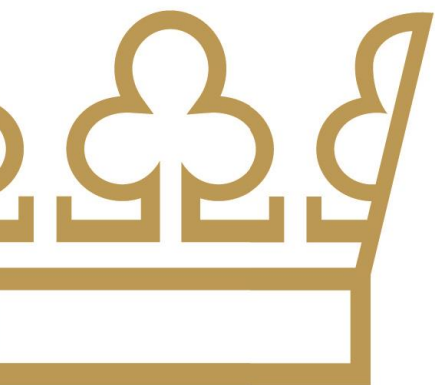
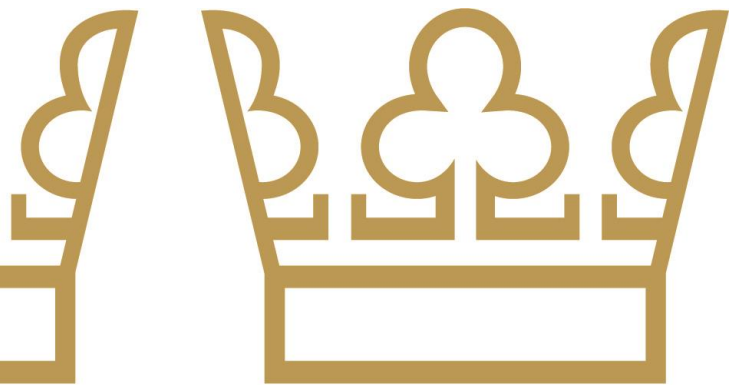


# Underlag för utvärdering

---

Statsskuldens förvaltning 2015



# Underlag för utvärdering 2015

---

Året i korthet	1	
<b>1</b>	<b>Mål och utvärdering</b>	<b>2</b>
1.1	Uppdrag	2
1.2	Mål och styrning av statsskuldens förvaltning	2
<b>2</b>	<b>Förvaltningsstrategier</b>	<b>5</b>
2.1	Likviditet och infrastruktur	5
2.2	Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation	6
2.3	Högt förtroende för Riksgälden	8
<b>3</b>	<b>Kostnad och risk</b>	<b>9</b>
3.1	Kostnader	9
3.2	Risker	11
<b>4</b>	<b>Prognoser på nettolånebehovet</b>	<b>15</b>
<b>5</b>	<b>Upplåningen i sammandrag</b>	<b>17</b>
<b>6</b>	<b>Kapitalmarknadsupplåning</b>	<b>18</b>
6.1	Statsobligationer	18
6.2	Reala statsobligationer	19
6.3	Obligationer i utländsk valuta	21
<b>7</b>	<b>Penningmarknadsupplåning</b>	<b>23</b>
7.1	Statsskuldväxlar	23
7.2	Commercial paper	24
7.3	Likviditetsförvaltning	24
<b>8</b>	<b>Vidareutlåning av utländsk valuta</b>	<b>26</b>
<b>9</b>	<b>Derivatinstrument</b>	<b>27</b>
9.1	Ränteswappar	27
9.2	Basswappar	28
9.3	Valutaterminer	28
<b>10</b>	<b>Positioner</b>	<b>29</b>
<b>11</b>	<b>Privatmarknadsupplåning</b>	<b>30</b>

# Året i korthet

---

Under 2015 sänkte Riksbanken reporäntan från noll till  $-0,35$  procent och annonserade att man avsåg köpa statsobligationer till ett nominellt värde av 200 miljarder kronor. Det ledde till att även längre räntor föll. Upplåningskostnaden för statsobligationer föll till så låga nivåer att utgivningen av premieobligationer inte längre kunde bidra till att sänka kostnaden för statsskulden. Riksbankens köp av statsobligationer kan också ha bidragit till att likviditeten på den svenska statspappersmarknaden försämrats.

**Kostnaden för statsskulden sjönk** till följd av den allmänna räntenedgången. Under året sålde Riksgälden statsobligationer till en genomsnittlig ränta på  $0,48$  procent, en nedgång från  $1,35$  procent året innan. [Se kapitel 3 och 6.](#)

**Riksgälden sålde statspapper till negativ ränta.** På korta löptider fick staten betalt för att låna. Statsobligationen med förfall i mars 2019 såldes till snitträntan  $-0,16$  procent. Även genom statsskuldväxlar och commercial paper kunde Riksgälden låna till negativ ränta. [Se kapitel 6 och 7.](#)

**Två nya premieobligationslån såldes med förlust** eftersom upplåningsräntan för motsvarande statsobligationer var negativ. Riksgäldens andra sparprodukt för privatpersoner, Riksgäldsspar, avvecklades som planerat under 2015. [Se kapitel 11.](#)

**Sämrre likviditet i statspapper.** Marknadsaktörerna anser att likviditeten i marknaderna för statspapper försämrades under året. Regleringar, den låga räntan 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 under det andra halvåret 2015. [Se kapitel 6.](#)

**Statens budgetunderskott mer än halverades.** Nettolånebehovet, det vill säga underskottet i statens budget, uppgick till 33 miljarder kronor jämfört med 72 miljarder kronor året innan. Den starka svenska tillväxten ledde till oväntat stora skatteinbetalningar. [Se kapitel 4 och 5.](#)

**Riksgälden amorterade på valutaskulden.** Som ett steg i regeringens beslut att gradvis minska statsskuldens valutaexponering köpte Riksgälden under året 318 miljarder japanska yen, vilket motsvarar 22 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 för 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 Riksgäldens *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 även påverka kostnaden för statsskulden genom att utnyttja tillfällen då prissättningen på marknaden är fördelaktig.

### Regeringens riktlinjer för 2015

Enligt regeringens riktlinjer för 2015 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

Syftet med att låna i flera skuldslag är att kunna attrahera en bred krets av investerare och att sprida risker. Det medför att de sammantagna riskerna i förvaltningen blir lägre.

#### *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) används stadsskuldväxlarna främst till att parera säsongsmässiga svängningar i lånebehovet.

#### *Real kronskuld*

Genom att ge ut reala statsobligationer 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 i 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 nyligen 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. Det innebär att upplåning i utländsk valuta i högre grad än tidigare kommer att omvandlas till svenska kronor med hjälp av derivatinstrument.

### 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 att statsskuldens löptid ska förlängas.

#### *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 2015 ska löptiden, mätt som duration, för de olika skuldslagen vara:

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronskuld: 6 – 9 år
- Nominell kronskuld:
  - För instrument med högst tolv år till förfall<sup>1</sup>
    - (t.o.m. 11 mars) 2,3 – 2,8 år
    - (fr.o.m. 12 mars) 2,6 – 3,1 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 konfidenznivå. 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 låga 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.

<sup>1</sup> Som en följd av den kraftiga räntenedgången kring årsskiftet 2014/2015 föreslog Riksgäldens styrelse den 18 februari 2015 att löptidsintervallet skulle höjas med 0,3 år. Den 12 mars 2015 beslutade regeringen i enlighet med Riksgäldens förslag.

## 2 Förvaltningsstrategier

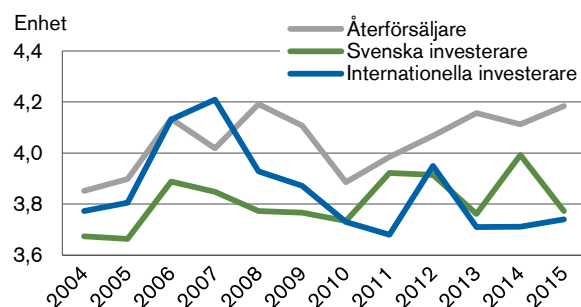
Här beskrivs de förvaltningsstrategier som syftar till att uppnå Riksgäldens mellanliggande mål. Kapitlet redovisar även vad återförsäljare och investerare anser om Riksgäldens sätt att genomföra strategierna.

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.<sup>2</sup> 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



Betyget från svenska investerare gick ner jämfört med 2014, främst på grund av att investerarna efterlyste tätare kontakter med Riksgälden. Utländska investerare och återförsäljare gav istället något högre betyg. Bortsett från ett visst tapp 2010 har betygen legat omkring fyra över tiden. Ett betyg över fyra bör enligt Prospera tolkas som "utmärkt".

<sup>2</sup> Undersökningen genomfördes mellan den 16 november och 29 december 2015. Sju återförsäljare och 54 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 växlar som är särskilt eftertraktade erbjuder Riksgälden marknadsvårdande repor i statspapper. Vetskapen om att reporna finns gör det lättare för återförsäljarna att ställa priser, vilket i sin tur gynnar likviditeten på marknaden.

Erfarenhetsmässigt anses repor i statspapper vara viktiga när återförsäljarna rangordnar Riksgäldens aktiviteter. Det är därför tillfredsställande att Riksgälden här får det utmärkta betyget 4,3.

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.

Under 2015 erbjöd Riksgälden större bytesvolymer i realobligationer än tidigare, bland annat i samband med introduktionen av två nya lån, men framför allt

när likviditeten försämrades efter rykten om att Riksbankens skulle köpa realobligationer i penningpolitiskt syfte.

Riksgäldens åtgärder på realobligationsmarknaden kan avläsas i årets enkätundersökning. Betyget för marknadsvårdande byten i realobligationer blev 4,0 för 2015 jämfört med 3,5 året innan. Detta är en väsentlig förbättring. I avsnitt 6.2 diskuteras arbetet med marknadsvård på realobligationsmarknaden mer ingående.

### Få benchmarklån

Upplåningen i stats- och realobligationer koncentreras vanligtvis till ett fåtal benchmarklån för att se till att den utestående volymen i dessa obligationer blir tillräckligt stor för att säkerställa god likviditet. Detta accentueras när statsskulden krymper. När emissionsvolymerna är stora blir behovet av att koncentrera upplåningen mindre.

Statsobligationer är Riksgäldens viktigaste instrument och när lånebehovet är litet prioriteras emissioner i dessa framför annan upplåning för att upprätthålla likviditeten i statsobligationsmarknaden.

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 refinansieringsrisken lägre eftersom endast en liten del av statsskulden då förfaller varje år.

### Effektiva försäljningskanaler

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

*Likviditeten har försämrats men är fortfarande god*  
Riksgälden kan endast skapa förutsättningar för att likviditeten på marknaden ska vara bra, 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 sämre. De orsaker som vanligen förs fram är den låga räntan och nya regleringar. Dessutom har Riksbankens köp av statsobligationer minskat den utestående värdepapperstocken som är tillgänglig för handel (se rutan "Riksbankens köp av statsobligationer").

Likviditeten i statsobligationer anses dock fortfarande vara god även om omsättningen blivit lägre. Svenska investerare ger bra betyg för både likviditet och pristransparens, medan återförsäljare och internationella investerare är något mer negativa.

Undersökningen visar att likviditeten anses ha försämrats även på marknaden för realobligationer. Här är likviditeten emellertid alltid 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. Som redan nämnts gjorde Riksgälden under året särskilda ansträngningar för att understödja likviditeten genom att utöka åtagandet om byten mellan olika realobligationslån.

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

## 2.2 Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation

För att skapa en attraktiv marknad för statspapper ska förvaltningen bedrivas transparent och förutsägbart. 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,





## Riksbankens köp av statsobligationer

Under 2015 köpte Riksbanken nominella statsobligationer i syfte att pressa ned det allmänna ränteläget, vilket i sin tur ska bidra till att höja inflationen.

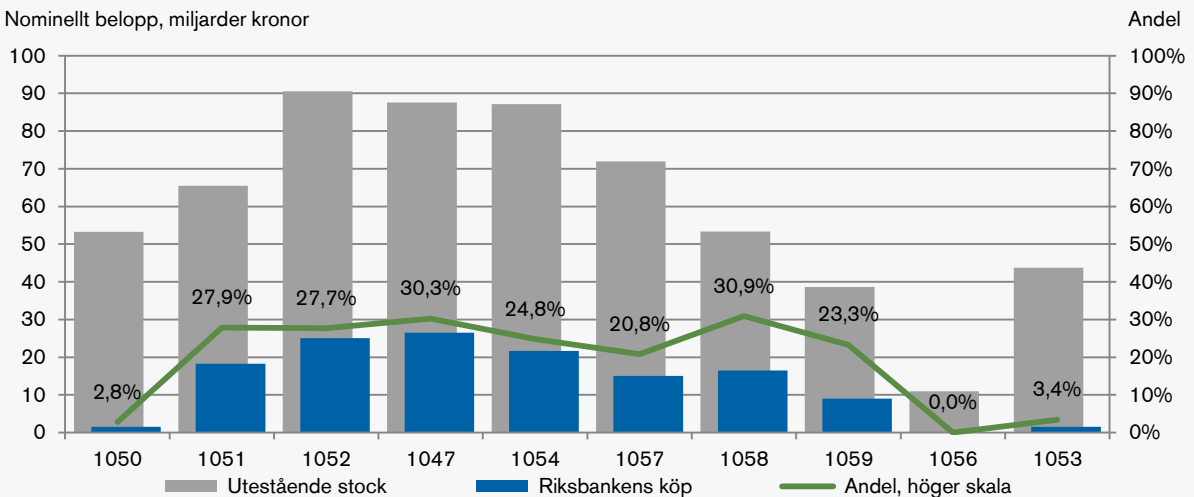
Riksbanken köpte obligationer till ett nominellt värde av 135 miljarder kronor, vilket motsvarar 22,4 procent av den utestående stocken av nominella statsobligationer. Under 2016 avser Riksbanken köpa obligationer för ytterligare 65 miljarder kronor och förväntas i juni 2016 inneha en tredjedel av den utestående stocken.

Riksgälden finansierar statens underskott och förvaltar statsskuden. Riksbankens köp av statsobligationer förändrar vare sig statens finansieringsbehov eller inriktningen på förvaltningen av statsskuden.

Riksbankens köp förändrar däremot storleken på den utestående stock av obligationer som aktivt handlas på marknaden. Det kan därför inte utelämnas att likviditeten på obligationsmarknaden försämras som en följd av att Riksbanken köper statsobligationer.

### Riksbankens köp av nominella statsobligationer samt utestående stock, 31 december 2015

Nominellt belopp, miljarder kronor



- 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 investerarrelationer 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 låneprognoser presenteras.

Under 2015 besöktes investerare i Europa, Sydamerika och USA. Representanter från Riksgälden deltog som talare på flera seminarier och konferenser i såväl Sverige som utomlands.

I årets enkätundersökning fick Riksgälden betyget 3,5 för kontakterna med investerare. Här finns således förbättringspotential. De svenska investerarna gav betyget 3,3 med motiveringen att Riksgälden måste lyssna mer på marknadsönskemål som en följd av att likviditeten blivit sämre. Riksgälden har under året ökat lyhördheten gentemot marknaden, bland annat genom att i

högre grad än tidigare erbjuda två obligationslån vid flertalet auktionstillfällen (se avsnitt 6.1).

För andra året i rad ökade investerarnas intresse av att ha täta kontakter med Riksgälden. De flesta föredrar personliga möten, men många visar även intresse för Riksgäldens större investerarrträffar. Av de svenska investerarna vill närmare 80 procent ha kontakt en gång per kvartal eller en gång i halvåret. De internationella investerarna nöjer sig i regel med en kontakt om året.

### 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 statskulden de kommande två åren.

Låneplanen baseras på en prognos för statens nettolånebehov och uppgifter om refinansieringsbehov och räntebetalningar för den befintliga statskulden. Utifrån detta anpassar Riksgälden upplåningen så att villkoren i regeringens riktlinjer uppfylls. Låneplanen och prognosen för netto-lånebehovet ligger normalt fast tills 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 prognoserna).

Rapporten "Sveriges statskuld" publiceras på månadsbasis och innehåller detaljerad information om hur statskulden är sammansatt.

För 2015 fick Riksgälden betyget 4,1 för kommunikationen kring lånebehov och finansiering och betyget 4,0 för ett tydligt och konsekvent agerande. Betygen är marginellt sämre än för 2014.

#### Webbplatsen riksgalden.se

Riksgälden har under året utökat informationen om upplåning och statskuld på webbplatsen. Det finns nu möjlighet att interaktivt hämta information på webbplatsen för nedladdning eller utskrift.

Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. 92 procent av återförsäljarna använder webbplatsen. Bland svenska och internationella placerare är motsvarande siffra 97 respektive 66 procent. Nästan 100 procent av de

som besöker webbplatsen anser att de hittar den information man letar efter.

## 2.3 Högt förtroende för Riksgälden

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

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	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,8
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,7
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,5
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,5
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,3

När samma aktörer sedan betygsatte Riksgäldens förmåga att genomföra strategierna blev rangordningen densamma, se tabell 2. En rimlig slutsats av detta är Riksgälden fokuserar på rätt saker.

**Tabell 2 Riksgäldens främsta styrkor**

Styrkor	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,3
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,1
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,0
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,0
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,0

# 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 2015.

Det övergripande målet för statsskuldsvärdningen 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 i framtiden. 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 flödena för valutaskulden påverkas av valutakurser.

Det är svårt att beräkna kostnaden för statsskulden på ett enkelt sätt med en enda siffra. Riksgälden redovisar därför kostnaden med tre olika mått:

- Räntebetalningar
- Periodiserad kostnad
- Genomsnittlig emissionsränta

*Räntebetalningar* visar hur mycket som betalas ett enskilt år. Måttet är direkt kopplat till kassaflödena. 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 intäkt istället för att periodiseras över lånets löptid. På samma sätt tas kostnaden direkt när ett instrument

emitteras till underkurs. Inte heller resultateffekter av återköp periodiseras.

I måttet *periodiserad kostnad* inkluderas i stort sett alla kassaflöden.<sup>3</sup> Antaganden görs om inflations- och valutakursutvecklingen för att prognosticera framtida kassaflöden. Dessa ställs sedan i relation till de faktiska (till skillnad från nominella) belopp som har lånats och periodiseras över lånens löptid.

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

### Räntebetalningar

Statens räntebetalningar uppgick till 22 miljarder kronor 2015. Det är nästan 19 miljarder kronor mer än för 2014, vilket främst förklaras av att höga överkurser och valutakursvinster tillfälligt drog ner betalningarna under 2014. Under 2015 verkade kurseffekterna i stället åt andra hållet och ökade räntebetalningarna. Bland annat uppstod kursförluster i schweiziska franc på omkring 5 miljarder kronor som en följd av att den schweiziska centralbanken beslutade att överge kopplingen till euron i januari 2015. Valutakursförluster uppstod även i amerikanska dollar och brittiska pund 2015.

Räntebetalningarna påverkades också av att Riksgälden betalade upplupen inflationskompensation på omkring 5 miljarder kronor i samband med att realobligationen *SGB IL 3105* förföll i december 2015.

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 i takt med att gamla lån ersätts av nya där kupongräntan (räntebetalningarna) är lägre.

<sup>3</sup> Kassaflöden som kan hänföras till valutaterminer ingår inte i måttet.

## Periodiserad kostnad

Den periodiserade kostnaden innehåller alla komponenter som påverkar kostnaden för statskulden; räntor, inflationskompensation och valutakursförändringar.

Kostnaden för en viss tidsperiod beräknas genom att de belopp som lånats ställs i relation till de kassaflöden som kommer att betalas i framtiden med hänsyn tagen till när i tiden detta sker. För realskulden, valutaskulden och swappar är de framtida kassaflödena okända. Därför antas den framtida inflationen följa den så kallade break-eveninflationen, det vill säga den inflation som kan härledas från marknadens prissättning av realobligationer relativt statsobligationer. Framtida valutakurser och korträntor antas ligga kvar på samma nivå som vid slutet av 2015.

Efter hand ersätts antagandena med faktiska utfall vilket innebär att kostnaden bakåt i tiden revideras. Även när Riksgälden återköper statspapper påverkas kostnaden bakåt i tiden 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 2 Periodiserad kostnad för samtliga skuldslag<sup>4</sup>**

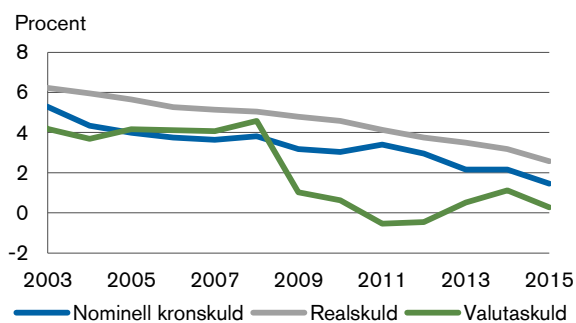
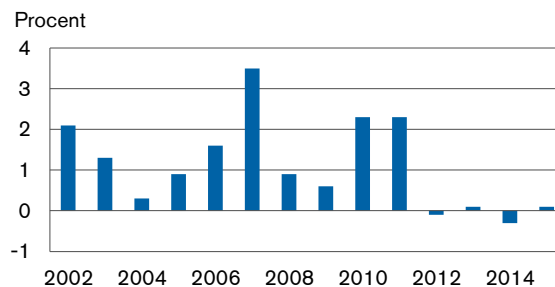


Diagram 2 visar den periodiserade kostnaden för samtliga skuldslag. För den nominella kronskulden var kostnaden 1,5 procent under 2015. Kostnaden har sjunkit trendmässigt under en längre tid vilket speglar den allmänna räntenedgången.

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

Under 2015 var kostnaden för realskulden 2,6 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 3.

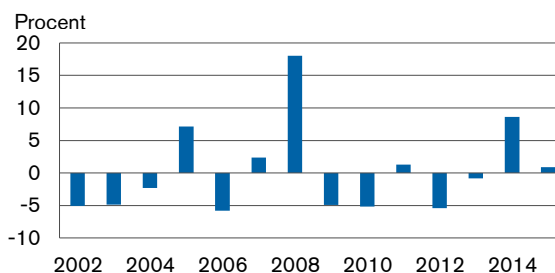
**Diagram 3 Inflationstakt, årlig förändring av KPI**



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.

För valutaskulden var kostnaden 0,3 procent under 2015. En förklaring till den låga kostnaden är att löptiden är mycket kort för valutaskulden. De låga marknadsräntorna får därför snabbt genomslag i kostnaden. Kostnadsberäkningen för valutaskulden är dock inte fullständig i och med att valutaterminer inte ingår i kostnadsmåttet.

**Diagram 4 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden**



Kronans kurs har stor betydelse för valutaskuldens kostnad. Under 2015 försvagades kronan mot de flesta valutor, men stärktes mot euron som svarar för den största delen av valutaexponeringen. Sammantaget försvagades kronan med cirka en procent mot valutaskulden, se diagram 4.

Hur snabbt valutakursförändringar slår igenom på valutaskuldens kostnad beror på hur skulden är skapad. En stor del har kommit till genom att

swappa upplåning i kronor till utländsk valuta (se rutan på sidan 28 för en närmare beskrivning). Löptiden på dessa swappar är relativt lång vilket innebär att valutakursförändringar kommer att påverka kostnaden gradvis över lång tid.

För den del av skulden som kommer från upplåning av utländsk valuta slår valutakursförändringar igenom snabbare.

**Diagram 5 Periodiserad kostnad för olika statspapper**

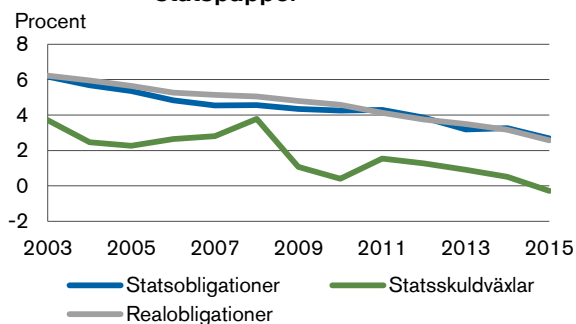
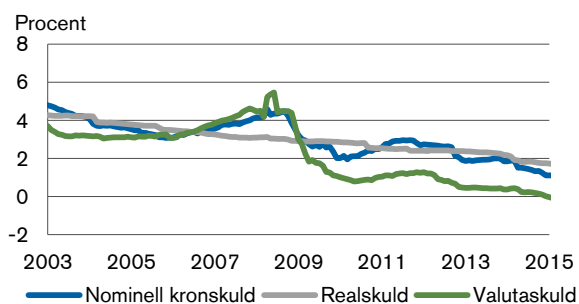


Diagram 5 visar den periodiserade kostnaden för olika statspapper. Kostnaden har varit lägre och mer varierande för statskuldväxlar eftersom deras löptid är kortare och ränteförändringarna då slår igenom snabbare. Under 2015 var kostnaden negativ, -0,3 procent. För statsobligationer var kostnaden 2,7 procent och för realobligationer 2,6 procent.

### Genomsnittlig emissionsränta

För den nominella kronskulden var den genomsnittliga emissionsräntan 0,5 procent vid utgången av 2015, en minskning från 1,1 procent 2014, se diagram 6. Den lägre emissionsräntan beror på den allmänna räntenedgången.

**Diagram 6 Genomsnittlig emissionsränta**



Av samma skäl sjönk den genomsnittliga reala emissionsräntan. Vid utgången av 2015 var den 1,5 procent vilket är 0,3 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 2015 beräknades emissionsräntan till -0,1 procent. Det är 0,1 procentenheter lägre än ett år tidigare.

Man bör notera att emissionsräntorna för olika skudslag inte är helt jämförbara. För real- och valutaskulden visas inte hela kostnaden eftersom inflationskompensation och valutakursförändringar inte ingår i beräkningarna. Dessutom har skudslagen olika löptider.

## 3.2 Risker

### Förändrade riktlinjer

Regeringen beslutade inför 2015 att byta principer för hur löptid och andelar ska beräknas i styrningen av statsskulden. Ändringen innebar att löptiden ska mätas som duration och andelarna beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive inflationskompensation.

Som en följd av de nya beräkningsprinciperna ändrades riktvärdena för den nominella och reala kronskuldens löptider samt för realobligationernas andel av statsskulden. Den faktiska skuldsammansättningen ändrades däremot inte.

En annan förändring av riktlinjerna var att andelsmålet för statsskuldens valutaexponering ersattes med ett mål om att minska valutaexponeringen med högst 30 miljarder kronor per år (rutan på sidan 3 beskriver bakgrunden till beslutet).<sup>5</sup>

### Löptid

Enligt de riktlinjer som gällde i början av året skulle durationen för den nominella kronskulden bestående av instrument med upp till tolv års löptid vara mellan 2,3 och 2,8 år. Detta var en översättning från det gamla måttet räntebindningstid justerat för den ökning av löptiden som följde av att valutaexponeringen minskade.

Efter regeringens beslut om nya riktlinjer i november 2014 föll marknadsräntorna kraftigt. Eftersom måttet duration påverkas av marknadsräntorna ändrades förhållandet mellan durationen och det gamla måttet räntebindningstid. Regeringen beslutade därför i mars 2015 att höja durationen med 0,3 år till mellan 2,6 och 3,1 år. Beslutet

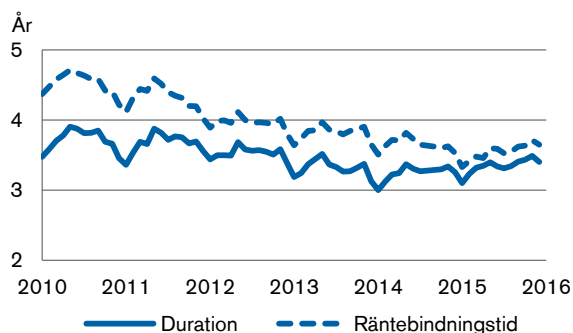
<sup>5</sup> Exponeringen beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.

innebar att Riksgälden kunde följa sin gällande låneplan.

Diagram 7 visar durationen för statsskulden som helhet. För att underlätta historiska jämförelser visas även det gamla måttet räntebindningstid.

Diagrammet åskådliggör hur måtten har konvergerat i takt med att räntorna fallit.

**Diagram 7 Duration och räntebindningstid för den totala statsskulden**



För nominella instrument vars löptid överstiger tolv år beslutade regeringen att det långsiktiga rikt-värdet för utestående volym skulle ligga kvar på 70 miljarder kronor.

Durationen för den reala kronskulden skulle vara mellan sex och nio år, medan den för valutaskulden skulle vara 0,125 år (en och en halv månad).

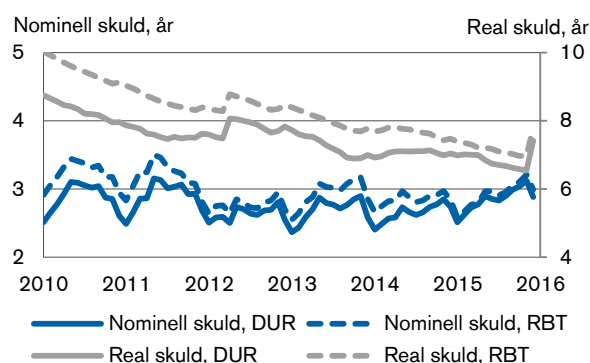
Durationen för den nominella kronskulden varierar på grund av att statens betalningar är ojämna över tiden. Dagar med stora underskott lånar Riksgälden mer i korta löptider och vice versa. Upplåningen planeras så att durationen hålls mellan 2,6 och 3,1 år. Avsikten med intervallet är dock inte att fram-tvinga 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 löptids-intervallen får förekomma.

Diagram 8 visar durationen och räntebindningstiden för den nominella och reala kronskulden. Under 2015 var den genomsnittliga durationen för den nominella kronskulden 2,8 år medan den för den reala kronskulden var 6,8 år. För valutaskulden var den genomsnittliga durationen endast 0,1 år.

Förutsättningarna för att styra löptiden skiljer sig åt mellan skuldslagen. På den internationella kapital-marknaden är Riksgälden en liten aktör och det är lätt att styra durationen i valutaskulden med ränte-derivat. 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.

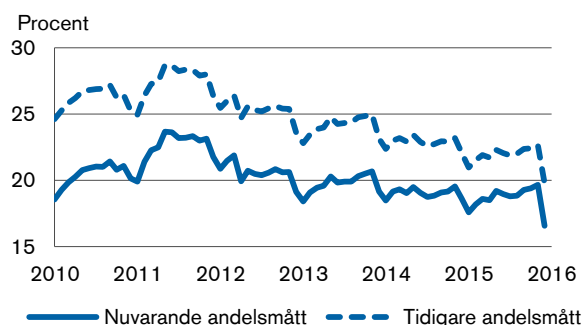
**Diagram 8 Duration och räntebindningstid för nominell kronskuld och realskuld**



### Real skuld i kronor

Den reala kronskulden skulle enligt riktlinjerna utgöra 20 procent av statsskulden.<sup>6</sup> I genomsnitt var den 18,6 procent under 2015. Riktvärdet 20 procent är långsiktigt och andelen är svårstyrd på kort sikt. Exempelvis faller den mycket när ett obligationslån löper ut. Det förklarar varför realandelen gick ner kraftigt i slutet av 2015, se diagram 9. Diagrammet visar även det gamla andelsmättet för att underlätta jämförelser över tiden.

**Diagram 9 Realandelen**



### Valutaskuld

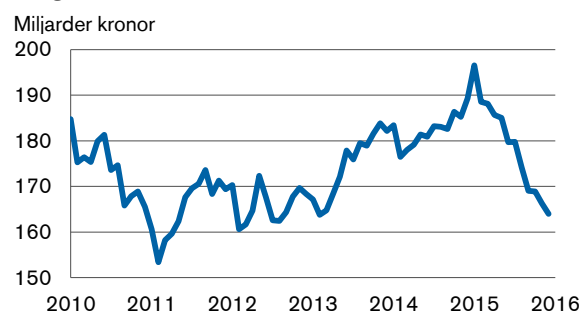
Valutaskulden består av flera valutor. Under 2015 minskade Riksgälden valutaskulden genom att växla 318 miljarder japanska yen, vilket motsvarar 22 miljarder kronor beräknat med valutakursen vid årets slut. Att minskningen uteslutande gjordes i

<sup>6</sup> Andelen beräknas på basis av realskuldens nominella belopp inklusive upplånen inflationskompensation.

japanska yen 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 25 miljarder kronor under 2015, se diagram 10. Om man exkluderar valutakursförändringar enligt den metod som Riksgälden använder blir minskningen istället 28 miljarder kronor.

**Diagram 10 Valutaskulden till aktuell valutakurs**



### Refinansieringsrisk

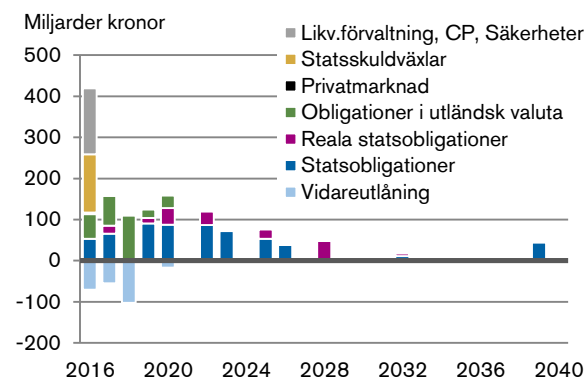
Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till mycket höga kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras över huvud taget. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en 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.

Obligationsförfall fungerar precis som andra statliga betalningar. Nettot av statens dagliga betalningar varierar och kan vissa dagar uppgå till 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 11 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.

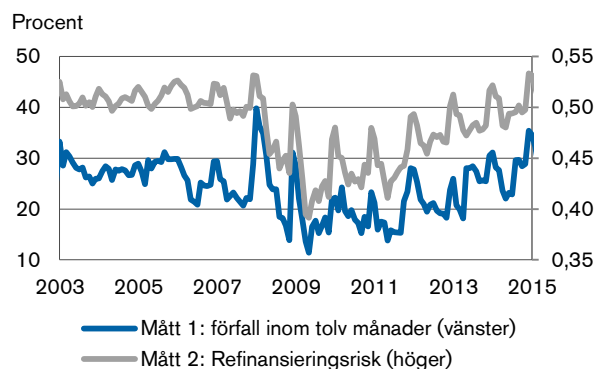
**Diagram 11 Förfalloprofil i december 2015**



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.

**Diagram 12 Refinansieringsrisk**

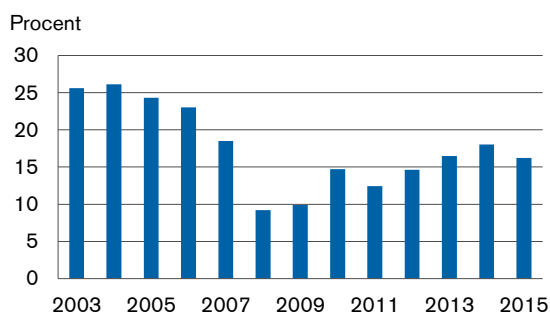


I diagram 12 visas två mått på refinansieringsrisk. Det första visar hur stor andel av skulden som förfaller inom tolv månader. Det andra är definierat så att ett lån med omedelbart förfall får värdet ett medan ett lån som aldrig förfaller får värdet noll. Samtliga lån vägs sedan samman och man erhåller ett tal mellan noll och ett för den totala statsskulden.

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.

Refinansieringsrisken minskade under finanskrisen 2008/09. Det beror på att Riksgälden, till skillnad från många andra statliga låntagare, kunde minska andelen kortfristig finansiering när lånebehovet ökade. Därefter har refinansieringsrisken åter gått upp som en följd av den kortfristiga upplåningen har ökat. Den andel av statsskulden som finansieras på penningmarknaden illustreras i diagram 13. Under 2015 var andelen i genomsnitt 16 procent.

**Diagram 13 Andel skuld som finansierats på penningmarknaden**



### Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken för att en motpart i en transaktion inte kan fullgöra sina förpliktelser att betala eller leverera säkerheter.

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 clearas 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 2015 inträffade inga väsentliga händelser som fick påverkan på Riksgäldens kreditrisk. Motpartsrisken påverkades dock av att ett antal motparter fick höjt respektive sänkt kreditbetyg. Två motparter fick sina kreditbetyg sänkta till under Riksgäldens lägsta tillåtna nivå (A-). Med dessa fanns utestående affärer vid tillfället för sänkningen. Baserat på en avvägning mellan kostnaden för att stänga de utestående affärerna i förtid och risken med att behålla affärerna beslutade Riksgälden att behålla dem.



## 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 2015

Under hösten 2013 var prognosen för 2015 års nettolånebehov 18 miljarder kronor. Då antogs att 2015 skulle präglas av en stark återhämtning i den globala konjunkturen och att svensk ekonomi därmed skulle få draghjälp från omvärlden. Detta realiserades dock inte och fram till hösten 2014 underskattade Riksgälden nettolånebehovet.

Under slutet av 2014 och inledningen av 2015, reviderades de globala tillväxtförutsättningarna ned. Geopolitiska spänningar i mellanöstern och Ukraina samt en svagare utveckling i tillväxtländerna, dämpade framtidsförväntningarna. Det ledde till att prognoserna för nettolånebehovet revideras upp. I årets första statsupplåningsrapport (2015:1) var prognosen 80 miljarder kronor, se tabell 3.

Tabell 3 Årsprognoser för 2015

Miljarder kronor	2014:3	2015:1	2015:2	2015:3	Utfall
<b>Primärt lånebehov</b>	<b>30</b>	<b>52</b>	<b>46</b>	<b>22</b>	<b>11</b>
varav vidareutlåning	5	10	10	10	10
varav försäljningsinkomster	0	0	0	0	0
<b>Räntor på statsskulden</b>	<b>21</b>	<b>29</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>21</b>
<b>Nettolånebehov</b>	<b>51</b>	<b>80</b>	<b>71</b>	<b>45</b>	<b>33</b>
<b>Nettolånebehov exkl. vidareutlåning och försäljningsinkomster</b>	<b>46</b>	<b>71</b>	<b>61</b>	<b>36</b>	<b>23</b>

Den globala tillväxten 2015 blev måttlig. Trots det utvecklades svensk ekonomi överraskande starkt, driven av inhemsk efterfrågan. Prognoserna för nettolånebehovet justerades gradvis ner under andra halvåret, främst till följd av att skatte-

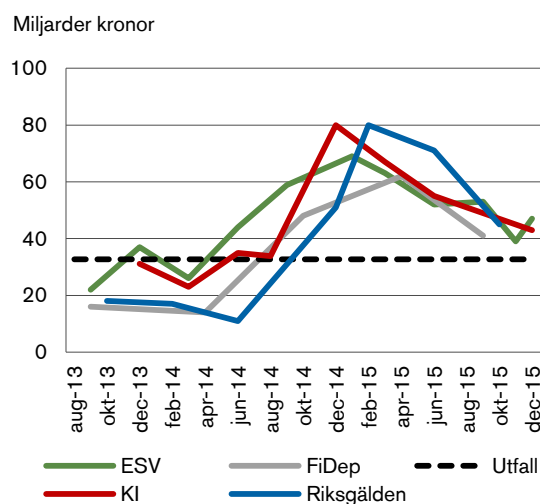
inbetalningarna översteg förväntningarna. Likväl överskattades nettolånebehovet. Avvikelsen mellan den sista prognosen och utfallet blev knappt 13 miljarder kronor.

### 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 14 nedan. Samtliga prognosmakare hade liknande profil på sina prognoser. Hösten 2013 och under inledningen av 2014 underskattades nettolånebehovet. Därefter reviderades prognoserna upp kraftigt till följd av svaga globala tillväxtutsikter.

Diagram 14 Jämförelse med andra myndigheter



Under andra halvan av 2015 reviderades prognoserna gradvis ner. Likafullt överskattade samtliga myndigheter nettolånebehovet i sina sista prognoser för året.

## 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.<sup>7</sup>

**Diagram 15 Avvikelser månadsprognoser enligt RMSE 2011–2015**

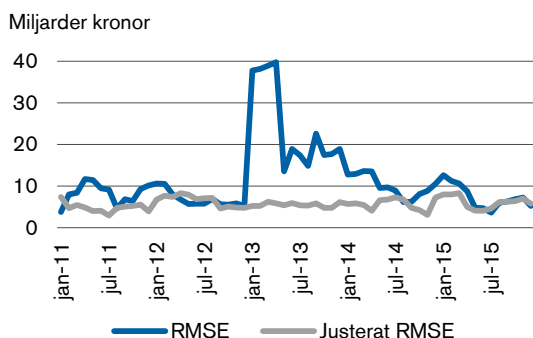


Diagram 15 visar hur RMSE har utvecklats sedan år 2011. Det framgår att RMSE minskat något under 2015 jämfört med 2014.

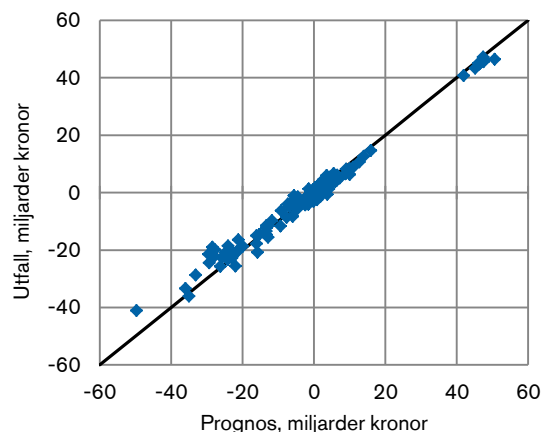
Periodvis har nettolånebehovet påverkats kraftigt av Riksgäldens vidareutlåning och inkomster från försäljningar av statliga företag. Därför redovisas även ett justerat RMSE som rensats från dessa poster. Uttryckt med detta mått har prognosprecisionen varit relativt jämn under perioden.

## Dagsprognoser

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

Den genomsnittliga avvikelserna per dag var 131 miljoner kronor under 2015. Diagram 16 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 16 Prognos och utfall på dagsbasis**



De största avvikelserna på dagsnivå rörde skatteinkomster. Jämfört med tidigare år ändrades betalningsmönstret för skatteinkomsterna under 2015. En större andel av skatterna betalades in tidigt i månaden och en betydligt mindre andel än tidigare betalades på förfalldagen.

Det förändrade betalningsmönstret skulle kunna vara en effekt av det låga ränteläget. Eftersom skattekontot under 2015 gav en skattefri ränta på 0,56 procent fanns incitament att tidigare lägga skattebetalningar. Det kan heller inte uteslutas att företag använt skattekontot för att placera likvida medel.

<sup>7</sup> 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.

## 5 Upplåningen i sammandrag

Här ges en övergripande bild av Riksgäldens upplåningsbehov och upplåning under 2015. Trots att budgetunderskottet minskade ökade bruttoupplåningen med 46 miljarder kronor.

Vid årets utgång var statsskulden 1 403 miljarder kronor. Nettolånebehovet under 2015, det vill säga underskottet i statens budget, uppgick till 33 miljarder kronor, vilket är 40 miljarder kronor lägre än för 2014. Bruttoupplåningen ökade däremot med 46 miljarder kronor och stannade vid 479 miljarder kronor. Ökningen beror på stora förfall av penningmarknadslån under 2015, vilket framgår av tabell 4.

**Tabell 4** Upplåningsbehov brutto

Miljarder kronor	2014	2015
<b>Nettolånebehov</b>	<b>72</b>	<b>33</b>
Affärdsdagsjustering mm <sup>1</sup>	-4	0
Privatmarknad & säkerheter, netto <sup>2</sup>	3	31
<b>Förfall penningmarknad<sup>3</sup></b>	<b>180</b>	<b>256</b>
Statsskuldväxlar	94	88
Commercial paper	39	124
Likviditetsförvaltningsinstrument	47	44
<b>Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad</b>	<b>182</b>	<b>160</b>
Statsobligationer	89	75
Realobligationer	8	31
Obligationer i utländsk valuta	86	54
<b>Totalt upplåningsbehov, brutto<sup>4</sup></b>	<b>433</b>	<b>479</b>

<sup>1</sup> Justering för skillnaden mellan likviddag och affärdsdag.

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

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

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

Räntorna sjönk till rekordlåga nivåer under 2015. Tioåriga statsobligationer emitterades till en genomsnittlig ränta på 0,48 procent jämfört med 1,35 procent under 2014.

Riksgälden fortsatte att prioritera upplåningen i statsobligationer, som är det långsiktigt viktigaste upplåningsinstrumentet. Totalt emitterades 86 miljarder kronor, jämfört med 77 miljarder kronor 2014 (se tabell 5).

För realobligationer uppgick den planerade emissionsvolymen till 18 miljarder kronor. Det emitterade beloppet stannade vid 17 miljarder kronor eftersom några emissioner inte blev fulltecknade.

**Tabell 5** Total upplåning brutto

Miljarder kronor	2014	2015
<b>Penningmarknad, upplåning</b>	<b>256</b>	<b>284</b>
Statsskuldväxlar	88	141
Commercial paper	124	87
statens egen del	117	78
vidareutlåning till Riksbanken	6	9
Likviditetsförvaltningsinstrument	44	56
<b>Kapitalmarknad, upplåning</b>	<b>177</b>	<b>194</b>
Statsobligationer	77	86
Reala statsobligationer	17	17
Obligationer i utländsk valuta	84	91
statens egen del	25	38
vidareutlåning till Riksbanken	59	53
<b>Total upplåning, brutto</b>	<b>433</b>	<b>479</b>

Riksgälden tog under året upp obligationslån i utländsk valuta motsvarande 91 miljarder kronor, jämfört med 84 miljarder kronor året innan. Ökningen beror framför allt på att upplåningen för statens egen del ökade till 38 miljarder kronor från 25 miljarder kronor. Resterande del, 53 miljarder kronor, avsåg refinansiering av lån till Riksbanken. Ytterligare 9 miljarder kronor av Riksbankens förfallande lån refinansierades med commercial paper.

Riksgälden kunde låna till goda villkor i utländsk valuta under året trots perioder av osäkerhet om amerikansk penningpolitik och volatilitet i ränte- och aktiemarknaden.

Den utestående stocken statsskuldväxlar uppgick till 141 miljarder kronor i slutet av 2015. Det är 53 miljarder kronor mer än ett år tidigare. Riksgälden använder statsskuldväxlar såväl inom den reguljära skuldförvaltningen som inom likviditetsförvaltningen. Ökningen av växelstocken under 2015 beror på att Riksgälden emitterat mer inom ramen för likviditetsförvaltningen.

# 6 Kapitalmarknadsupplåning

Den största delen av statskulden finansieras genom att ge ut 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 2015.

## 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 den tioåriga- och femåriga löptiden.
- Emissioner i tvååriga löptider förekommer för att understödja likviditeten i terminsmarknaden eller för att sprida upplåningen då lånebehovet är stort. Även emissioner i lån med löptider mellan 2, 5 och 10 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

### Emissionsvolymer

I årets första upplåningsprognos (2015:1) höjdes den planerade emissionstakten för statsobligationer från 77 miljarder kronor till 88 miljarder kronor per år.<sup>8</sup> Därefter har den planerade emissionstakten varit oförändrad, se tabell 6.

**Tabell 6 Planerad upplåning i statsobligationer**

Miljarder kronor	2015	2016	2017
2014:3	77	77	
2015:1	86	88	
2015:2	86	88	
2015:3	86	88	88
Utfall	86		

### Ny tioårig statsobligation 2015

En ny tioårig statsobligation, SGB 1059, introducerades i maj 2015. Lånet blev referenslån i december 2015. Enligt praxis erbjöds byten till den nya obligationen i samband med introduktionen och ytterligare byten innan lånet blev referenslån.

### Långa obligationer

Enligt regeringens riktlinjer ska det långsiktiga riktvärdet för stocken av statsobligationer med löptid längre än tolv år vara 70 miljarder kronor.

Riksgälden undersöker regelbundet marknadens intresse av långa obligationer. Riksgälden bedömde under året att intresset inte var tillräckligt stort för att man skulle kunna ge ut långa obligationer. Den utestående stocken av långa obligationer var vid årets slut 54,8 miljarder kronor, vilket är samma volym som vid årets början.

### Resultat av låneaktiviteter

Samtliga försäljningar av obligationer hölls i auktionsform. Under januari och februari var den erbjudna volymen 3,5 miljarder kronor per auktions-

<sup>8</sup> Eftersom ett antal emissioner redan hade genomförts till den lägre årstakten innebar höjningen att planen för kalenderåret 2015 höjdes till 86 miljarder kronor.

tillfälle, men från mars höjdes den till 4 miljarder kronor. Auktioner genomfördes vid 22 tillfällen och vid 17 av dessa fördelades auktionsvolymen på två obligationslån.

Under året emitterades en lägre andel referenslån jämfört med tidigare år. Eftersom den emitterade volymen var relativt stor fanns inte samma behov som tidigare av att koncentrera upplåningen till tioåriga obligationer, se tabell 7.

**Tabell 7 Emitterad volym och snittränta**

Obligation	Emitterad volym, miljoner kronor	Snittränta, procent
SGB 1052 4.25% 12 Mar 19	11 250	-0,16
SGB 1047 5% 1 Dec 20	4 000	0,14
SGB 1054 3.5% 1 Jun 22	21 500	0,39
SGB 1057 1.5% 13 Nov 23	17 650	0,63
SGB 1058 2.5% 12 May 25	23 500	0,62
SGB 1059 1.0% 12 Nov 26	8 000	1,00
<b>Totalt</b>	<b>85 900</b>	<b>0,48</b>

Referenslån i den elektroniska interbankmarknaden var SGB 1051 (2 år), SGB 1047 (5 år) samt SGB 1058 och 1059 (10 år).

Utöver auktionerna erbjöds under året byten till den nya tioåringen SGB 1059. I bytena såldes nya obligationer för drygt 30 miljarder kronor samtidigt som Riksgälden köpte tillbaka delar av lånen SGB 1057 och SGB 1058.

### Marknadsförutsättningar

Efterfrågan på obligationer var god under året. I endast en auktion såldes mindre än den volym som bjöds ut. Många investerare anser att auktionerna är bra tillfällen att köpa stora belopp till rådande marknadsräntor. Det visade sig bland annat genom att det vid två tillfällen under året inträffade att en aktör tog hela volymen i en emission.

Den genomsnittliga teckningskvoten minskade till 2,51 från 3,03 under året innan, se tabell 8. Snittet för den senaste femårsperioden har varit 2,49.

**Tabell 8 Teckningskvoter och snittränta**

	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,43	2,12	2,38	3,03	2,51
Snittränta i procent <sup>2</sup>	2,42	1,57	1,87	1,35	0,48

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

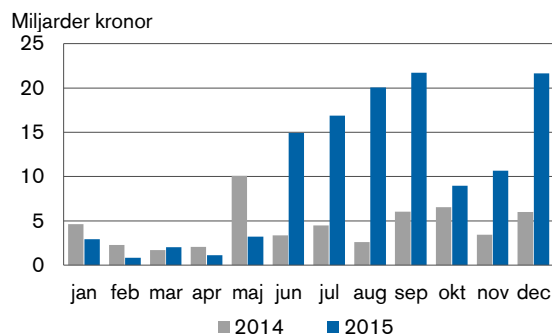
<sup>2</sup> Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner och syndikering ingår inte.

### Marknadsvård

Av diagram 17 framgår att de marknadsvårdande reporna i statsobligationer var betydligt större under 2015 än 2014. Det kan vara ett tecken på att likviditeten på marknaden för statsobligationer har

försämrats. Riksbanken har under året köpt statsobligationer till ett nominellt värde av 135 miljarder kronor (se rutan på sidan 7). En del av dessa obligationer ägdes tidigare av investerare som kunde tänka sig att repa ut dem. Riksbanken repar däremot inte ut några obligationer, vilket kan förklara varför Riksgäldens marknadsvårdande repofacilitet utnyttjats mer än tidigare.

**Diagram 17 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt**



## 6.2 Reala statsobligationer

Reala statsobligationer utgör ett komplement till nominella statsobligationer. Genom att ge ut reala obligationer 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

*Motverka minskningen av realskuldens andel*  
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 9 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 planerade att emittera 18 miljarder kronor i realobligationer under 2015, vilket bedömdes vara det utbud som marknaden kunde hantera under det rådande marknadsläget. Av tabell 9 framgår att den emitterade volymen stannade vid 17,3 miljarder kronor till följd av att några emissioner inte blev fulltecknade.

**Tabell 9 Förändring av realskulden 2015**

Utestående stock vid utgången av 2014	203,2
Auktioner	17,3
Netto av auktionsbyten	-1,6
Förfall	-23,3
Netto av marknadsvårdande byten	-6,3
Riksgäldsspar real	-0,2
Övertagna obligationer	-0,1
Övrig marknadsvård	0,3
Inflationsuppräknings	-6,0
<b>Utestående stock vid utgången av 2015</b>	<b>183,3</b>

Under året förföll obligation *SGB IL 3015* vilket minskade stocken realobligationer med 23,3 miljarder kronor. Stocken minskade också som en följd av marknadsvårdande obligationsbyten. Under året minskade den reala obligationsstocken med knappt 20 miljarder kronor.

#### Åtgärder för att bidra till jämnare förfalloprofil

Riksgälden introducerade två nya realobligationer under 2015. Dels en fyraårig obligation i syfte att bidra till en jämnare förfalloprofil i den korta delen av realräntekurvan, dels en med 17 års löptid. Syftet med att ge ut en ny lång obligation var att erbjuda ett komplement till det längsta lånet som utgör en stor del av realskulden.

#### 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 15 av dessa fördelades auktionsvolymen på två olika obligationer. På så sätt kunde Riksgälden tillvarata intresset för obligationer med olika löptid. Riksgälden emitterade fem olika realobligationer med mellan fyra och 17 års återstående löptid. Emissionsvolymerna redovisas i tabell 10.

**Tabell 10 Emitterad volym och snittränta**

Realobligation	Emitterad volym, miljarder kr	Snittränta, procent
SGB IL 3110 (2019)	5,3	-1,10
SGB IL 3102 (2020)	1,0	-1,13
SGB IL 3108 (2022)	2,7	-0,66
SGB IL 3109 (2025)	7,1	-0,66
SGB IL 3111 (2032)	1,3	-0,05
<b>Totalt</b>	<b>17,3</b>	<b>-0,78</b>

Därutöver genomförde Riksgälden bytesauktioner under tre perioder. I februari genomfördes byten i samband med att den fyraåriga obligationen introducerades. Även då den 17-åriga obligationen introducerades genomfördes byten. Slutligen gjordes byten i december som ett led i Riksgäldens policy att minska stocken av korta obligationer vars volym överstiger 20 miljarder kronor.

#### Marknadsförutsättningar

Under 2015, liksom året innan, var marknadsförutsättningarna för försäljning av realobligationer tidvis svåra och oförutsägbara. Allt lägre inflationsförväntningar i kombination med räntenedgången fick till följd att efterfrågan varierade kraftigt. Trots detta kunde Riksgälden behålla den utbudna årsvolymen på samma nivå som året innan. Budvolymen var något högre än året innan och alla auktioner utom två blev fulltecknade. Teckningskvoten i auktionerna steg från i genomsnitt 2,98 under 2014 till 3,41 under 2015, se tabell 11.

**Tabell 11 Teckningskvot och snittränta per år**

	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot <sup>1</sup>	5,24	5,83	3,88	2,98	3,41
Snittränta i procent <sup>2</sup>	0,55	-0,01	0,23	0,03	-0,78

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

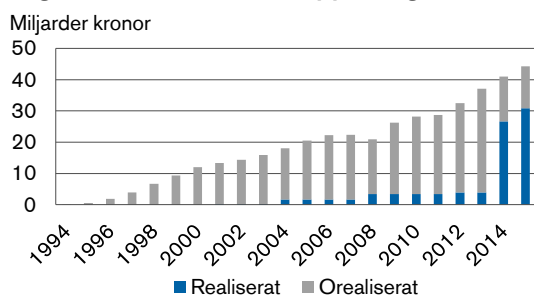
<sup>2</sup> Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte.

#### 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 samma löptid.

Diagram 18 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till 44,3 miljarder kronor, varav 30,8 miljarder kronor har realiserats. En stor del kommer från de första åren när realstocken byggdes upp under. Break-eveninflationen låg då betydligt högre än vad den gjort på senare tid. För 2015 blev resultatet 3,3 miljarder kronor.

Diagram 18 Resultat realupplåning



Inflationsuppräknigen under 2015 blev 0,1 procent mätt som utvecklingen av KPI.<sup>9</sup>

### Marknadsvård

Riksgälden erbjuder sig löpande att byta en realobligation mot en annan i syfte att förbättra likviditeten på marknaden. När Riksbanken under våren 2015 började köpa statsobligationer förekom spekulationer på marknaden om att banken även skulle köpa realobligationer. Riksgäldens återförsäljare upplevde då att likviditeten på marknaden för realobligationer försämrades. För att motverka det beslöt Riksgälden att utöka bytesvolymerna.

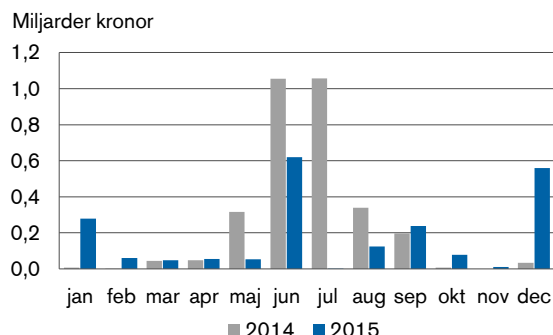
När en realobligation har ett år kvar till förfall upphör byteserbjudandet. Istället erbjuds en begränsad återköpsfacilitet. Målet är att ett obligationslån inte ska vara större än 20 miljarder kronor när det förfaller eftersom stora förfall kan medföra påfrestningar för marknaden.

Av flera skäl har Riksgälden ambitionen att fördela realskulden över fler utgåvor med mindre volym i varje enskild obligation. Om storleken på utgåvorna är mindre 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. Dessutom har investerare vanligtvis begränsningar för hur mycket de kan investera i ett enskilt obligationslån. Detta kan hämma efterfrågan på stora lån. 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.

De marknadsvårdande reporna i realobligationer har väsentligt lägre volymer än motsvarande repor i statsobligationer. Den genomsnittliga repovolymen var under 2015 cirka 180 miljoner kronor jämfört med cirka 260 miljoner kronor under 2014, se diagram 19.

<sup>9</sup> Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2014 till oktober 2015.

Diagram 19 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 investerarbasen 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 finns 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.

### Överväganden under året

I samband med att Riksgälden i februari justerade upp prognosen för nettolånebehovet höjdes även den planerade upplåningen i utländsk valuta från 25 till 40 miljarder kronor. Planen har sedan legat fast under resten av året.

### Resultat av låneaktiviteter

Under 2015 lånade Riksgälden upp ett något större belopp via den internationella kapitalmarknaden än året innan. Det förklaras av att upplåningen för statens egen del ökade. Den totala upplåningen blev 91 miljarder kronor varav 53 miljarder kronor avsåg vidareutlåning till Riksbanken. För statens egen del emitterades en tvåårig privatplacering och två publika obligationer på tre respektive fem års löptid, alla i amerikanska dollar. För Riksbankens räkning emitterades två lån på totalt 4,8 miljarder dollar samt ett lån på 1,5 miljarder euro. Lånens löptider var på tre respektive fem år enligt Riksbankens önskemål.

### Marknadsförutsättningar

Riksgälden kunde även under 2015 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 2015. Endast Tyskland och USA kunde låna till lägre räntor än Sverige.

Osäkerheten kring Fed:s penningpolitik och ECB:s återköpsprogram skapade periodvis volatila marknader, vilket fick många investerare att avvakta eller kräva högre riskpremier. Det medförde att Riksgälden och likvärdiga låntagare under hösten fick betala räntor som låg över den amerikanska swappkurvan.<sup>10</sup> Trots den tidvis oroliga marknaden blev Riksgälden emissioner övertecknade. Det ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter emissionstillfället.

Obligationen i euro emitterades till 24 baspunkter under sex månaders Euribor, se tabell 12. Det

<sup>10</sup> 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.

måste rimligen anses vara en låg nivå eftersom Riksgälden, till skillnad från länder inom euroområdet, inte regelbundet kan erbjuda stora emissioner i euro. Obligationerna i dollar gavs i genomsnitt ut till 7 baspunkter under 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	2011	2012	2013	2014	2015
USD Libor <sup>1</sup>	-9	-15	-5	-7	-7
Euribor <sup>2</sup>	-55	-51	-11	-15	-24

<sup>1</sup> Tre månaders bankränta

<sup>2</sup> Sex månaders bankränta

Året visade att Riksgälden kan låna till goda villkor även under perioder präglade av stor osäkerhet. Riksgäldens investerarbaser är breda med avseende på såväl kategori som geografi. Centralbanker utgjorde den enskilt största investerarkategorin även om vissa centralbanker som historiskt varit köpare minskade sina innehav. Den största delen av investerarna var asiatiska.



# 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 växlar 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 med växlar efter säsongsvariationer i lånebehovet. Statens lånebehov är vanligtvis störst i december, vilket illustreras av mönstret i diagram 20.

### 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).

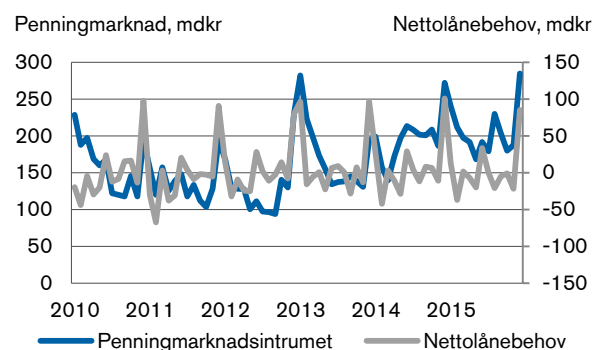
### Överväganden under året

Riksgälden analyserade möjligheten att fördela växelstocken på fler och mindre utgåvor. Efter synpunkter från marknadsaktörerna bedömde dock Riksgälden att det saknades förutsättningar för att öka antalet utestående statsskuldväxlar.

Vid årets början prognostiserades att stocken av statsskuldväxlar skulle växa till följd av det ökade upplåningsbehovet. Under året ökade sedan den utestående stocken från 88 miljarder kronor till 141 miljarder kronor vid årets utgång. Ökningen

blev större än planerat eftersom Riksgälden i slutet av året emitterade mer än förväntat inom ramen för likviditetsförvaltningen.

Diagram 20 Penningmarknadsinstrument och nettolånebehov



### 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

	2011	2012	2013	2014	2015
Teckningskvot <sup>1</sup>	1,80	2,15	2,14	2,21	2,15
Snittränta i procent <sup>2</sup>	1,60	1,14	0,90	0,41	-0,34

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

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

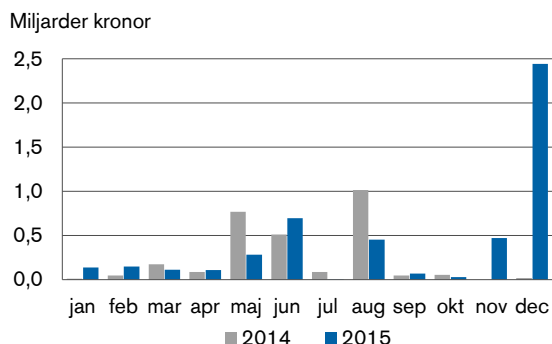
### Marknadsvård

Diagram 21 visar att volymerna i de marknadsvårdande reporna legat på ungefär samma nivå under 2015 som året innan. Undantaget var december månad. Bakgrunden till det kan vara att affärsbankerna ofta vill krympa sina balansräkningar inför bokslut, vilket gör dem ovilliga att ta emot inlåning över årsskiften. Det betyder i sin tur att aktörer som behöver placera sin likviditet på kort sikt måste söka andra placeringsalternativ, exempelvis statsskuldväxlar.

Inför årsskiftet 2015/16 föreföll många banker vara än mer ovilliga att ta emot inlåning än vad som

historiskt varit fallet. Det skulle kunna förklaras av att storleken på en banks skulder vid årets utgång numera utgör grund för den nya resolutionsavgiften. Bankerna har därför fått ännu starkare incitament att krympa sina balansräkningar.

**Diagram 21 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt**



## 7.2 Commercial paper

Riksgälden kompletterar växelupplåningen med att ge ut commercial paper i utländsk valuta, det vill säga värdepapper med kort löptid. Om lånen valutasäkras blir de i praktiken en ersättning för växelupplåningen.

Fördelen med commercial paper är att Riksgälden kan utnyttja den internationella efterfrågan på korta statspapper i utländsk valuta. 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 blir större med kort varsel.

### Marknadsförutsättningar

Marknaden för commercial paper har fungerat väl under året. Den enda händelse som temporärt förändrade situationen var när den amerikanska centralbanken höjde styrräntan. Höjningen föregicks av stor osäkerhet på marknaden. Från att ha framstått som mycket likvid avstannade marknaden tillfälligt. Riksgälden valde då att istället emittera commercial paper i brittiska pund.

Under 2015 emitterade Riksgälden commercial paper för motsvarande 228 miljarder kronor, varav

207 miljarder för egen räkning. 205 miljarder kronor emitterades i amerikanska dollar och resten i brittiska pund.

## 7.3 Likviditetsförvaltning

Inom likviditetsförvaltningen kan Riksgälden låna eller placera pengar så att staten varje dag kan fullgöra sina betalningsåtaganden. Utöver stats-skuldväxlar och commercial paper används även banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), bilaterala repor och trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter som administreras av en tredje part).

### 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 inflationsförväntningar och fallande räntor. Under året sänkte Riksbanken reporäntan vid tre tillfällen, från noll procent vid årets början till -0,35 procent i början av juli.

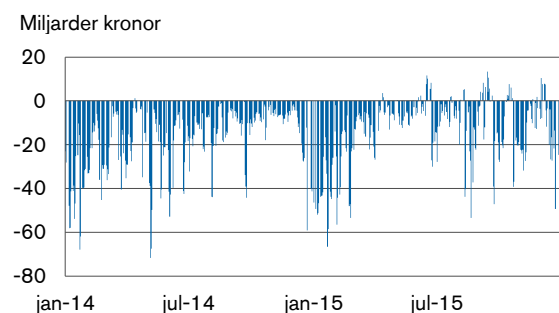
I februari beslutade Riksbanken att köpa statsobligationer. Köpen utökades under året och vid utgången av 2015 hade Riksbanken köpt statsobligationer för 135 miljarder kronor (se rutan på sidan 7). Obligationsköpen medförde att banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade från 50 till 214 miljarder kronor under året.

Det stora likviditetsöverkottet medförde att det varit lättare för Riksgälden att kortfristigt låna pengar 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 planerar därför Riksgälden likviditeten så att det vanligtvis uppstår ett lånebehov i slutet av dagen. Planeringen förutsätter bra prognoser över statens nettolånebehov på dagsbasis. Trots att Riksgäldens dagsprognoser i allmänhet har hög precision (se diagram 16 i kapitel 4) uppstår ibland betalningar som är svåra att förutse.

## Resultat låneaktiviteter

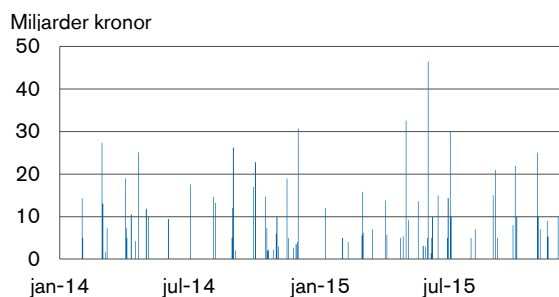
Resultatet för likviditetsförvaltningen beror på storleken på statens betalningar och på den ränta som Riksgälden kan låna och placera till. Diagram 22 visar Riksgäldens transaktioner på den del av depositmarknaden som har kortast löptid, den så kallade dagslånemarknaden. Här framgår tydligt att Riksgälden vanligtvis lånar pengar över natten.

**Diagram 22 Volym i dagslånemarknaden**



Genom att ha bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor. Exempelvis kan man då utnyttja möjligheten att placera överskott i repor, vilket ger högre ränta än placeringar i depositmarknaden. Riksgäldens placeringar via repor illustreras i diagram 23.

**Diagram 23 Volym i omvända repor och trepartsrepor**



De commercial paper som Riksgälden gav ut inom ramen för likviditetsförvaltningen hade löptider från en vecka till tre månader, med ett genomsnitt på cirka två månader. Under året användes commercial paper i något lägre omfattning än under 2014. Upplåningskostnaden låg vanligtvis under Riksbankens reporänta.

## 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.

Under året gjordes ett avsteg från att hålla helt jämn växlingstakt. För att hantera valutakursförluster höjdes takt i juni för att åter sänkas i september. Beslutet innebar en något förhöjd risk för att växlingar skulle utföras vid ogynnsamma tillfällen eftersom de skedde över kortare tid. Förutom de växlingar som följde av att regeringen beslutat att minska valutaskulden (se avsnitt 3.2) minskades även exponeringen i euro.

## 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 i princip 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 22,6 miljarder amerikanska dollar. Mätt med valutakurserna den sista december 2015 motsvarar det cirka 240 miljarder kronor.

Under 2015 refinansierade Riksgälden lån för Riksbankens räkning till ett värde motsvarande 53 miljarder kronor: två lån på totalt 4,8 miljarder dollar samt ett lån på 1,5 miljarder euro. Därutöver lånade Riksgälden upp motsvarande 9 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 Riksgälden har för att ta upp lånen.

Riksgälden har även ställt ut krediter till Irland på regeringens uppdrag efter beslut från riksdagen. Riksgälden öronmärker inte upplåningen för vidareutlåning till andra stater. De utbetalningar som Riksgälden gör i samband med utlåning till stater, myndigheter och statliga företag hanteras som övriga betalningar inom staten. Utlåningen till Irland uppgick till 600 miljoner euro den sista december 2015.

# 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. Utan swappar hade det varit svårt att uppnå den duration som statsskulden haft historiskt eftersom marknaden för statsskuldväxlar inte är tillräckligt djup. Därtill hade refinansieringsrisken blivit hög.

### Policy

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

### Överväganden under året

Under 2015 swappade Riksgälden 13 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntexponering i kronor. Den genomsnittliga swappspreaden var 44 baspunkter. Swappspreaden är skillnaden mellan den fasta räntan på en swapp och räntan på en statsobligation med samma löptid.

Under året gjordes färre ränteswappar än planerat eftersom Riksgälden i slutet av året tog höjd för den förlängning av statsskuldens löptid som regeringen beslutat om i riktlinjerna för 2016.

### Resultat 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 26 miljarder kronor. Den stora besparingen beror till stor del på att räntorna fallit under lång tid. Under perioder med

stigande räntor blir resultatet väsentligt lägre och kan till och med bli negativt.



## Ränteswappar

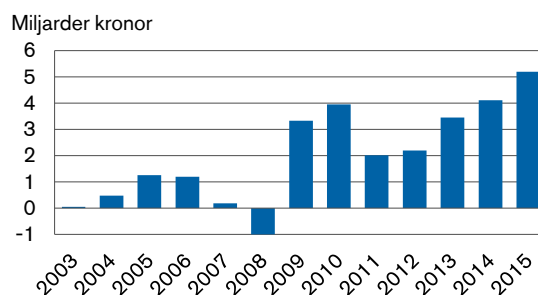
En ränteswapp är ett avtal om att byta fast ränta mot rörlig med en motpart. Riksgälden använder ränteswappar för att förkorta durationen i skulden. Det går till på följande sätt:

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



Under 2015 blev det kalkylmässiga resultatet 5,2 miljarder kronor.

## 9.2 Basswappar

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

Regeringen har beslutat att valutaexponeringen i statsskulden ska minska. Därför ingicks inga nya basswappar under 2015.

## 9.3 Valutaterminer

Valutaterminer används för att uppnå den önskade fördelningen mellan olika valutor 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. Trots att hälften av valutaskulden är finansierad i amerikanska dollar är exponeringen mot dollar endast tio procent. Anledningen till att Riksgälden valt att minska exponeringen mot dollar är att dess värde varierar

mycket mot den svenska kronan. Riksgälden har valt att istället vara exponerad mot den betydligt stabilare euron.

Diagram 25 Finansiering av valutaskulden

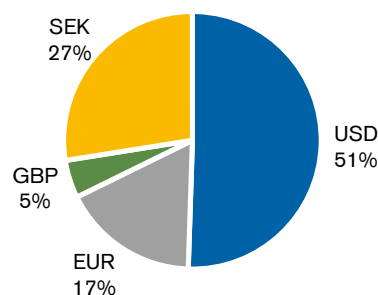
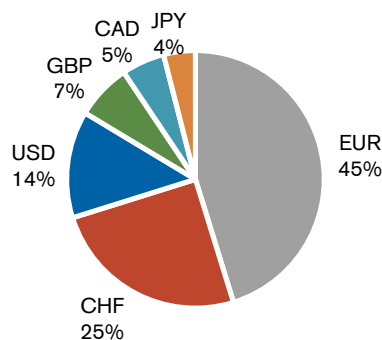


Diagram 26 Valutaexponering i valutaskulden



### 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 2015. 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 schweizerfranc.

Riksgälden kan ta positioner i utländsk valuta för att sänka kostnaden eller risken i statsskulden. Verksamheten bedrivs både internt och med hjälp av externa förvaltare.

Resultatet för 2015 blev –2 miljoner kronor, varav –47 miljoner kronor kan hänföras till den interna förvaltningen och 44 miljoner kronor till den externa förvaltningen, se tabell 14.

**Tabell 14 Resultat från positionstagning**

Miljoner kronor	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Intern löpande förvaltning	-163	-176	235	-216	-47	-367
Extern löpande förvaltning	-1	-24	-35	90	44	74
Styrelseposition	250	0	0	0	0	250
<b>Summa positioner</b>	<b>86</b>	<b>-200</b>	<b>200</b>	<b>-126</b>	<b>-2</b>	<b>-42</b>

## Löpande förvaltning

### Intern förvaltning

Den interna förvaltningen bedrevs under året med en ny förlustspärr som begränsar förlusterna till 250 miljoner kronor under en rullande 12-månaders period. Spärren slår till gradvis och begränsar utrymmet för att ta positioner redan vid små förluster.

Fokus för positionstagningen låg under året på skillnaden i tillväxttakt och inflation mellan Europa och USA. ECB förde en fortsatt expansiv penningpolitik och började under året köpa obligationer. Federal Reserve gick åt andra hållet och höjde i december räntan för första gången sedan 2008.

Positionerna utvecklades väl under tre av årets fyra kvartal, men gick sämre under det andra kvartalet. Då steg tyska räntor kraftigt under kort tid och dollarn försvagades. Riksgäldens nya förlustspärr slog till och begränsade positionsutrymmet, vilket medförde att förlusten inte återhämtades när marknaden efter kort tid vände. Resultatet för den interna förvaltningen stannade på –47 miljoner kronor för 2015.

### Extern förvaltning

De externa förvaltarnas sammanlagda resultat uppgick till 44 miljoner kronor, men spridningen mellan förvaltarna var stor. Även de externa förvaltarna fokuserade på den penningpolitiska divergensen och en starkare dollar.

### Särskild position

Under slutet av 2014 initierades en särskild position som låste in räntan på skulden i schweizerfranc till –0,16 procent på upp till tre år. Upplägget är en slags försäkring. Den fungerar så att dess marknadsvärde är lika stort som (nuvärdet av) framtida kostnadsförändringar i den underliggande skulden. När positionen förfaller kommer dess värde att vara noll.

I slutet av januari släppte den schweiziska centralbanken golvet för schweizerfrancen och sänkte sin inlåningsränta till –0,75 procent. Det medförde att marknadsvärdet på den särskilda positionen föll till –375 miljoner kronor. Men räntesänkningen medför också att Riksgäldens kostnader för den underliggande skulden i schweizerfranc kommer att bli 375 miljoner kronor lägre under positionens löptid.

Slutresultatet för Riksgälden är således den inlåsta upplåningskostnaden om –0,16 procent.

### Utvärdering av verksamheten på lång sikt

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2011–2015 gav den interna löpande förvaltningen ett totalt underskott på i –367 miljoner kronor, medan den externa förvaltningen gav ett överskott på 74 miljoner kronor. Resultatskillnaden mellan intern och extern förvaltning 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.

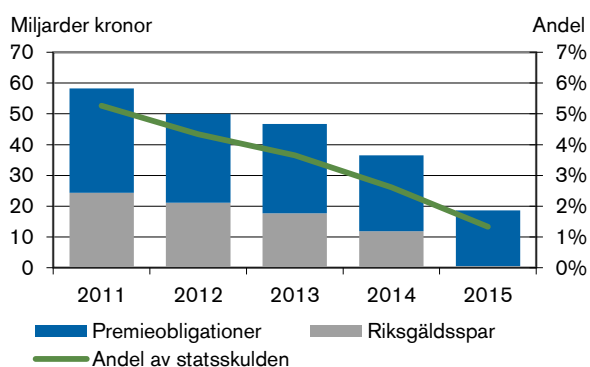
# 11 Privatmarknadsupplåning

Här redovisas resultatet av upplåning 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 kunna bidra till sänkta kostnaderna för statsskulden under 2015.

## 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 2015 finansierade privatmarknaden 1,3 procent av statsskulden, vilket är en minskning med 1,3 procentenheter jämfört med 2014, se diagram 27.

Diagram 27 Privatmarknadens andel av statsskulden



Upplåningen på privatmarknaden ökade kostnaden för statsskulden med 6,6 miljoner kronor 2015, se tabell 25. Det kan jämföras med en besparing på 71 miljoner kronor föregående år. Det försämrade resultatet beror på att upplåningen gjordes till positiva räntor trots att motsvarande räntor på den institutionella marknaden var negativa. För femårsperioden 2011–2015 var den samlade kostnadsbesparingen (resultatet) 432,8 miljoner kronor.

Tabell 15 Besparing från privatmarknadsupplåning

Miljoner kronor	2011	2012	2013	2014	2015
Premieobligationer	130,5	125,7	80,5	70,8	33,4
Riksgäldsspar	11,3	3,7	16,7	0,2	-40,0
<b>Summa besparing</b>	<b>141,8</b>	<b>129,4</b>	<b>97,3</b>	<b>71,0</b>	<b>-6,6</b>

## Nya premieobligationer trots negativ ränta

Resultatet för premieobligationer minskade från 70,8 miljoner kronor till 33,4 miljoner kronor. Försämringen beror på att de obligationer som gavs

ut under året såldes till en högre ränta än statsobligationer med motsvarande löptid. De nya premieobligationerna emitterades således med förlust.

Riksgälden beslutade att ge ut premieobligationer enligt plan trots förlusten för att värna låneformen och främja försäljningen på sikt. En inställd emission när ett gammalt lån förfaller riskerar att minska kundstocken och därmed den framtida efterfrågan. För att hålla tillbaka kostnaderna gjorde Riksgälden ingen marknadsföringskampanj i samband med emissionerna 2015.

I april såldes premieobligation 15:1 med en löptid på knappt två år. Försäljningsvolymen uppgick till 1,3 miljarder kronor. Utlotningsräntan sattes till låga 0,1 procent, vilket fick till följd att den högsta vinsten sänktes från en miljon kronor till 100 000 kronor och att garantivinsten togs bort. Trots den låga räntan genererade emissionen en förlust på cirka 20 miljoner kronor. Det var första gången en premieobligation såldes till högre ränta än den institutionella upplåningsräntan.

Premieobligation 15:2 såldes i november till samma villkor som premieobligation 15:1. Försäljningsvolymen uppgick till 1,5 miljarder kronor. Även denna emission resulterade i en förlust.

## Riksgäldsspar med rörlig ränta avvecklat

Resultatet från Riksgäldsspar minskade från 0,2 miljoner kronor till -40,0 miljoner kronor, eftersom Riksgälden, trots negativ reporänta, erbjöd 0,01 procent på sparkontona.

Riksgälden beslutade i maj 2013 att Riksgäldsspar med rörlig ränta skulle vara avvecklat till årsskiftet 2015/2016. Under november 2015 betalades därför cirka 8 miljarder kronor tillbaka till kontohavarna. I slutet av året återstod cirka 120 miljoner kronor som inte kunnat betalas tillbaka, vilket bland annat beror på att det saknas konton som det går att betala ut till. Arbetet med utbetalningarna fortsätter under 2016.



Konton med fast ränta stängdes för nyteckning redan i december 2012. Befintliga konton löper vidare till sina ursprungliga förfallodagar. Det återstår cirka 7 500 konton med ett samlat värde av cirka 500 miljoner kronor. De sista kontona förfaller i slutet av 2020.

#### **Krympande marknadsandel**

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 1,1 procent av räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer). Det är en minskning med 1,2 procentenheter under året. Kraftigt minskade volymer i en växande marknad är den huvudsakliga förklaringen.



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