobligationer och swappa de upplånade kronorna till utländsk valuta.

Upplåning i kronor kombinerat med swappar sker i följande steg:

1. Riksgälden ger ut en statsobligation i kronor.
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 en basswapp. Inom ramen för basswappen växlas även de upplånade kronorna till utländsk valuta i en avistatransaktion (initial växling), samtidigt som Riksgälden förbinder sig att växla tillbaka den utländska valutan till kronor till en förutbestämd kurs när swappen förfaller (slutlig växling).

Riksgälden har således i praktiken lånat utländsk valuta med räntebetalningar i utländsk valuta.

10 Positioner

I detta kapitel beskrivs förutsättningarna för, och resultatet av, Riksgäldens positionstagning i utländsk valuta under 2016. Här redovisas även utfallet av den särskilda position som initierades i slutet av 2014 för att låsa in en negativ ränta på Riksgäldens skuld i schweiziska franc.

Riksgälden kan ta positioner i utländsk valuta för att sänka kostnaden för statsskulden. Verksamheten bedrivs både internt och med hjälp av externa förvaltare. Positionstagning sker i derivatinstrument på likvida marknader.

Resultatet för 2016 blev 26 miljoner kronor efter förvaltningsprovisioner, se tabell 14. Merparten av årets resultat tillskrivs den externa positionstagningen. Riskutnyttjandet i den löpande positionstagningen var i medeltal fyra procent av det Value-at-Risk-mandat som Riksgälden tilldelats av regeringen.

Tabell 14 Resultat från positionstagning¹⁵

Miljoner kronor	2012	2013	2014	2015	2016	Tot.	Snitt
Intern positions- tagning	-176	235	-216	-47	-1	-205	-41
Extern positions- tagning	-24	-35	90	44	43	119	24
Förvaltnings- provisioner	-15	-12	-44	-25	-16	-111	-22
Totalt	-215	188	-170	-27	26	-197	-39

Löpande förvaltning

Intern positionstagning

I början av 2016 förföll ett fåtal kvarvarande positioner, som ingicks i slutet av 2015, med en förlust på 1 miljon kronor. Resterande delen av året bedrevs ingen intern positionstagning.

Under 2016 gav regeringen Riksgälden i uppdrag att analysera om positionsverksamheten kunde väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet.¹⁶ Slutsatsen i analysen var att Riksgälden har bättre förutsättningar än många andra marknadsaktörer att agera långsiktigt och uthålligt. Förutsättningarna var därmed goda för att

positionsverksamheten även i framtiden skulle kunna bidra till sänkta kostnader för statsskulden.

Mot denna bakgrund togs förlustspärren som infördes 2015 bort och ramverket för positionstagningen ändrades. I januari 2017 återupptog Riksgälden den interna positionstagningen.

Extern positionstagning

För närvarande anlitar Riksgälden fem externa förvaltare i den löpande positionstagningen. Gruppen externa förvaltare uppnådde ett årsresultat på 43 miljoner kronor före provisioner 2016, vilket är högre än femårsnittet på 24 miljoner kronor. Valutapositioneringen bidrog med ett positivt resultat på 66 miljoner kronor medan resultatet från räntepositioneringen var negativt och uppgick till -24 miljoner kronor. Efter förvaltningsprovisioner uppgick årsresultatet till 27 miljoner kronor. Diversifieringen inom gruppen är fortsatt god. Tre av fem förvaltare bidrog till ett sammantaget positivt årsresultat för gruppen som helhet.

Den externa positionstagningen påverkades framförallt av två stora politiska händelser under året: folkomröstningen om EU-medlemskapet i Storbritannien och det amerikanska presidentvalet.

Folkomröstningen i Storbritannien orsakade stor osäkerhet på finansmarknaden. Händelsen ledde till att i synnerhet brittiska långa räntor sjönk och att det brittiska pundet försvagades. Samtidigt stärktes den japanska yenen. Utvecklingen bidrog till stora valutavinster för den externa positionstagningen.

Under årets två sista månader steg räntorna i framförallt USA i spåren av det amerikanska presidentvalet. Ränteutvecklingen gick emot förvaltarnas förväntningar på minskade skillnader mellan amerikanska och europeiska räntor. Årsresultatet för räntepositioneringen blev därför negativt.

¹⁵ Resultatet mäts som förändring i portföljernas marknadsvärde (inklusive upplupna räntor) plus realiserade flöden.

¹⁶ Se regeringens skrivelse "Utvärdering av statens upplåning och skuldförvaltning 2011-2015" (skr. 2015/16:104) samt Riksgäldens rapport "Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om positionsverksamheten kan väntas bidra till sänkta kostnader och risker för statsskulden som helhet" (dnr 2016/1049).

Utvärdering av verksamheten på lång sikt

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder.

Positionstagningens genomsnittliga årsresultat blev -39 miljoner kronor för perioden 2012-2016. Den interna löpande positionstagningen resulterade i genomsnitt i ett underskott på 41 miljoner kronor medan den externa positionstagningen gav ett årligt överskott på i genomsnitt 2 miljoner kronor efter provisioner.

Resultatskillnaden mellan den interna och externa förvaltningen uppkom till största delen under hösten 2014 då den interna förvaltningen låg nere och till viss del under hösten 2015 då utrymmet för positioner begränsades av förlustspärren.

Särskild position

I slutet av 2014 initierade Riksgälden en särskild position som låste in en negativ ränta på -0,16 procent för skulden i schweiziska franc. Storleken på positionen uppgick som mest till 4,5 miljarder schweiziska franc vilket motsvarar cirka 40 miljarder svenska kronor. Syftet med upplägget var att minska kostnadsvariationen och säkra en negativ finansieringskostnad. Huvuddelen av positionen har nu förfallit. Vid utgången av 2016 återstod 1,2 miljarder schweiziska franc vilket motsvarar cirka 11 miljarder svenska kronor.

Sedan positionen ingicks har schweiziska räntor sjunkit och blivit än mer negativa. Merparten av förändringen inträffade i januari 2015 då den schweiziska centralbanken fattade beslut om att överge kopplingen till euron. Sett i backspegeln hade det hittills i kostnadshänseende varit bättre att inte låsa in räntan på -0,16 procent. Syftet var emellertid inte att sänka kostnaderna utan att minska risken genom att låsa in en negativ ränta och detta syfte uppnåddes.

För 2016 blev resultatet 13 miljoner kronor. Det ackumulerade resultatet för positionen uppgick till -435 miljoner kronor vid utgången av 2016, varav -351 miljoner kronor har realiserats.

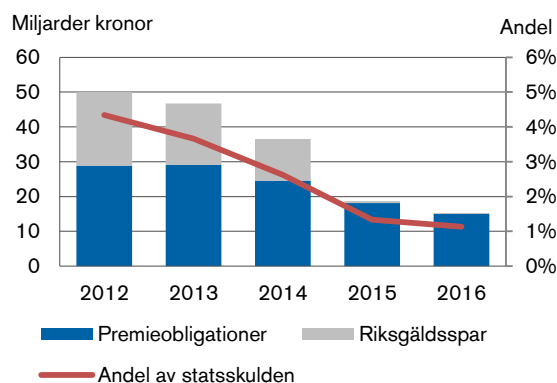
11 Privatmarknadsupplåning

Här redovisas resultatet av upplåningen på privatmarknaden. Målet är att låna till lägre kostnad än på den institutionella marknaden. Som en följd av att räntorna på den institutionella marknaden varit negativa har privatmarknadsupplåningen inte kunnat bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden under 2016.

Negativt resultat från privatmarknaden

Riksgälden lånar inte bara på den institutionella marknaden utan även från privatpersoner och andra mindre investerare som placerar pengar i premieobligationer och i Riksgäldsspar. Vid slutet av 2016 finansierade privatmarknaden 1,1 procent av statsskulden, vilket är en minskning med 0,2 procentenheter, se diagram 27.

Diagram 27 Privatmarknadens andel av statsskulden



Regeringen har gett Riksgälden i uppdrag att genom upplåning på privatmarknaden låna till lägre kostnad än motsvarande upplåning på kapitalmarknaden. Fram till och med 2014 har upplåningen på privatmarknaden inneburit en besparing för staten men från och med 2015 blev upplåningsformen dyrare, se tabell 15.

Tabell 15 Besparing från privatmarknadsupplåning

Miljoner kronor	2012	2013	2014	2015	2016	Tot.	Snitt
Premieobligationer	126	81	71	33	-23	287	57
Riksgäldsspar	4	17	0	-40	-10	-29	-6
Totalt	129	97	71	-7	-33	258	52

Upplåningen på privatmarknaden ökade kostnaden för staten med 33 miljoner kronor under 2016. Utfallen 2015–2016 beror huvudsakligen på att privatmarknadsupplåningen gjordes till positiva räntor när motsvarande räntor på kapitalmarknaden var negativa. För femårsperioden 2012–2016 var den samlade kostnadsbesparingen (resultatet) 258 miljoner kronor, vilket i genomsnitt motsvarar 52 miljoner kronor per år.

En premieobligation trots negativ ränta

Under 2016 minskade resultatet för premieobligationer med 57 miljoner kronor till -23 miljoner kronor. Det var första gången årsresultatet för premieobligationer var negativt. Försämringen berodde på att flera av de utestående obligationerna hade emitterats med förlust.

Riksgälden emitterade en premieobligation under våren som planerat trots en väntad förlust. Att ställa in en emission bedömdes minska kundstocken, vilket kunde resultera i ett minskat intresse för sparformen i framtiden. Löptiden sattes till två år och försäljningsvolymen uppgick till 1,4 miljarder kronor. Emissionen genererade en förlust på cirka 28 miljoner kronor. Riksgälden beslöt att inte sälja någon obligation under hösten eftersom det inte fanns något förfall av en gammal obligation.

Upphåll i utgivningen av premieobligationer

Under året avrapporterade Riksgälden ett regeringsuppdrag i vilket det gjordes en översyn av förutsättningarna för upplåning med premieobligationer. Riksgäldens slutsats var att upplåningen hade förutsättningar att bli lönsam på längre sikt och att den borde fortsätta även om det skulle innebära förluster de närmaste åren.¹⁷

I riktlinjebeslutet för 2017 gjorde regeringen en annan bedömning och uppmanade Riksgälden att inte ge ut premieobligationer så länge de var

¹⁷ Se Riksgäldens rapport "Avrapportering av regeringsuppdraget att analysera om upplåning i premieobligationer i framtiden bedöms kunna bidra till det statsskuldpolitiska målet" (dnr 2016/1049).

olönsamma. Som en följd av det låga ränteläget och regeringens riktlinjebeslut fattade Riksgäldens styrelse den 13 december beslut om att tillsvidare inte ge ut premieobligationer. Utgivningen återupptas när den återigen bedöms vara lönsam.

Fortsatt avveckling av Riksgäldssparkonton

Huvuddelen av stocken Riksgäldsspar med rörlig ränta avvecklades under november 2015. I början av 2016 återstod endast cirka 120 miljoner kronor. Behållningen på de flesta av de återstående kontona har kunnat betalas tillbaka under 2016 och i slutet av december återstod drygt 11 miljoner kronor. Resultatet från Riksgäldsspar förbättrades därför med 30,2 miljoner kronor till -9,8 miljoner kronor.

Konton i Riksgäldsspar med fast ränta stängdes för nyteckning i december 2012. Redan tecknade konton löper vidare till sina förfallodagar. De sista kontona förfaller i december 2020. Vid årsskiftet återstod nära 280 miljoner kronor.

Krympande andel av räntesparmarknaden

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 0,8 procent av räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer). Det är en minskning med 0,3 procentenheter under året vilket beror på kraftigt minskade volymer i en växande marknad.



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