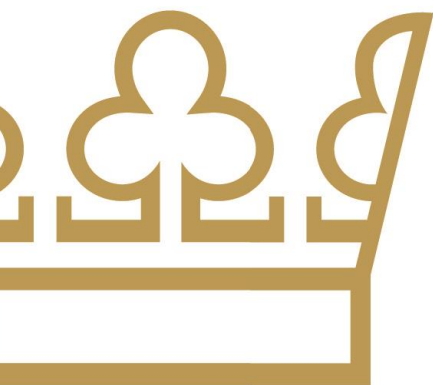
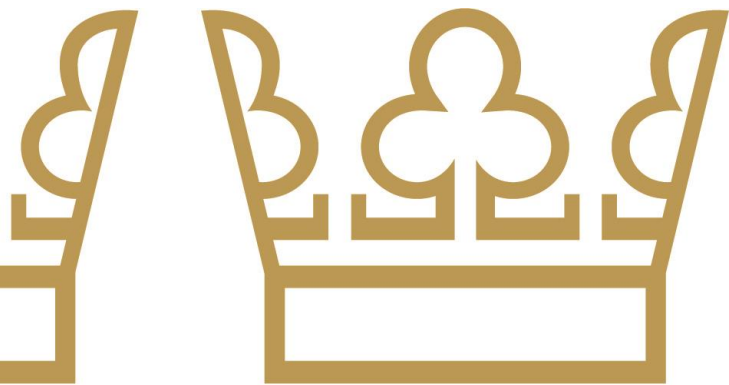


Underlag för utvärdering

Statsskuldens förvaltning 2017



Underlag för utvärdering 2017

Underlag för utvärdering 2017	1
Året i korthet	1
1 Mål och utvärdering	2
1.1 Uppdrag	2
1.2 Mål och styrning av statskuldens förvaltning	2
2 Förvaltningsstrategier	5
2.1 Likviditet och infrastruktur	5
2.2 Transparens, förutsägbarhet och tydlig kommunikation	7
2.3 Högt helhetsbetyg	8
3 Kostnad och risk	9
3.1 Kostnader	9
3.2 Risker	11
4 Prognoser på nettolånebehovet	16
5 Marknadsutvecklingen i sammandrag	18
5.1 Stark ekonomisk utveckling och fortsatt låga räntor	18
5.2 Försämrade likviditet i statspappersmarknaden	19
5.3 Övriga starka statsfinanser	19
5.4 Växande överskott i likviditetsförvaltningen	20
6 Kapitalmarknadsupplåning	22
6.1 Statsobligationer	22
6.2 Realobligationer	23
6.3 Obligationer i utländsk valuta	25
7 Penningmarknadsupplåning	28
7.1 Statsskuldväxlar	28
7.2 Commercial paper	29
7.3 Likviditetsförvaltning	29
8 Derivatinstrument	32
8.1 Ränteswappar	32
8.2 Basswappar	33
8.3 Valutaterminer	33
9 Positioner	34
10 Privatmarknadsupplåning	36

Året i korthet

Året präglades av oväntat stora överskott i statsfinanserna och Riksgälden drog därför successivt ner på upplåningen för att parera utvecklingen. Trots lägre upplåningsvolymerna uppstod betydande placeringsbehov i likviditetsförvaltningen. Riksbanken fortsatte med köpen av statspapper och ägde närmare hälften av den utestående stocken av statsobligationer vid slutet av året. Riksbankens köp, regleringar och det låga utbudet av nya statsobligationer bedöms ha bidragit till att likviditeten på statspappersmarknaden försämrades ytterligare under året. Kostnaden för statsskulden låg kvar på historiskt låga nivåer. Riksgälden bedömer att målen för statsskuldshöjningen i allt väsentligt uppnåddes 2017.

Kostnaden för statsskulden var i stort sett oförändrad jämfört föregående år. Under året sålde Riksgälden statsobligationer till en genomsnittlig ränta på 0,51 procent, en uppgång från 0,28 procent året innan. Räntebetalningarna uppgick till 10,5 miljarder kronor. **Se kapitel 3 och 6.**

Statens finanser gick med överskott. Budgetsaldot blev 62 miljarder kronor jämfört med 85 miljarder kronor året innan. Den starka konjunkturen ledde till fortsatt höga skatteinkomster. Riksgälden överskattade nettolånebehovet i årets samtliga prognoser. **Se kapitel 4 och 5.**

Upplåningen i statsobligationer och realobligationer blev den lägsta på fem år. Neddragningen gjordes mot bakgrund av det oväntat låga nettolånebehovet. Jämfört med året innan minskade obligationsupplåningen med 34 miljarder kronor. **Se kapitel 5 och 6.**

Likviditetsförvaltningen hanterade stora överskott trots att upplåningen drogs ner i alla typer av statspapper. I genomsnitt behövde Riksgälden placera 74 miljarder kronor per dag. **Se kapitel 5 och 7.**

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

Behovet av marknadsvård ökade i takt med att Riksbanken köpte statsobligationer. Efterfrågan på Riksgäldens marknadsvårdande repor i statsobligationer steg kraftigt under 2017. **Se kapitel 2, 5 och 6.**

Riksgälden minskade valutaexponeringen. Som ett led i regeringens beslut att gradvis minska statsskuldens valutaexponering fortsatte Riksgälden att köpa utländsk valuta. I slutet av 2017 var valutaskulden 16 miljarder kronor lägre än ett år tidigare. **Se kapitel 3.**

1 Mål och utvärdering

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen 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 statsskuldsförvaltningen styrs samt förutsättningarna för att utvärdera förvaltningen.

1.1 Uppdrag

Riksgäldskontoret (Riksgälden) lånar pengar för statens räkning. 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.

Upplåningen sker främst genom att ge ut obligationer på den svenska och internationella kapitalmarknaden. 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 statsskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att risken blir för hög. I praktiken innebär det att man först fastställer den risknivå som kan accepteras i förvaltningen av skulden. Därefter bestäms kostnaden av de marknadspriser som råder vid varje lånetillfälle.

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

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

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

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

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

Regeringens riktlinjer för 2017

Enligt regeringens riktlinjer för 2017 ska statsskulden ha följande sammansättning:

- Andelen real kronskuld 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 kronskuld.



Bakgrund till gällande riktlinjer

Andelar i olika skuldslag

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

Nominell kronskuld

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

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

Real kronskuld

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

Valutaskuld

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

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

Statsskuldens löptid

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

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

Sedan en tid tillbaka förefaller kostnaden för kortfristig och långfristig upplåning ha närmast sig varandra. Fördelen med att låna på kort sikt har således minskat. Regeringen har därför beslutat om att förlänga statsskuldens löptid i riktlinjebesluten för 2016-2018.

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. De senaste åren har Riksgälden enbart använt ränteswappar i mycket liten omfattning eftersom regeringen beslutat att statsskuldens löptid ska öka.

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 2017 ska löptiden, mätt som duration, för de olika skuldslagen vara:

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

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

Utvärdering och mellanliggande mål

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

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

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

De viktigaste mellanliggande målen är

- att statspappersmarknaden är likvid och har en väl fungerande infrastruktur,
- att svenska statspapper attraherar en bred krets av investerare,
- att Riksgälden har en transparent och öppen kommunikation,
- att Riksgälden är tydlig och förutsägbar,
- att Riksgälden har goda motparts- och investerarkontakter, samt
- att Riksgälden genom att ta derivatpositioner i utländsk valuta uppnår lägre kostnad eller risk i statsskulden.

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

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

Resultatet av positionstagningen redovisas i kapitel 9.

2 Förvaltningsstrategier

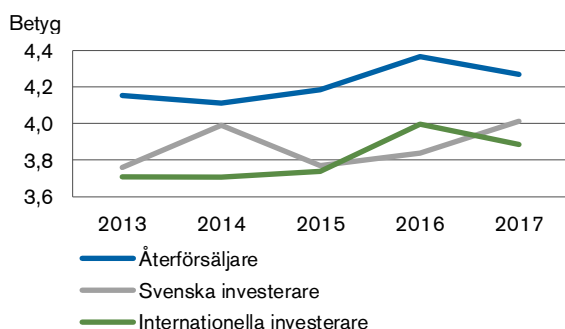
Här beskrivs de förvaltningsstrategier som syftar till att uppnå Riksgäldens mellanliggande mål. Kapitlet redovisar även vad återförsäljare och investerare anser om Riksgäldens sätt att genomföra strategierna.

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 Kantar Sifo Prospera (nedan Prospera) varje år en enkätundersökning bland Riksgäldens återförsäljare och investerare.¹ 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. Ett betyg över fyra bör enligt Prospera tolkas som "utmärkt". Värden under tre tolkas som underkända.

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

Diagram 1 Sammanvägd bedömning



Helhetsintrycket av Riksgälden är i linje med föregående år. De senaste åren har betygen genomgående legat på en nivå omkring fyra. Svenska investerare värderar Riksgälden på samma eller högre nivå jämfört med 2016, där information om lånebehov respektive statsobligationer samt kontakter visat störst förändring. Återförsäljare och internationella investerare värderar däremot Riksgäldens information om stats- och

realobligationer något lägre jämfört med föregående år. Bland återförsäljare får även information om statsskuldväxlar och Riksgäldens lyhörighet något lägre värdering.

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 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 bred krets av investerare 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 statsskuldväxlar erbjuder Riksgälden marknadsvårdande repor² i statspapper. Vetskapen om att repofaciliteten finns gör det lättare för återförsäljarna att ställa priser, vilket främjar likviditeten i marknaden. Erfarenhetsmässigt anses repor i statspapper vara viktiga när återförsäljarna rangordnar Riksgäldens aktiviteter. Det är därför tillfredsställande att Riksgälden här får betyget 4,7.

Riksgälden erbjuder även byten av mindre likvida statspapper mot mer likvida utgåvor. Introduktion av

¹ Undersökningen genomfördes mellan den 26 november och 20 december 2017. Sju återförsäljare och 58 investerare tillfrågades. Svarsfrekvensen var 88 procent.

² Avtal om försäljning av ett värdepapper där säljaren förutom att sälja papperet även förbinder sig att köpa tillbaka det efter en viss tid, till ett i förväg överenskommet pris.

nya obligationer görs normalt med hjälp av byten för att de nya lånen snabbt ska få god likviditet. Därutöver erbjuder Riksgälden löpande marknadsvårdande byten i realobligationer för att förbättra likviditeten i marknaden.

Betyget för marknadsvårdande byten i realobligationer uppgick till 4,1 2017 jämfört med 4,3 året innan. Riksgälden har inte förändrat villkoren för marknadsvårdande byten i realobligationer under året. En tänkbar förklaring till det lägre betyget är att marknaden för realobligationer har fungerat sämre som en följd av regleringar, Riksbankens återköpsprogram och lägre emissionsvolym. I avsnitt 6.2 diskuteras arbetet med marknadsvård på realobligationsmarknaden mer ingående.

Få benchmarklån

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

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

Likviditeten har försämrats ytterligare

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

Av årets enkätundersökning framgår att såväl investerare som återförsäljare anser att likviditeten på den svenska statsobligationsmarknaden har blivit sämre, för tredje året i följd. De orsaker som förs fram är regleringar som bland annat påverkar återförsäljares möjlighet att ta risk och Riksbankens obligationsköp (se rutan "Riksbankens köp av statsobligationer" på sidan 21).

Likviditeten mätt som omsättningen på statsobligationsmarknaden får betyget 2,2 av återförsäljare att jämföra med 2,6 föregående år. Likviditeten i termer av ränteskillnad mellan köp och säljkurs har däremot förbättrats under året och får betyget 3,4 jämfört med 2,9 2016.

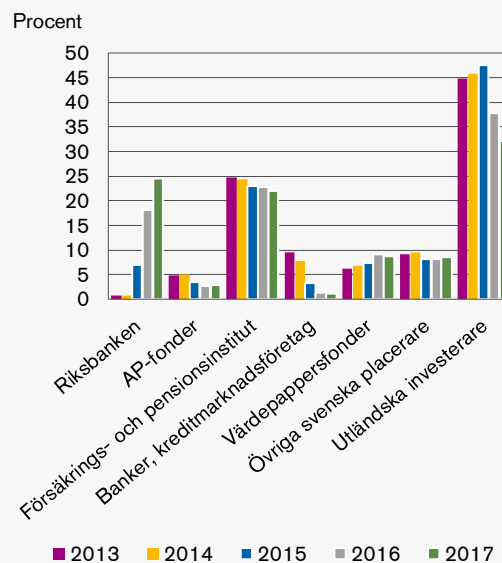
Svenska och internationella investerare ger betyget godkänt för likviditeten i marknaden.



Vem äger den svenska statsskulden?

Historiskt har försäkringsbolag och pensionsinstitut samt utländska investerare varit stora ägare av obligationer som givits ut av svenska staten, se diagrammet nedan. Sedan 2015 har Riksbanken blivit en stor ägare i takt med att banken ökat sina tillgångsköp. Vid utgången av tredje kvartalet 2017 ägde Riksbanken knappt 25 procent av utestående statspapper.³ I takt med att Riksbanken har ökat sitt innehav har utländska investerare dragit ner sitt ägande.

Ägare av svenska statspapper 2013-2017kv3



Källa: SCB, Finansräkenskaperna

Även bankerna har över tid minskat sitt innehav av obligationer vilket torde hänga samman med ökade kostnader för att ta risk i den egna balansräkningen. Försäkringsbolagens och pensionsinstitutens innehav har varit förhållandevis stabila även på senare år och uppgår till drygt 20 procent av den utestående stocken.

³ I termer av marknadsvärden.

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

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

Effektiva försäljningskanaler

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

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 stabilitet och minskad osäkerhet.

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

- att upprätthålla goda investerarrelationer,
- att regelbundet publicera prognoser på upplåningsbehovet för kommande år,
- att hantera upplåningen på ett konsekvent sätt med tydliga principer,
- att ha tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter, samt

- att tillhandahålla detaljerad information om upplåning och statsskuld på webbplatsen riksgalden.se.

Investerarrelationer

En bred investerarbas ger i förlängningen lägre räntekostnader. Att arbeta för goda 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 få tag på den information som de anser sig behöva. Riksgälden träffar därför svenska och utländska investerare i såväl personliga möten som på större konferenser. Riksgälden håller även investerarträffar när nya upplåningsprognoser presenteras.

Under 2017 besöktes investerare i Sverige, övriga Europa, USA och Asien. Representanter från Riksgälden deltog som talare på seminarier och konferenser i såväl Sverige som utomlands.

I årets enkätundersökning fick Riksgälden betyget 3,8 för kontakterna med svenska investerare, vilket kan jämföras med betyget 3,6 året innan. Det är en ökning för andra året i rad. Bland annat har investerarna uppvärderat informationen om statens lånebehov respektive upplåningen i statsobligationer.

Andelen investerare som har direktkontakt med Riksgälden har minskat något. Även andelen som inte har, men önskar ha en kontakt har minskat. Omkring 20 procent av tillfrågade svenska investerare har direktkontakt, att jämföra med 40 procent föregående år. För internationella investerare är relationen drygt 30 procent.

Intresset för Riksgäldens större investerarträffar har ökat bland internationella investerare. För svenska investerare är intresset i linje med föregående år.

Förutsägbarhet och tydlig kommunikation

Rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" är viktig för att Riksgälden ska kunna kommunicera sina planer till alla marknadsaktörer samtidigt. Rapporten publiceras tre gånger om året och

beskriver detaljerat hur Riksgälden avser att finansiera statsskulden de kommande två åren.

Låneplanen baseras på en prognos för statens bruttolånebehov (som utgörs av nettolånebehovet plus refinansiering av förfallande lån). Utifrån detta anpassar Riksgälden upplåningen i syfte att villkoren i regeringens riktlinjer uppfylls. Låneplanen och prognosen för nettolånebehovet ligger normalt fast till dess att nästa rapport publiceras. Bra prognoser är en förutsättning för att kunna agera på ett förutsägbart sätt (se kapitel 4 för en beskrivning av träffsäkerheten i prognoserna).

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

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

För 2017 fick Riksgälden betyget 4,4 för kommunikationen kring lånebehov och finansiering och betyget 4,4 för ett tydligt och konsekvent agerande. Betygen är något bättre än för 2016.

Webbplatsen riksgalden.se

Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor, utestående värdepapper och auktionsresultat. Samtliga återförsäljare använder webbplatsen. Bland svenska och internationella investerare är motsvarande siffra 86 respektive 91 procent. Av de som besöker webbplatsen anser samtliga att de hittar den information man letar efter även om de önskar bättre överskådlighet.

Högt helhetsbetyg

Prosperas sammanfattning av årets resultat lyder: "Marknadens krav på Riksgälden är fortsatt höga där all bedömningskriterier utom två tilldelas en betydelse över 4 på skalan 1-5. Som helhet ligger värderingen av Riksgälden på samma nivå som 2016".

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

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

Tabell 1 Marknadens viktigaste krav

Krav	Betydelse
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,7
Marknadsvård genom byten av realobligationer	4,6
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,5
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,4
Information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,4

Tabell 2 visar aktörernas betyg i rangordning. Det är samma faktorer som förekommer i båda tabellerna ovan. En rimlig slutsats av detta är att Riksgälden fokuserat på rätt saker.

Tabell 2 Riksgäldens främsta styrkor

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

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 2017.

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

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

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

3.1 Kostnader

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

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

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

- Räntebetalningar
- Periodiserad kostnad
- Genomsnittlig emissionsränta

Räntebetalningar är ett kassamässigt mått som visar hur mycket som betalas (i kupongräntor m.m.) ett enskilt år. Måttet är direkt kopplat till kassaflöden och bygger på en nominell värderingsprincip för statsskulden.

Det betyder att när Riksgälden emitterar instrument till överkurs (i förhållande till det nominella värdet) räknas skillnaden mellan det faktiska och det nominella beloppet som en omedelbar inkomst istället för att periodiseras över lånets löptid. På samma sätt tas utgiften direkt när ett instrument emitteras till underkurs. Inte heller resultat effekter av återköp periodiseras.

I måttet *periodiserad kostnad*, som bygger på värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde, periodiseras kostnaden jämnt över instrumentets löptid.⁴ För den nominella kronskulden bestäms kostnaden av emissionsräntan. För real- och valutaskulden som har på förhand okända kassaflöden görs antaganden om framtida inflations- och valutakursutveckling.

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

Räntebetalningar

Statens räntebetalningar uppgick till 10,5 miljarder kronor 2017. Det är i linje med genomsnittet de senaste fem åren, men 9,0 miljarder kronor högre än 2016.⁵ Räntebetalningarna varierar mycket vilket framgår av diagram 2. Betalningarna påverkas bland annat av vilka obligationer Riksgälden emitterar, hur marknadsräntorna rör sig samt av valutakurseffekter på den del av skulden som är exponerad mot utländsk valuta.

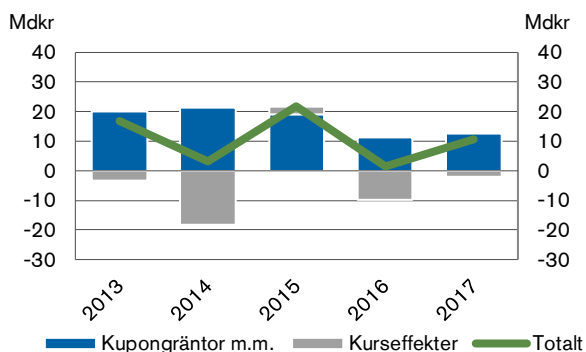
Ökningen i räntebetalningarna mellan 2016 och 2017 förklaras huvudsakligen av lägre överkurser i samband med emission av statsobligationer. Det beror i sin tur på att Riksgälden under 2017, i större utsträckning än under 2016, emitterat

⁴ Kassaflöden som kan hänföras till valutateminer ingår inte i måttet.

⁵ Genomsnittet för de senaste fem åren uppgår till 10,7 miljarder kronor.

statsobligationer vars kupongränta ligger närmare marknadsräntorna.⁶

Diagram 2 Räntebetalningar⁷



Periodiserad kostnad

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

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

I beräkningarna nedan har Riksgälden antagit att den framtida inflationen följer den så kallade break-eveninflationen, det vill säga den inflation som kan härledas från marknadens prissättning av realobligationer relativt statsobligationer. Framtida valutakurser och korträntor antas ligga kvar på samma nivå som vid slutet av 2017.

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

⁶ När kupongräntan på en obligation överstiger marknadsräntan blir priset på obligationen högre än det belopp som betalas tillbaka då obligationen förfaller. Det omvända gäller då kupongräntan understiger marknadsräntan. Mellanskillnaden mellan priset och det belopp som betalas tillbaka på förfalldagen tas upp som en ränteinkomst (överkurs) eller ränteutgift (underkurs) i samband med försäljningen.

⁷ I kurseffekter ingår över- och underkurser vid emission, kursvinster och kursförluster i samband med byten och återköp samt realiserade valutakursvinster och valutakursförluster.

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

Diagram 3 Periodiserad kostnad för samtliga skuldslag⁸

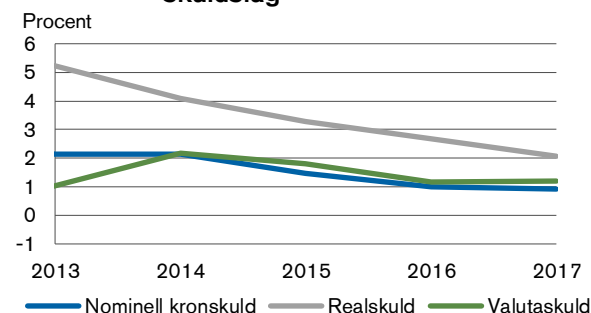
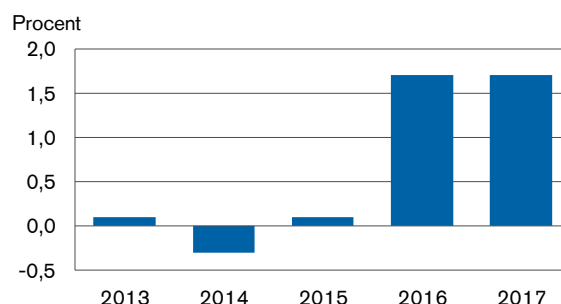


Diagram 3 visar den periodiserade kostnaden för samtliga skuldslag. För den nominella kronskulden var kostnaden 0,9 procent 2017, vilket är på samma nivå som året innan. Detta är ett trendbrott. Under flera år har kostnaden sjunkit trendmässigt mot bakgrund av den allmänna räntenedgången. Denna trendmässiga räntenedgång förefaller nu ha stannat av.

Under 2017 var kostnaden för realskulden 2,1 procent. Också för realskulden har kostnaden sjunkit trendmässigt under en längre tid i takt med att realräntorna sjunkit. Därtill har inflationen varit låg, vilket illustreras i diagram 4.

Diagram 4 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.

⁸ I kostnadsberäkningen för valutaskulden ingår obligationer i utländsk valuta samt de ben i swappar som är denominerade i utländsk valuta.

För valutaskulden var kostnaden 1,2 procent vilket är i linje med förra årets kostnad.

Kronans kurs har stor betydelse för valutaskuldens kostnad. Generellt gäller att en försvagad krona leder till ökade kostnader för valutaskulden, medan en förstärkt krona leder till minskade kostnader. Under 2017 försvagades kronan mot euron, men stärktes mot övriga valutor. Sammantaget förstärktes kronan med strax över två procent mot valutorna i valutaskulden, se diagram 5.

Diagram 5 Årlig förändring av kronans kurs mot valutaskulden⁹

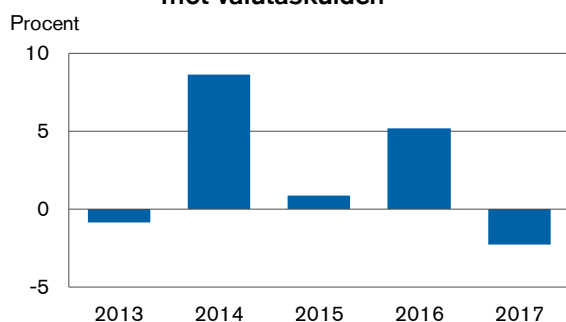
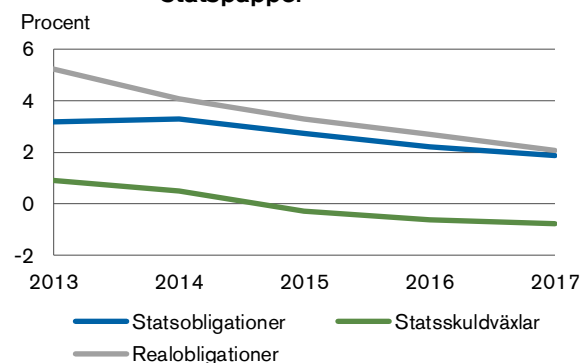


Diagram 6 visar den periodiserade kostnaden för olika statspapper. Under 2017 var kostnaden för statsskuldväxlar negativ, och uppgick till -0,8 procent. För statsobligationer var kostnaden 1,9 procent och för realobligationer 2,1 procent.

Diagram 6 Periodiserad kostnad för olika statspapper

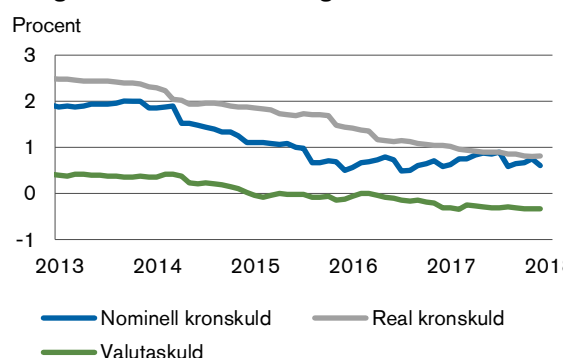


Genomsnittlig emissionsränta

Den genomsnittliga emissionsräntan för den utestående nominella kronskulden var 0,60 procent vid slutet av 2017, att jämföra med 0,59 procent ett år tidigare (se diagram 7). Nivån var därmed i princip oförändrad trots att emissionsräntorna var lägre på både penning- och kapitalmarknaden. Det beror främst på att räntenedgången motverkades av att

tidigare ingångna swappar med för Riksgälden fördelaktiga räntevillkor förföll under året. Även det faktum att löptiden förlängdes bidrog till något högre genomsnittsränta.

Diagram 7 Genomsnittlig emissionsränta



Även i valutaskulden låg den genomsnittliga emissionsräntan kvar på ungefär samma nivå under året. I slutet av 2017 beräknades emissionsräntan till -0,34 procent, vilket var marginellt lägre än 2016.

För den utestående realskulden sjönk däremot den genomsnittliga emissionsräntan med nära en kvarts procentenhet under 2017. Minskningen beror till stor del på byten i samband med introduktionen av en ny obligation. Vid utgången av året var räntan 0,80 procent.

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

3.2 Risker

Löptid

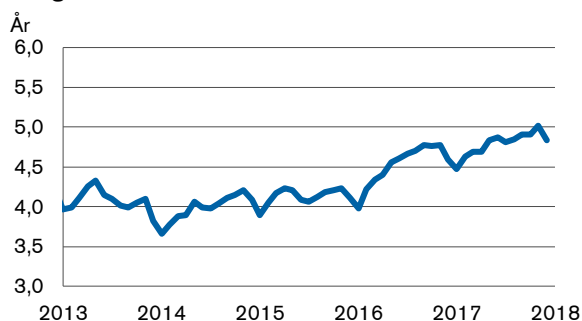
Enligt regeringens riktlinjer skulle durationen för den nominella kronskulden bestående av instrument med upp till tolv års löptid vara mellan 2,9 och 3,9 år 2017.¹⁰ Durationen för den reala kronskulden skulle vara mellan sex och nio år, medan den för valutaskulden skulle vara mellan noll och ett år. För nominella instrument vars löptid överstiger tolv år beslutade regeringen att det långsiktiga riktvärdet för utestående volym skulle ligga kvar på 70 miljarder kronor.

¹⁰ Duration är ett sätt att mäta en obligations genomsnittliga räntebindningstid. Duration är också ett vanligt riskmått för en obligation.

⁹ Plus innebär en kronförsvagning och minus en kronförstärkning.

Diagram 8 visar durationen för statsskulden som helhet. Durationen fortsatte att öka under 2017. Det beror delvis på att löptiden förlängdes i riktlinjebeslutet. Därutöver bidrog även oväntat stora överskott i statsfinanserna 2017.

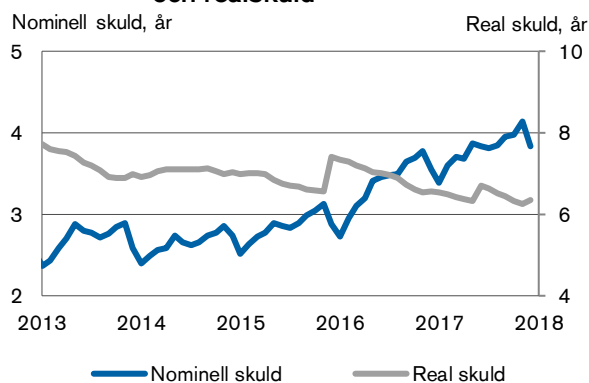
Diagram 8 Den totala statsskuldens duration



Durationen för den nominella kronskulden varierar på grund av att statens betalningar är ojämna över tiden. Dagar med stora underskott lånar Riksgälden mer i korta löptider och vice versa. Upplåningen planeras så att medelvärdet för durationen är mellan 2,9 och 3,9 år under prognosperioden. Avsikten med intervallet är att inte framtvunga transaktioner för att styra löptiden om exogena händelser medfört att durationen blivit längre eller kortare än avsett. Regeringen har därför beslutat att temporära avvikelser från löptidsintervallen får förekomma.

Diagram 9 visar durationen för den nominella och reala kronskulden. Under 2017 var den genomsnittliga durationen för den nominella kronskulden 3,8 år medan den för den reala kronskulden var 6,4 år. För valutaskulden var den genomsnittliga durationen 0,2 år.

Diagram 9 Duration för nominell kronskuld och realskuld



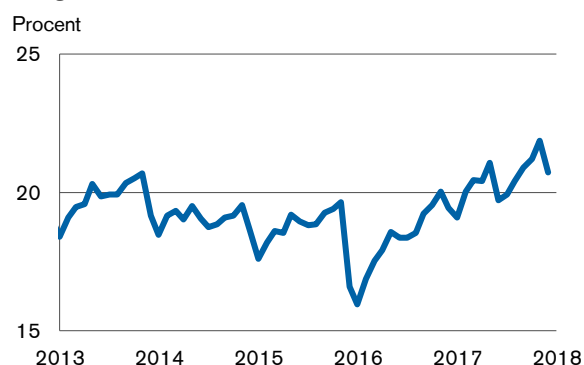
Förutsättningarna för att styra löptiden skiljer sig åt mellan skuldslagen. På den internationella kapitalmarknaden är Riksgälden en liten aktör och det är lätt att styra durationen i valutaskulden med derivat.

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 och förändringar i marknadsräntorna.

Real skuld i kronor

Den reala kronskulden skulle enligt riktlinjerna utgöra 20 procent av statsskulden.¹¹ I genomsnitt var den 20,5 procent under 2017. Riktvärdet 20 procent är långsiktigt och andelen är svårstyrd på kort sikt. Exempelvis faller den mycket när ett obligationslån löper ut. Realandelen ökade successivt under 2017 och uppgick till 20,7 procent i slutet av året. Uppgången förklaras främst av att statsskulden minskade.

Diagram 10 Realandelen



Valutaskuld

Valutaskulden består av flera valutor. Under 2017 minskade Riksgälden valutaskulden genom att växla 720 miljoner kanadensiska dollar, 520 miljoner euro, 400 miljoner brittiska pund och 600 miljoner amerikanska dollar, vilket motsvarar 20 miljarder kronor beräknat med den metod som Riksgälden slagit fast i Finans- och riskpolicyn.¹² Att minskningen gjordes i just dessa valutor berodde på att det bedömdes vara det mest kostnads-effektiva sättet att minska risken i valutaskulden. Växlingarna gjordes i jämn takt under året för att undvika att de skulle ske vid ett fåtal eventuellt ogynnsamma tillfällen.

¹¹ Andelen beräknas på basis av realskuldens nominella belopp inklusive upplupen inflationskompensation.

¹² Enligt denna metod ska minskningen av valutaexponeringen beräknas med växelkurser per den 30 november 2016.



Löptidsjämförelse

Det övergripande målet för statsskuld-förvaltningen är att minimera kostnaden för skulden utan att risken blir för hög. Skuldens kostnad och risk beror på hur den är sammansatt och Riksgälden föreslår varje år en lämplig fördelning mellan olika skuldslag samt vilken löptid skulden ska ha. Med utgångspunkt från detta förslag fattar sedan regeringen beslut om den slutgiltiga utformningen av upplåningsstrategin.

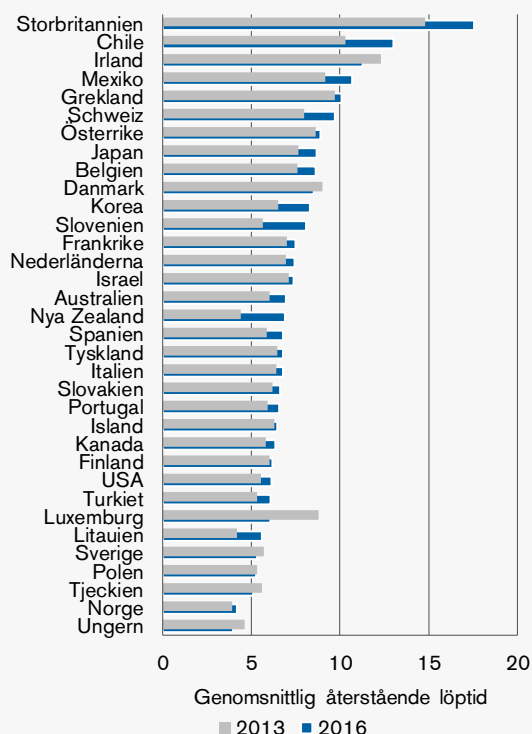
Historiskt sett har det varit billigare att låna på korta löptider än långa eftersom korta räntor vanligen har varit lägre än långa räntor på grund av positiva löptidspremier. Av detta skäl har Riksgälden under många år aktivt valt att förkorta skuldens duration med hjälp av derivat.

Många studier pekar emellertid på att löptidspremierna har blivit allt lägre på senare år, både i Sverige och internationellt. Kostnadsfördelen med att ha kort ränteeponering har således minskat. Av detta skäl har regeringen, på Riksgäldens inrådan, beslutat att förlänga löptiden för den nominella kronskulden i tre steg åren 2016-2018. Sammanlagt uppgår förlängningen till 0,9 år uttryckt som duration. Förändringen väntas bidra till lägre kostnadsvariation utan att den långsiktiga kostnaden för skulden ökar.

Sverige är inte ensam om att ha förlängt durationen i statsskulden på senare år. Flera andra länder har gjort motsvarande förändring, blanda annat Danmark, Nederländerna, och Tyskland.¹³ OECD har gjort en sammanställning av återstående löptid i statsskulden i olika länder och hur denna förändrats över tid. I diagrammet nedan redovisas siffror för åren 2013 och 2016 som visar att löptiden mätt på detta sätt har ökat i flertalet länder. Det kan också konstateras att Sverige, trots förlängningarna på senare år, har förhållandevis kort löptid jämfört med flertalet andra länder.

Det bör noteras att måtten återstående löptid och duration som Sverige använder i löptidsstyrningen inte visar samma sak. Duration är ett mått på den genomsnittliga räntebindingstiden medan den återstående löptiden enbart fångar tiden till förfall. Det bör också noteras siffrorna i diagrammet inte är helt jämförbara mellan länder. I vissa länder inkluderas tillgångar i redovisningen (exempelvis Norge), andra länder har med kortfristig upplåning (exempelvis Danmark och Storbritannien) eller exkluderar den (exempelvis Irland). Det finns också skillnader vad avser effekten av derivat. Frankrike och Norge har till exempel med swappar i sin redovisning medan Sverige inte har inkluderat derivatinstrument i underlagen till OECD. Av detta skäl ser det ut som om löptiden i den svenska statsskulden minskat mellan 2013 och 2016.

Genomsnittlig återstående löptid i olika länder 2013 och 2016

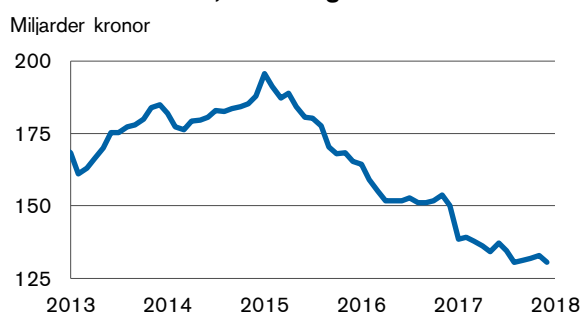


Källa: OECD Sovereign Borrowing Outlook 2017.

¹³ Danmark använder exempelvis ränteswappar för att förlänga löptiden i sin skuld. Under 2016 uppgick den genomsnittliga räntebindingstiden till knappt 12 år. Detta kan jämföras med en räntebindingstid på drygt 11 år 2013. Nederländerna har ökat sin räntebindingstid från 5,5 år 2016 till 6,0 år vid utgången av 2017. Vid utgången av 2019 beräknas räntebindingstiden uppgå till 6,4 år. Tyskland har ökat den räntebindingstiden från drygt 6 år 2010 till 6,8 år 2016.

Hur mycket den totala valutaskulden minskade under året kan mätas på flera sätt. Mätt med valutakurser per den 30 november 2016 minskade valutaskulden med 14,9 miljarder kronor, det vill säga 5,1 miljarder kronor mindre än den planerade neddragningen i kanadensiska dollar, euro, brittiska pund och amerikanska dollar. Skillnaden förklaras av att valutaexponeringen ökade något i euro inom ramen för de valutaväxlingar som Riksgälden löpande utför för statens räkning. Mätt till aktuella valutakurser minskade valutaskulden med cirka 16 miljarder kronor under 2017, se diagram 11.

Diagram 11 Valutaskulden till aktuell valutakurs, månadsgenomsnitt



Refinansieringsrisk

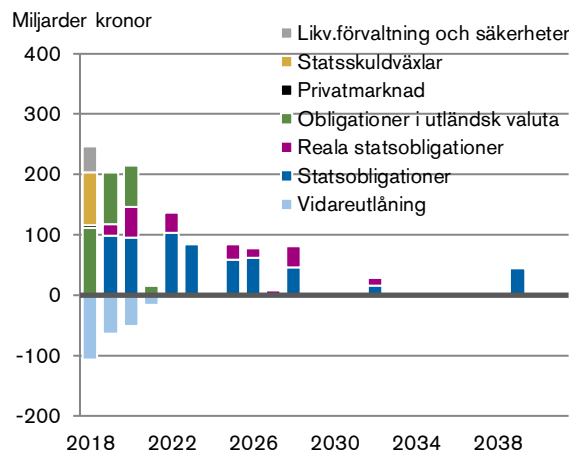
Refinansieringsrisk avser risken för att förfallande lån inte kan ersättas med nya lån annat än till märkbart högre kostnader eller i extremfallet inte kan refinansieras överhuvudtaget. Refinansieringsrisken anses vanligtvis bli högre ju större lån som förfaller den närmaste tiden. Detta är delvis en förenkling, eftersom en förfallande obligation sällan behöver finansieras direkt genom att ge ut en annan obligation. Med 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 inkomster och utgifter (nettolånebehovet) varierar och kan vissa dagar uppgå till mellan 50 och 100 miljarder kronor. Refinansieringsrisken är därför bara en del av det som brukar benämnas likviditetsrisk (eller finansieringsrisk), vilken handlar om möjligheten att hantera betalningar i en vidare bemärkelse.

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

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

Diagram 12 Förfalloprofil i december 2017

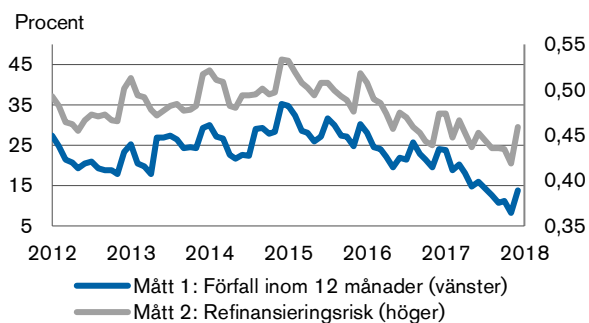


En stor del av skulden förfaller normalt under det närmaste året. Det beror på den omfattande likviditetsförvaltningen och hanteringen av säsongsmässiga svängningar i nettolånebehovet. Vid årsskiftet är de kortfristiga förfallen som störst eftersom en stor del av statens betalningar infaller under december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

I övrigt är förfalloprofilen förhållandevis jämn upp till tio år, vilket påverkar framtida refinansieringsrisker i takt med att tiden går. En ojämn förfalloprofil skulle kunna ge upphov till större risker i framtiden när stora förfall måste refinansieras. Viktigast för risken vid en given tidpunkt är dock vad som förfaller i närtid.

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

Diagram 13 Refinansieringsrisk



Måtten uppvisar samma mönster trots att mått 2 saknar den skarpa brytningen vid 12 månader. Diagrammet visar också ett tydligt säsongsmönster på grund av den omfattande penningmarknadsupplåningen runt årsskiften.

Att andelen kortfristig finansiering minskade 2017 beror till stor del på att statens finanser gick med överskott.

Motpartsrisk

Med motpartsrisk avses risken för att en motpart i en transaktion inte fullgör sina förpliktelser. Motpartsrisiker uppstår dels vid placering av överskott i likviditetsförvaltningen, dels då Riksgälden gör derivattransaktioner utan central motpartsclearing. 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 staten ska kunna fullgöra sina betalningar till en så låg kostnad som möjligt. För att hantera motpartsrisiken för dessa placeringar, finns limiter baserade på

motpartens kreditvärdighet som begränsar maximal exponering och löptid.

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

För att Riksgälden ska kunna handla derivatinstrument som inte avvecklas centralt krävs att Riksgälden och motparten upprättar ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett Credit Support Annex (CSA). CSA-avtalet innebär att motparten måste ställa säkerheter till Riksgälden om värdet på instrumenten är positivt för Riksgälden. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. 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. En översyn av ISDA/CSA-avtalen slutfördes under året. Översynen resulterade bland annat i att säkerheter ska börja utbytas tidigare, i linje med nuvarande marknadspraxis. Förändringen införs i takt med att Riksgälden och motparten tecknar nya, reviderade avtal. Denna typ av regelverk definieras och uppdateras inom ramen för Riksgäldens Finans- och riskpolicy.

Under 2017 inträffade inga väsentliga händelser som påverkade Riksgäldens kreditrisk. Placeringsbehoven i Riksgäldens likviditetsförvaltning var dock stora. Placeringarna skedde med motparter med god kreditvärdighet och medförde därför en mycket begränsad riskexponering. Det förekom också mindre ändringar i kreditbetygen för Riksgäldens motparter, till största delen i form av förbättringar i betygen.

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 normalt sett 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 2017

Nettolånebehovet överskattades i samtliga prognoser för 2017. Prognoserna justerades gradvis ned, men inte i tillräcklig omfattning. Jämfört med prognosen i statsupplåningsrapporten 2016:3, som publicerades i oktober 2016, blev nettolånebehovet 94 miljarder kronor lägre.

En stor del av prognosdifferenserna kan förklaras av en starkare makroekonomisk utveckling än beräknat. BNP-tillväxten underskattades genomgående, åtminstone fram till den sista prognosen som publicerades i oktober 2017. Därutöver har SCB reviderat upp nivån för tidigare år, vilket innebär att BNP för 2017 blev betydligt högre än vad som beräknades initialt.

Tabell 3 Årsprognoser för 2017

Miljarder kronor	2016:3	2017:1	2017:2	2017:3	Utfall
Primärt lånebehov	21	7	5	-40	-72
varav vidareutlåning	11	13	12	9	4
varav försäljningsinkomster	0	0	0	0	0
Räntor på statsskulden	12	13	12	12	10
Nettolånebehov	33	20	17	-28	-62

Den starkare tillväxten bidrog till att skatteinkomsterna blev högre och utgifterna lägre än prognos. Bland de löpande skattebetalningarna var det främst skatt på konsumtion och bolagsvinster som underskattades. Därutöver gjordes det större kompletterande skattebetalningar än

beräknat. Vilka skattebaser som dessa inbetalningar avser går inte att säga säkert förrän beskattningsutfallet blir tillgängligt i december 2018. På utgiftsidan bidrog främst lägre transfereringar och en betydligt lägre EU-avgift än beräknat. En förklaring till den lägre avgiften är att EU-kommissionen inte tog ut något belopp för januari månad 2017 efter beslut om ändringsbudgetar i december 2016.

Tabell 4 Skillnad mellan prognos i statsupplåningsrapport 2016:3 och utfall

Total differens nettolånebehov	-94
Skatteinkomster	-54
varav överinsättningar/tidigareläggningar	-20
varav makroekonomi	-34
Transfereringar	-12
EU-avgift	-7
Övrigt	-6
Riksgäldens nettoutlåning	-13
Räntor på statsskulden	-2
Summa	-94

Ytterligare en förklaring till det lägre nettolånebehovet är att Riksgälden underskattade effekterna av överinsättningar på skattekonton. Sänkningen av räntan på skattekontona från 1 januari 2017 har inte medfört de minskningar av hushållens överinsättningar som antogs i prognoserna. Samtidigt var det fortsatta inflödet från företag högre än beräknat. En riskfri nollränta är fortsatt attraktiv för många juridiska personer.

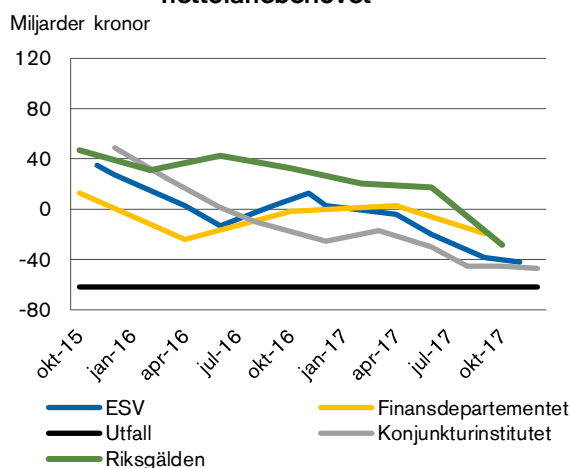
Utöver rena placeringar på skattekonton kan det också vara frågan om att företag och privatpersoner valt att tidigarelägga skattebetalningar på grund av ränteläget. Den totala effekten av placeringar och tidigareläggningar jämfört med prognosen från oktober 2016 bedöms uppgå till cirka 20 miljarder kronor. Detta blev tydligt först i slutet av 2017.

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter m.fl. överskattades genomgående i prognoserna. Det berodde huvudsakligen på att Irland i förtid valde att lösa de lån man fått från svenska staten. Detta blev känt först under hösten och kom därmed inte med i prognosen förrän i oktober 2017. Därutöver

minskade nettoutlåningen till följd av högre inlåning från Pensionsmyndigheten än beräknat.

Jämförelse med andra myndigheters prognoser
Förutom Riksgälden gör även Konjunkturinstitutet, 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.

Diagram 14 Olika bedömares prognoser på nettolånebehovet



Samtliga prognosmakare hade liknande profiler på prognoserna. Nettolånebehovet överskattades och prognoserna justerades gradvis ner. Från hösten 2016 var Konjunkturinstitutet genomgående den myndighet som lyckades bäst.

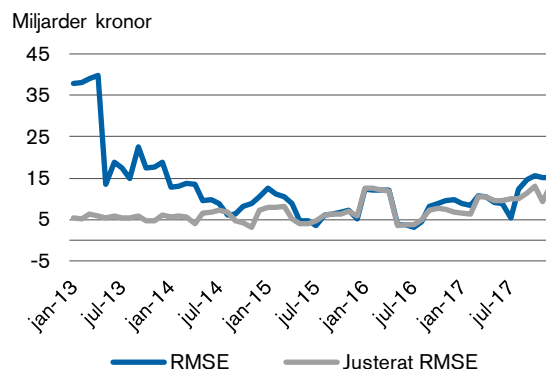
Månadsprognoser

Riksgälden är för närvarande den enda myndighet 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).

Diagram 15 visar hur RMSE har utvecklats sedan 2013. Det framgår att precisionen minskade något under 2017. Det beror främst på underskattningar av nettolånebehovet under andra halvåret.

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.

Diagram 15 Avvikelser månadsprognoser enligt RMSE 2013–2017

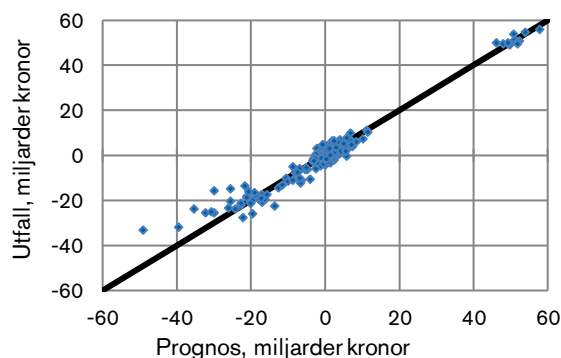


Dagsprognoser

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

Den genomsnittliga avvikelser per dag var 170 miljoner kronor under 2017, vilket är en förbättring jämfört med 2016 då den genomsnittliga avvikelser var 288 miljoner kronor. Diagram 16 visar dagliga utfall och prognoser för statens primära nettolånebehov när Riksgäldens nettoutlåning till andra myndigheter har exkluderats. Avståndet från 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. Trots sänkningen av räntan på skattekontona förstärktes trenden att en större andel av skatterna betalades in tidigt i månaden och en betydligt mindre andel betalades på förfallodagen.

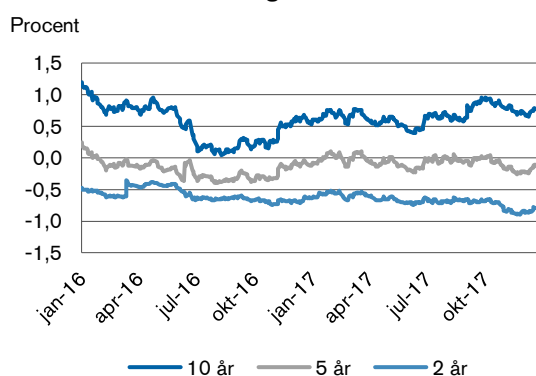
5 Marknadsutvecklingen i sammandrag

I detta kapitel ges en övergripande bild av marknadsutvecklingen och Riksgäldens upplåning under 2017. Den oväntat starka ekonomiska utvecklingen medförde att överskotten i statsfinanserna blev större än beräknat och Riksgälden drog därför successivt ner på upplåningen. Nerdragningen gjordes dock något för sent, och i efterhand visade det sig, i för liten omfattning. Följaktligen växte överskotten i Riksgäldens likviditetsförvaltning. Riksbankens köp av statsobligationer fortsatte att försämrade likviditeten på statspappersmarknaden. Den försämrade likviditeten bidrog till att volymerna i Riksgäldens marknadsvårdande repor med återförsäljarna ökade kraftigt under året.

5.1 Stark ekonomisk utveckling och fortsatt låga räntor

Stark inhemsk efterfrågan bidrog till att svensk ekonomi fortsatte att växa i god takt 2017 och att resursutnyttjandet blev mer ansträngt. Penningpolitiken var dock fortsatt expansiv och Riksbanken behöll reporäntan på -0,5 procent under hela året samt fortsatte med köpen av statspapper. Vid utgången av året uppgick Riksbankens innehav av svenska statspapper till nominellt drygt 300 miljarder kronor. Det motsvarar knappt 40 procent av den utestående volymen, se rutan om Riksbankens köp på sid 21.

Diagram 17 Ränta för 2-, 5- och 10-åriga statsobligationer



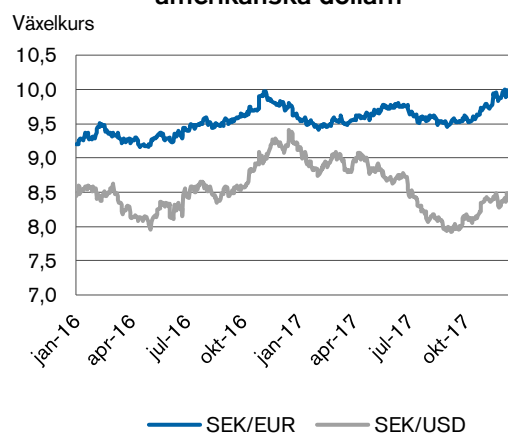
Källa: Thomson Reuters

Marknaden för svenska statsobligationer var relativt stabil under 2017 och marknadsräntorna låg kvar på låga nivåer. Räntan på en svensk tioårig statsobligation handlades inom ett intervall på 30 baspunkter under året och räntan vid årets slut var i stort sett densamma som vid årets början.

Dollarförstärkningen som noterades efter det amerikanska presidentvalet avtog under början av 2017. Dämpade förväntningar om den ekonomiska utvecklingen i USA och geopolitisk oro bidrog till utvecklingen.

Under våren och sommaren ljusnade tillväxtutsikterna i Europa och den politiska osäkerheten minskade efter valen i Holland och Frankrike. Detta resulterade i en starkare euro. Samtidigt försvagades dollarn ytterligare mot bakgrund av svag inflationsstatistik och politiska låsningar i USA.

Diagram 18 Kronans växelkurs mot euron och amerikanska dollarn



Källa: Thomson Reuters

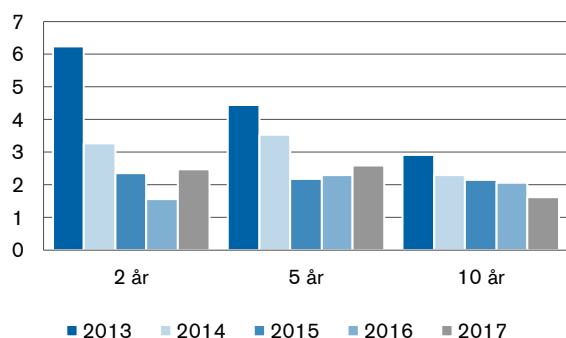
Riksbankens fortsatt expansiva penningpolitik i kombination med oro över den svenska bostadsmarknaden ledde till att kronan försvagades mot främst euron under det tredje kvartalet, trots starkare svenska inflationssiffror. I viss mån skedde även en försvagning mot den amerikanska dollarn. Trots försvagningen mot slutet på året har kronan stärkts mot dollarn på helårsbasis.

5.2 Försämrade likviditet i statspappersmarknaden

Riksbankens köp av statspapper har tillsammans med de senaste årens låga lånebehov och nya regleringar inneburit att den dagliga omsättningen av statsobligationer har minskat, se diagram 19. Mycket tyder på att situationen på marknaden för statsobligationer över tid har blivit allt mer ansträngd.

Diagram 19 Daglig omsättning i 2-, 5- och 10-åriga statsobligationer

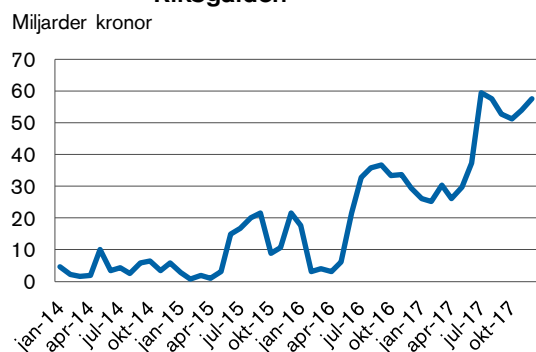
Mdkr, genomsnitt



Källa: Nasdaq

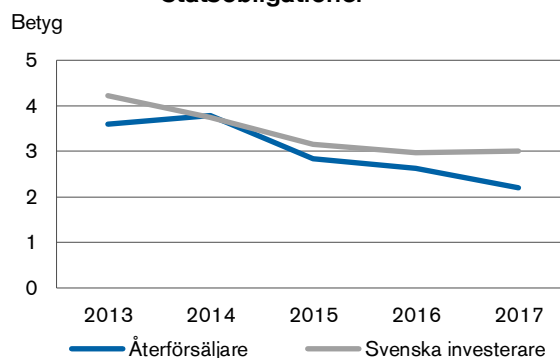
Ett tecken på försämrade likviditet är att volymerna i Riksgäldens repor med återförsäljarna har ökat markant vilket framgår av diagram 20. Under andra halvåret 2017 repade Riksgälden dagligen ut statsobligationer för i genomsnitt omkring 55 miljarder kronor. För mer information om Riksgäldens marknadsvärdande repor och deras betydelse för likviditeten, se avsnitt 2.1.

Diagram 20 Repor i statsobligationer med Riksgälden



Den enkätundersökning som Riksgälden genomför årligen visar också att marknaden för statsobligationer upplevs fungera sämre än tidigare. Såväl återförsäljare som svenska investerare bedömer att likviditeten i marknaden gradvis har försämrats, se diagram 21.

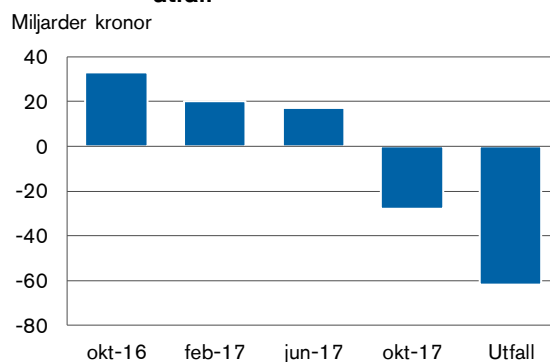
Diagram 21 Upplevd likviditet i marknaden för statsobligationer



5.3 Överraskande starka statsfinanser

Statsfinanserna utvecklades starkare än förväntat 2017. I oktoberprognosen 2016 räknade Riksgälden med att nettolånebehovet skulle bli 33 miljarder kronor. Ett år senare, i oktober 2017, reviderades prognosen till ett nettolånebehov på –28 miljarder kronor. Det slutliga utfallet blev –62 miljarder kronor, det vill säga 94 miljarder kronor lägre än ursprungligen beräknat. Bruttolånebehovet (dvs. nettolånebehovet plus förfall, byten och återköp) blev 246 miljarder kronor, se tabell 5.

Diagram 22 Nettolånebehov – prognos och utfall



För att parera de överraskande låga nettolånebehoven drog Riksgälden successivt ner på upplåningen under året. Den planerade auktionsvolymen i statsobligationer sänktes från 66 miljarder kronor i oktober 2016 till 51 miljarder kronor i oktober 2017. Efter minskningen i oktober var upplåningen nere på 40 miljarder kronor i årstakt. Därutöver drogs volymerna i statsskuldväxlar ner från 110 till 88 miljarder kronor. Slutligen drogs upplåningen i realobligationer ner från 14 till 12 miljarder kronor.

Tabell 5 Upplåningsbehov brutto

Miljarder kronor	2016	2017
Nettolånebehov	-85	-62
Affärsdagsjustering mm ¹	-7	4
Privatmarknad & säkerheter, netto ²	6	14
Förfall penningmarknad³	284	144
Statsskuldväxlar	141	84
Likviditetsförvaltningsinstrument	143	60
Förfall, byten och uppköp, kapitalmarknad	104	145
Statsobligationer	53	69
Realobligationer	1	15
Obligationer i utländsk valuta	49	62
Totalt upplåningsbehov, brutto⁴	302	246

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

² Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

³ Initial stock med förfall inom 12 månader.

⁴ Avser behovet av upplåning på den institutionella marknaden.

Upplåningen i statsobligationer och realobligationer blev den lägsta på fem år. Jämfört med året innan minskade upplåningen i obligationer med 34 miljarder kronor, se tabell 6.

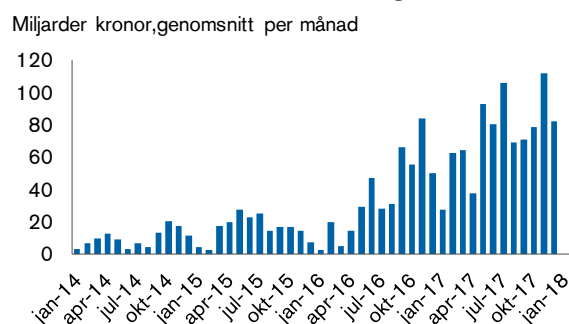
Tabell 6 Total upplåning brutto

Miljarder kronor	2016	2017
Penningmarknad, upplåning¹	144	122
Statsskuldväxlar	84	88
Likviditetsförvaltningsinstrument	60	35
Kapitalmarknad, upplåning	157	124
Statsobligationer	81	51
Realobligationer	16	12
Obligationer i utländsk valuta	61	61
statens egen del	0	0
vidareutlåning till Riksbanken	61	61
Total upplåning, brutto	302	246

Växande överskott i likviditetsförvaltningen

Trots att Riksgälden minskade upplåningen i alla typer av statspapper var kassanettot i likviditetsförvaltningen positivt under större delen av året. Det berodde dels på den oväntat starka utvecklingen i statsfinanserna, dels på likviditet som kom in via Riksgäldens marknadsvårdande repor (i genomsnitt drygt 42 miljarder kronor per dag under 2017). Reporna utgör en extra finansiering utöver den som Riksgälden normalt planerar för. Den höga repovolymen under 2017 medförde dock att Riksgälden tvingades skära ner på annan kortfristig upplåning för att undvika alltför stora och långvariga överskott i likviditetsförvaltningen. Nedskärningen blev än mer uttalad vid årets slut då den emissionsvolymen minskades till 5 miljarder kronor per statsskuldväxel, vilket motsvarar en total utestående stock på 20 miljarder kronor.

I genomsnitt behövde Riksgälden placera 74 miljarder kronor per dag i likviditetsförvaltningen under 2017 (se diagram 23). Det är 38 miljarder kronor mer än genomsnittet föregående år. För att hantera kassaöverskotten har Riksgälden utnyttjat möjligheten att köpa Riksbankscertifikat via återförsäljarna, se vidare under avsnittet om likviditetsförvaltningen. Riksbankscertifikaten har en veckas löptid och placering sker till Riksbankens reporänta.

Diagram 23 Utestående placeringar i likviditetsförvaltningen



Riksbankens köp av statsobligationer

Till och med december 2017 hade Riksbanken köpt statsobligationer för 304 miljarder kronor, varav 267 miljarder kronor utgjordes av nominella obligationer. Köpen koncentrerades till obligationer med löptider upp till 10 år. I dessa ägde Riksbanken knappt 48 procent av den utestående stocken vid utgången av 2017, se diagram.

Under 2017 ökade Riksbanken sitt innehav av statsobligationer med 29 miljarder kronor. Samtidigt ökade den totala stocken av statsobligationer med enbart 19 miljarder kronor. De obligationer som Riksbanken köpte under 2017 hade kortare löptid än snittlöptiden i stats-skulden. Det medförde att Riksbankens innehav vid årets slut översteg 50 procent av den utestående stocken i flertalet av de kortare statsobligationerna.

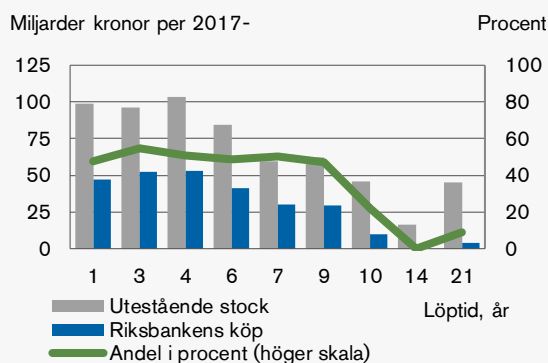
Riksbankens köp ledde till att bristen på obligationer med kort löptid tilltog under året. Repopolymerna i den marknadsvärdande faciliteten ökade mer i kortare obligationer än längre. Räntan för SGB 1052 med omkring två års återstående löptid föll exempelvis mer än för den tioåriga obligationen SGB 1059 såväl jämfört med swappräntan som med tyska statsobligationer med motsvarande löptid.

Riksbanken har beslutat att återinvestera medel från kupongbetalningar och förfall till ett värde av ungefär 65 miljarder kronor från och med januari 2018. Merparten av medlen avser förfall som äger rum första halvåret 2019. Tidigare-läggningen av återinvesteringarna innebär att Riksbankens innehav av statsobligationer kommer att öka under 2018 och början av 2019.

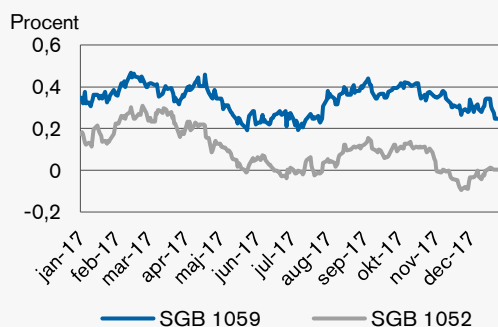
Den andel av obligationsstocken som omsätts aktivt har minskat på grund av Riksbankens köp. Tillsammans med statens minskande lånebehov och nya regleringar har detta bidragit till att likviditeten på statsobligationsmarknaden gradvis har minskat.

Riksgälden bedömer att situationen på marknaden för statsobligationer har blivit allt mer ansträngd de senaste året. Ett tecken på det är att volymen av Riksgäldens repor med återförsäljarna har ökat markant.

Utestående stock av nominella statsobligationer och Riksbankens köp



Ränteskillnad mot Tyskland



6 Kapitalmarknadsupplåning

Den största delen av statsskulden består av statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta. Här beskrivs vilken policy Riksgälden har för upplåningen i respektive instrument samt i vilken omfattning instrumenten har använts under 2017.

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 på 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 lite sikt.

Policy

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

Överväganden under året

Lägre emissionsvolym

Vid inledningen av året räknade Riksgälden med att låna 66 miljarder kronor i statsobligationer. Emissionsvolymen var då 3 miljarder kronor per auktion. Till följd av det kontinuerligt minskande nettolånebehovet sänktes auktionsvolymen vid två tillfällen under året, först till 2,5 och sedan till 2 miljarder kronor. Den totala upplåningen stannade på 50,5 miljarder kronor.

Tabell 7 Planerad upplåning i statsobligationer 2017

Miljarder kronor	
2016:3	66
2017:1	52
2017:2	52
2017:3	51
Utfall	51

En ny tioårig statsobligation under 2017

Riksgälden introducerade en ny tioårig statsobligation i början av 2017. I slutet av 2017 hade den nya obligationen uppnått en volym på 46 miljarder kronor.

Ökad emissionsvolym i långa obligationer

Enligt regeringens riktlinjer för 2017 var det långsiktiga riktvärdet för stocken av statsobligationer med löptid längre än tolv år 70 miljarder kronor. Riksgälden undersöker regelbundet marknadens intresse för långa obligationer. Under året emitterades totalt 4 miljarder kronor. Den utestående stocken av långa obligationer ökade därmed från 58 till 62 miljarder kronor.

Resultat av låneaktiviteter

Riksgälden genomförde 20 auktioner i statsobligationer under 2017. Vid 16 av dessa fördelades auktionsvolymen på två obligationslån för att möta efterfrågan på olika löptider.

Riksgäldens policy är att främst emittera i de tio- och femåriga obligationerna. Tyngdpunkten ligger i det tioåriga löptidssegmentet för att volymen snabbt ska byggas upp i nya obligationer. Under året emitterades drygt 25 miljarder kronor i obligationerna med tioårig löptid, se tabell 8. Andelen av emissionerna som gjordes i de tioåriga löptiderna motsvarade 50 procent, vilket är mer än under 2016. Mot bakgrund av begränsad efterfrågan på statsobligationer med kort löptid och litet lånebehov emitterade Riksgälden inte obligationer med kortare löptid än cirka fem år under 2017.

Tabell 8 Emitterad volym och snittränta

Obligation	Referenslån ¹	Emitterad volym, miljarder kr	Snittränta procent ²
SGB 1052 4.25% 12 Mar 19	2-årig	0,0	-
SGB 1047 5% 1 Dec 20	2-årig	0,0	-
SGB 1054 3.5% 1 Jun 22	5-årig	9,0	-0,07
SGB 1057 1.5% 13 Nov 23	5-årig	7,0	0,17
SGB 1058 2.5% 12 May 25		5,0	0,36
SGB 1059 1.0% 12 Nov 26	10-årig	10,5	0,59
SGB 1060 0,75% 12 May 28	10-årig	15,0	0,81
SGB 1056 2.25% 1 Jun 32		4,0	1,24
SGB 1053 3.5% 30 Mar 39		0,0	-
Totalt		50,5	0,51

¹ Referenslån i den elektroniska interbankmarknaden 2017.

² Genomsnittlig emissionsränta i auktionerna.

Marknadsförutsättningar

Efterfrågan på obligationer med löptid från fem år och längre var mycket god under året. Auktionerna övertecknades drygt tre gånger i genomsnitt, vilket är samma nivå som året innan, se tabell 9.

Snitträntan i auktionerna steg från 0,28 till 0,51 procent. En förklaring till de högre räntorna är att den genomsnittliga löptiden i de obligationer Riksgälden sålde 2017 var längre än året innan.

Tabell 9 Teckningskvot och snittränta

Procent	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	2,38	3,08	2,52	3,06	3,02
Snittränta ²	1,87	1,35	0,48	0,28	0,51

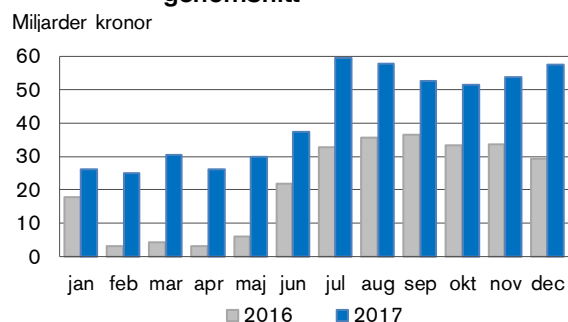
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudet emissionsvolym.

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

Marknadsvård

Av diagram 24 framgår att volymerna i marknadsvårdande repor i statsobligationer var betydligt större under 2017 än 2016 vilket hänger samman med att likviditeten i statsobligationsmarknaden gradvis har blivit sämre.

Diagram 24 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt



6.2 Realobligationer

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

Policy

- Riksgälden eftersträvar en jämn förfalloprofil för realskulden.
- Nya realobligationer matchas löptidsmässigt med statsobligationer så långt detta är möjligt.
- Auktioner hålls regelbundet och med små volymer för att minska risken att låna stora volymer vid ofördelaktiga marknadslägen.

Överväganden under året

Realandelen var i linje med riktvärdet

Enligt regeringens riktlinjer ska den reala skulden utgöra 20 procent av den totala statsskulden. Andelen är ett långsiktigt riktvärde och om den tidvis avviker vidtar Riksgälden inga omedelbara åtgärder för att nå målet. Realandelen har legat lägre än riktvärdet under flera år men tack vare minskande statsskuld steg andelen till 20,7 procent vid året slut, se diagram 10 i kapitel 3.

Realandelen beror främst på hur nettolånebehovet och statsskulden utvecklas. Stora ökningarna eller minskningarna 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.

Som ett resultat av lägre prognoser på statens lånebehov justerade Riksgälden ned utbudet av realobligationer vid två tillfällen 2017. I februari-prognosen behölls auktionsvolymen på 750 miljoner kronor men ett auktionstillfälle under

året ströks. Nästa neddragning gjordes i oktober-prognosen då Riksgälden sänkte auktionsvolymen till 500 miljoner kronor. Av tabell 10 framgår att den emitterade volymen i 2017 års auktioner blev 12,0 miljarder kronor.

Tabell 10 Förändring av realskulden 2017, miljarder kronor

Utestående stock vid utgången av 2016	199,9
Auktioner	12,0
Netto av auktionsbyten	-0,5
Förfall	-15,0
Netto av marknadsvårdande byten	0,7
Riksgäldsspar real	-0,1
Inflationsuppräknning	2,6
Utestående stock vid utgången av 2017	199,7

Realstocken var i stort sett oförändrad under 2017 på grund av att en obligation förföll med en volym som motsvarade årets totala emissionsvolym inklusive inflationsuppräknningen. Övriga poster som påverkar realobligationsstocken var små och hade endast marginell effekt, se tabell 10.

Resultat av låneaktiviteter

Auktioner ägde rum vid 17 tillfällen under året. Vid tio av dessa tillfällen fördelades auktionsvolymen på två olika obligationer. På så sätt kunde Riksgälden tillvarata intresset för obligationer med olika löptid. Riksgälden emitterade sex olika realobligationer med 2 till 15 års återstående löptid. Emissionsvolymerna redovisas i tabell 11.

Tabell 11 Emmitterad volym och snittränta

Realobligation	Emmitterad volym, miljarder kr	Snittränta, procent
SGB IL 3110 (2019)	0,8	-2,05
SGB IL 3102 (2020)	0,0	-
SGB IL 3108 (2022)	1,3	-1,82
SGB IL 3109 (2025)	2,1	-1,39
SGB IL 3112 (2026)	2,0	-1,32
SGB IL 3113 (2027)	4,7	-1,11
SGB IL 3111 (2032)	1,1	-0,59
Totalt	12,0	-1,28

Utöver de löpande auktionerna genomförde Riksgälden bytesauktioner under två perioder. I februari genomfördes byten i samband med att den tioåriga obligationen SGB IL 3113 introducerades. Bytena syftar till att snabbt bygga upp den utestående volymen och på så sätt bidra till bättre likviditet i den nya obligationen. I december erbjöd Riksgälden inbyten av SGB IL 3110 som förfaller 1 juni 2019. Riksgälden har som policy att låta cirka 20 miljarder kronor av en realobligation gå till förfall.

Riksgälden erbjuder därför byten om den utestående volymen är större än så när det återstår ett år tills obligationen förfaller. Under det sista året sker varken emissioner eller byten i obligationen.

Marknadsförutsättningar

Investerares intresse för realobligationer växlade under 2017, liksom året innan. Något lägre marknadsräntor i kombination med varierande inflationsförväntningar fick till följd att efterfrågan fluktuerade kraftigt. Teckningskvoten i auktionerna blev 2,44 under 2017 vilket var något högre än under 2016, se tabell 12.

Tabell 12 Teckningskvot och snittränta

	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	3,88	2,98	3,41	2,10	2,44
Snittränta i procent ²	0,23	0,03	-0,78	-1,26	-1,28

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

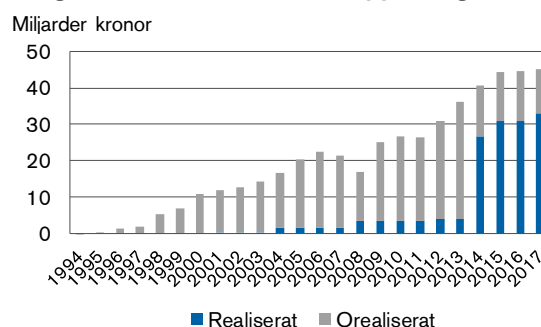
² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår inte.

Kostnadsutvärdering av realupplåningen

Sedan realobligationer introducerades 1994 har inflationen varit lägre än den genomsnittliga break-eveninflationen i emissionerna.¹⁴ Därför har kostnaden för den reala skulden understigit den för en hypotetisk nominell skuld med samma löptid.

Diagram 25 visar att det kalkylmässiga resultatet sedan 1994 ackumulerats till 45 miljarder kronor, varav 33 miljarder kronor har realiserats. En stor del kommer från de första åren när realstocken byggdes upp. Break-eveninflationen låg då betydligt högre än vad den gjort på senare år. För 2017 blev resultatet 0,4 miljarder kronor.

Diagram 25 Resultat av realupplåning



Inflationsuppräknningen under 2017 blev 1,7 procent mätt som utvecklingen av KPI.¹⁵

¹⁴ Med break-eveninflation avses den inflationstakt som impliceras av skillnaden i ränta mellan en realobligation och en statsobligation med samma löptid.

¹⁵ Realobligationerna är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2016 till oktober 2017.

Marknadsvård

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

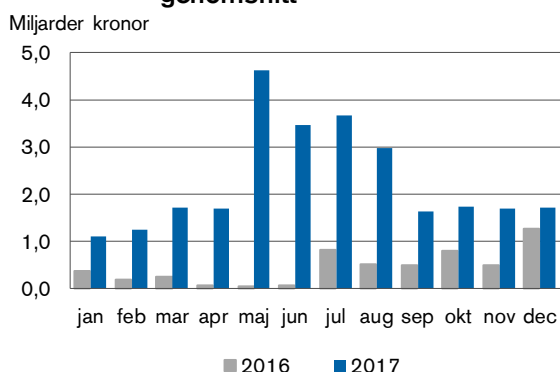
När en realobligation har ett år kvar till förfall upphör bytesserbjudandet. Istället erbjuds en begränsad återköpsfacilitet. Målet är att en obligation inte ska vara större än 20 miljarder kronor när den förfaller eftersom stora förfall kan medföra påfrestningar för marknaden.

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

Utöver detta har investerare vanligtvis begränsningar för hur mycket de kan investera i en enskild obligation, vilket kan hämma efterfrågan på stora lån. En betydande del investerare som följer index har inte möjlighet att allokera mer än 30 procent i en enskild utgåva enligt placeringsreglerna. Av detta skäl strävar Riksgälden efter att inga enskilda obligationer ska överstiga 30 procent av realobligationsindex.

De marknadsvårdande reporna i realobligationer har varit väsentligt lägre än för statsobligationer. Jämfört med året innan har det dock skett en kraftig ökning av repovolymerna. Den genomsnittliga repovolymen var cirka 2,3 miljarder kronor 2017 jämfört med 0,4 miljarder kronor 2016, se diagram 26.

Diagram 26 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 för att upprätthålla en beredskap 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. För att investerare ska vara nöjda måste efterfrågan på obligationen finns kvar även efter emissionen. Genom väl avvägda lånevillkor skapas en efterfrågan som är tillräckligt stor att de flesta, men inte alla, investerare får tilldelning i emissionen. Det bidrar till att obligationernas värde åtminstone inte sjunker på andrahandsmarknaden.

Resultat av låneaktiviteter

Riksgälden har tack vare hög kreditstatus och transparent upplåningspolicy haft möjlighet att låna till mycket fördelaktiga villkor oavsett valuta. Under de senaste åren har Riksgälden enbart lånat i amerikanska dollar och euro på den internationella kapitalmarknaden. Denna upplåning har som regel skett genom syndikering.

Under 2017 lånade Riksgälden uteslutande för vidareutlåning till Riksbanken. Tack vare refinansieringen av vidareutlåningen kunde Riksgälden upprätthålla en närvaro på den internationella kapitalmarknaden trots överskotten i statsfinanserna.

Riksgälden emitterade tre obligationer på totalt 7 miljarder dollar, vilket motsvarar 61 miljarder kronor. Obligationernas löptider var på två respektive tre år enligt Riksbankens önskemål.

Därutöver lånade Riksgälden motsvarande 16 miljarder kronor i commercial paper för Riksbankens räkning, även detta för att ersätta förfallande lån, se vidare under avsnitt 7 om penningmarknadsupplåningen.

Riksbanken ersätter Riksgälden för de räntekostnader och administrativa kostnader som uppstår i samband med vidareutlåningen.

Marknadsförutsättningar

Riksgälden kunde även under 2017 ta upp nya lån till förmånliga villkor, vilket berodde dels på det fortsatt låga ränteläget, dels på investerarnas intresse för statspapper med hög kreditvärdighet. I diagram 27 framgår ränteskillnaden mot den amerikanska staten för en dollarobligation som Riksgälden emitterade i april 2017. Räntan på obligationen låg mellan 10-20 baspunkter över motsvarande amerikanska statspapper vilket var lägre än exempelvis Bank of England eller Nordiska Investeringsbanken.

Stabila kapitalmarknader och amerikanska räntehöjningar ledde till att investerare främst sökte sig till femåriga löptider. Merparten av syndikeringarna av dollarobligationer på marknaden avsåg också fem års löptid.

Utbudet av obligationer med högsta kreditvärdighet i kortare löptider var därmed begränsat 2017. Mot denna bakgrund lyckades Riksgäldens emissioner i obligationer med mellan två och tre års löptid trots



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.

Att låna genom syndikering är praxis när en statlig emittent ska finansiera sig i en annan valuta eller önskar låna ett större belopp än normalt vid ett enskilt tillfälle. En av fördelarna för emittenten är att obligationen då marknadsförs till ett större antal investerare vilket minskar sannolikheten för att emissionen ska misslyckas. Ur investerarnas synvinkel medför syndikeringsprocessen att prissättningen blir mer transparent och att alla investerare får betala samma pris för obligationen.

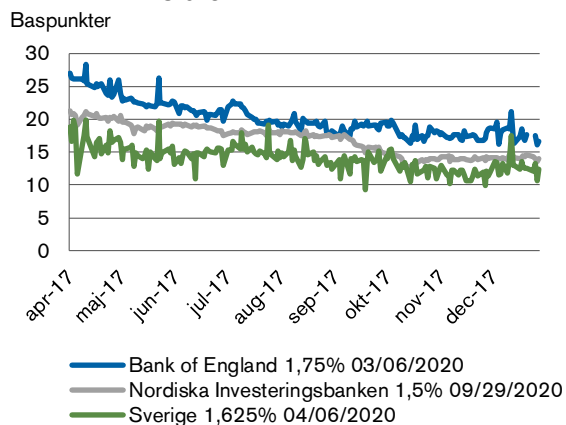
Prissättningen av nya syndikerade lån sker i regel gentemot swappkurvan i den aktuella valutan. Ledarbankerna i syndikatet ger ett indikativt pris för ett nytt lån genom att uttrycka hur lånet bör prissättas i relation till en swapp med samma löptid. Prisindikationen påverkas av den volym som ska lånas upp.

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.

allt möta relativt stor efterfrågan. Obligationerna i dollar gavs i genomsnitt ut till 10 baspunkter över tre månaders USD Libor. Euribor och USD Libor är standardiserade bankräntor som används för jämförelser.

Diagram 27 Ränteskillnad mot amerikanska staten



Tabell 13 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta

Baspunkter	2013	2014	2015	2016	2017
USD Libor ¹	-5	-7	-7	12	-6
Euribor ²	-11	-15	-24		

¹ Tre månaders bankränta

² Sex månaders bankränta

Riksgäldens investerarbas är bred med avseende på såväl kategori som geografi. Centralbanker utgjorde den enskilt största investerarkategorin, vilket historiskt har varit ett tydligt mönster. Den största delen av investerarna var asiatiska, följt av investerare från den amerikanska kontinenten.

7 Penningmarknadsupplåning

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

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

7.1 Statsskuldväxlar

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

Policy

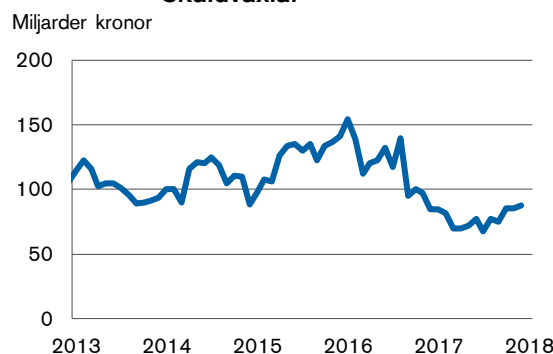
- Riksgälden ger ut statsskuldväxlar med löptider upp till sex månader.
- Var tredje månad ger Riksgälden ut en ny sexmånadersväxel. Övriga månader introduceras en ny tremånadersväxel.
- De två statsskuldväxlar med kortast löptid emitteras löpande vid behov, liksom likviditetsväxlar (statsskuldväxlar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

Överväganden under året

Den planerade genomsnittliga auktionsvolymen i statsskuldväxlar var 10 miljarder kronor under 2017. I oktober och december hade Riksgälden ursprungligen planerat fyra extra emissioner om 15 miljarder kronor vardera. Mot bakgrund av det överraskande låga lånebehovet sänktes dessa emissioner till tio miljarder kronor i samband med oktoberprognosen 2017.

Under året minskade den utestående stocken av statsskuldväxlar från 110 miljarder kronor vid början av året till 88 miljarder kronor vid årets slut, se diagram 28.

Diagram 28 Utestående stock av statsskuldväxlar



Resultat av låneaktiviteter

Den genomsnittliga räntan i auktionerna blev marginellt lägre än föregående år. Teckningskvoten var i nivå med tidigare år, se tabell 14.

Tabell 14 Teckningskvot och snittränta

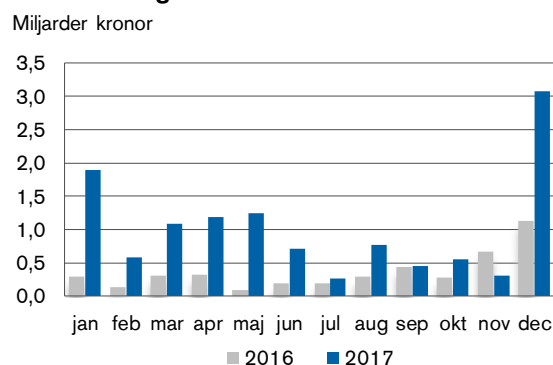
Procent	2013	2014	2015	2016	2017
Teckningskvot ¹	2,14	2,21	2,15	2,12	1,96
Snittränta	0,90	0,41	-0,34	-0,69	-0,74

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Marknadsvård

Diagram 29 visar att volymerna i de marknadsvårdande reporna har ökat under 2017 jämfört med året innan.

Diagram 29 Marknadsvårdande repor, månads-genomsnitt



Statsskuldväxlarna används ofta som säkerheter i statspappersmarknaden och i takt med att den utestående volymen har minskat så har det uppstått en brist som ökat volymerna i Riksgäldens repofacilitet.

7.2 Commercial paper

Vid behov lånar Riksgälden även genom att ge ut commercial paper (värdepapper med kort löptid) i utländsk valuta. Lånen kan ses som ett komplement till upplåningen i statsskuldväxlar.

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

Commercial paper har tidigare år varit ett viktigt instrument för Riksgälden. En anledning till det är att marknaden för statsskuldväxlar inte haft tillräckligt djup för att Riksgälden snabbt ska kunna öka stocken om lånebehovet blivit större. Det senaste årens överskott har dock inneburit att behovet av att låna i commercial paper varit litet.

Marknadsförutsättningar

Marknaden för commercial paper har fungerat väl under de få tillfällen som Riksgälden varit närvarande. Under 2017 emitterade Riksgälden commercial paper i amerikanska dollar för 3,4 miljarder, varav 1,6 miljarder för egen räkning.¹⁶ Detta är betydligt mindre än föregående år vilket hänger samman med det minskade upplåningsbehovet. Vid årsskiftet var den utestående stocken en halv miljard dollar. Hela beloppet avsåg vidareutlåning till Riksbanken.

7.3 Likviditetsförvaltning

Inom likviditetsförvaltningen lånar eller placerar Riksgälden pengar så att staten varje dag kan fullgöra sina betalningsåtaganden. Utöver statsskuldväxlar och commercial paper används även banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider), riksbankscertifikat, repor

och trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter som administreras av en tredje part) och placeringar i exempelvis säkerställda bostadsobligationer med löptid kortare än 1 år.

Riksgälden gör framförallt transaktioner i svenska kronor men även i utländsk valuta.

Policy

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

Marknadsförutsättningar

Reporäntan var oförändrad på -0,50 procent och marknaden präglades av fortsatt låga korta räntor.

Riksbanken fortsatte att köpa statsobligationer vilket innebar att banksystemets likviditetsöverskott gentemot Riksbanken ökade från 366 miljarder kronor vid årets början till 418 miljarder vid årets slut. Stora delar av överskottet placerades veckovis i Riksbankscertifikat till reporäntan. Återstoden placerades dagligen i dagslån via Riksbankens finjusterande transaktioner till reporäntan minus 10 baspunkter.

En effekt av Riksbankens köp av statsobligationer har varit att mängden obligationer som är tillgängliga för repotransaktioner minskat eftersom Riksbanken inte är aktiv på repomarknaden. Detta bidrog sannolikt till att utnyttjandet av Riksgäldens repofacilitet fortsatte att öka kraftigt under 2017, se diagram 20 på sidan 19.

Reporna innebär att Riksgälden lånar mer än vad man normalt sett planerar för. Under andra halvåret 2017 uppgick det extra inflödet till omkring 55 miljarder kronor.¹⁷ Det medför att Riksgälden behövde skära ned på annan kortfristig upplåning för att undvika alltför stora och långvariga överskott i likviditetsförvaltningen.

Det stora likviditetsöverkottet i betalningssystemet har inneburit att det har varit billigare för Riksgälden att låna pengar kortfristig än att placera pengar på depositmarknaden. Tidigare kunde Riksgälden

¹⁶ Omräknat till svenska kronor motsvarar detta knappt 30 miljarder kronor respektive drygt 14 miljarder kronor.

¹⁷ Repovolymerna är vanligtvis högre under perioden juli-december, se diagram 24.

både låna och placera över natten till reporäntan, men under året har räntan vid placeringar ofta legat 10 baspunkter under reporäntan. För att undvika placeringar över natten försöker Riksgälden därför planera likviditeten så att det uppstår ett lånebehov i slutet av dagen.

Likviditetsplaneringen förutsätter bra prognoser på dagsbasis över statens nettolånebehov. Trots att Riksgäldens dagsprognoser i allmänhet har hög precision (se diagram 16 i kapitel 4) så uppstår ibland betalningar som är svåra att förutse.

Under 2017 blev nettolånebehovet avsevärt lägre än Riksgäldens ursprungliga prognoser.

Sammantaget har de kraftigt ökade volymerna i marknadsvårdande repor och de överraskande starka statsfinanserna inneburit att Riksgälden behövt hantera betydande överskott i likviditetsförvaltningen under stora delar av året.

Resultat av låneaktiviteter

Inom likviditetsförvaltningen hanterar Riksgälden statens dagliga låne- och placeringsbehov där in- och utbetalningar matchas så långt som möjligt. De dagar då utbetalningarna är större än inbetalningarna lånar Riksgälden för att finansiera underskottet och de dagar då inbetalningarna överstiger utbetalningarna placeras överskottet.

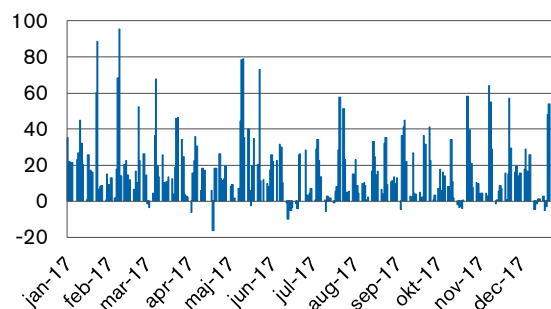
Genom att ha bra framförhållning kan Riksgälden låna och placera till bättre villkor samt minska riskerna. Under merparten av 2017 hanterade likviditetsförvaltningen stora överskott. Riksgälden placerade överskotten i Riksbankens veckovisa certifikat till reporäntan. Riksbankscertifikaten bedömdes vara det bästa placeringsalternativet ur avkastnings- och riskhänseende. Riksgälden har även använt bostadsobligationer med kort återstående löptid, repor i säkerställda bostadsobligationer och trepartsrepor för att placera överskotten.

Diagram 30 visar Riksgäldens transaktioner på depositmarknaden, efter placeringar i framförallt

Riksbankscertifikat. Där lånar Riksgälden till största delen till reporäntan. Under året har Riksgälden varit mer aktiv på längre löptider i depositmarknaden för euro och dollar. Därigenom har upplåningskostnaderna i likviditetsförvaltningen kunnat sänkas.

Diagram 30 Lån på depositmarknaden

Miljarder kronor



Flöden i utländsk valuta samt valutaväxlingar

Riksgälden har även flöden i andra valutor än svenska kronor och gör regelbundet växlingar på valutamarknaden.

Nya och förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar, terminsförfall och säkerhetsöverföringar (CSA-flöden) är exempel på sådant som genererar betalningar i utländsk valuta. Ytterligare ett exempel på flöden i utländsk valuta är de växlingar som Riksgälden gör för andra myndigheter. Dessa växlingar kan ske på två vis. Antingen genom att Riksgälden ställer ut en valutatermin till en myndighet som oftast vill köpa en valuta vid ett framtida tillfälle, eller växlingar som görs via det nya valutakoncernkontot (VKK).

VKK är ett resultat av det nya ramavtal som gäller sedan våren 2017. Idag är enbart Pensionsmyndigheten ansluten till VKK, men planen är att framöver även integrera övriga myndigheter med större växlingsbehov.

Syftet med VKK är att samla myndigheternas valutaflöden och låta Riksgälden hantera nettot av dessa flöden. På så sätt sjunker kostnaden för myndigheternas valutaväxlingar.



Årsskifteseffekter på räntemarknaden

De senaste tre åren har de korta svenska räntorna justerats ned kraftigt i samband med årsskiftet och det har därmed blivit dyrare att placera pengar under denna period. En tänkbar förklaring till de låga räntorna är att de hänger samman med bankernas försök att anpassa sina balansräkningar inför årsskiftet för att begränsa resolutionsavgiften.

Hanteringen av krisande banker ska enligt lagen om resolution i första hand finansieras genom att förluster och kostnader för återkapitalisering bärs av aktie- och fordringsägare. Men under extraordinära omständigheter kan det krävas extern finansiering. Därför finns en resolutionsreserv som byggs upp med avgifter från instituten.

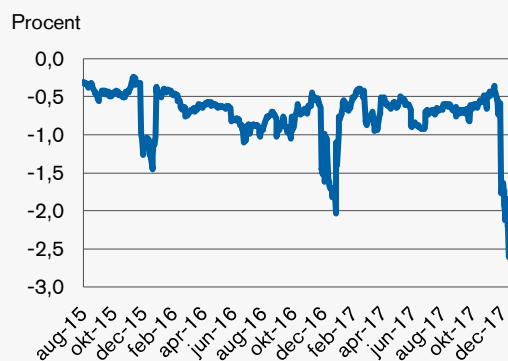
Resolutionsreserven finansieras med avgifter som betalas av de kreditinstitut och värdepappersbolag som omfattas av lagen om resolution. De större instituten betalar en avgift i proportion till den risk de utgör för systemet.

Underlaget för beräkning av den årliga avgiften baseras dels på storleken på institutens skuldsida i balansräkningen, dels på vilken risknivå de har. Underlaget läses av vid årsskiftet och därmed har instituten incitament att försöka anpassa balansräkningen så att skuldsidan är så liten som möjligt, alternativt säkerställa att de får kostnadstäckning för placeringar som görs vid årsskiftet. Totalt debiterades cirka 6,5 miljarder kronor i resolutionsavgifter 2017.

I praktiken innebär ränteförändringen vid årsskiftet att instituten genom att hålla nere placeringsräntan försöker vältra över en del av kostnaderna för resolutionsavgiften på kunderna som därmed får lägre avkastning på sina placeringar.

I diagrammet nedan framgår att räntan för 1-månads upplåning i dollar som valutasäkrats till svenska kronor faller kraftigt i samband med årsskiftet. Motsvarande ränterörelser har syns i all kort kronfinansiering (upp till tre månader) de senaste tre åren. Även referensräntan STIBOR har följt samma mönster.

Ränta på en 1-veckas placering i dollar som omvandlats till svenska kronor



8 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.

8.1 Ränteswappar

Ränteswappar används för att justera statsskuldens duration utan att påverka refinansieringsrisken. Riksgälden har tidigare gjort bedömningen att det varit mer kostnadseffektivt ha kort ränteeponering än lång mot bakgrund av att korta räntor historiskt sett har varit lägre än långa räntor. Med utgångspunkt från denna analys användes ränteswappar under lång tid för att förkorta skuldens löptid och därigenom uppnå lägre upplåningskostnader. De senaste åren har Riksgälden och flera andra bedömare kommit fram till att löptidspremierna sannolikt är mycket begränsade. Kostnadsfördelen med att ha kort ränteeponering har således minskat och Riksgälden har därför begränsat användningen av räntederivat.

Policy

- Swapparnas löptid ska vara mellan två och fyra år.
- Swaptransaktionerna sprids jämnt över året.

Överväganden under året

Under 2017 justerades löptidsmandatet för Riksgäldens ränteswappar. Ränteswapparna ska nu ha en löptid på mellan två och fyra år. Enligt den tidigare policyn skulle swapparnas löptid anpassas efter löptiden i de statsobligationer som emitterades under året.

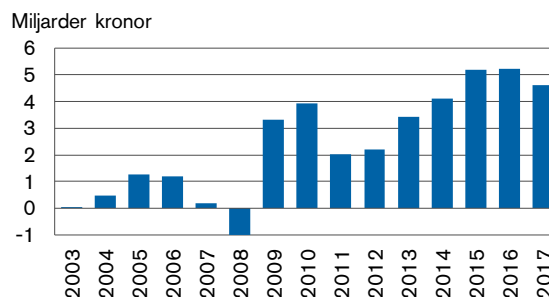
Riksgälden har under året swappat totalt 5 miljarder kronor till kort ränteeponering.

Resultat av aktiviteter

Diagram 31 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.

Diagram 31 Nettokassaflöde i ränteswappar



Sedan starten har användningen av swappar sänkt kostnaderna för statsskulden med 36 miljarder kronor. Besparingen beror till stor del på att räntorna fallit under lång tid. Under perioder med stigande räntor blir resultatet väsentligt lägre och kan bli negativt. För 2017 blev det kalkylmässiga resultatet 4,6 miljarder kronor.



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 kan gå 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 3M Stibor med ett avdrag som motsvarar skillnaden mellan swapp- och obligationsräntan.

8.2 Basswappar

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

Regeringen har beslutat att valutaexponeringen i statsskulden ska minska. Därför ingicks inga nya basswappar under 2017.

8.3 Valutaterminer

Valutaterminer används för att uppnå önskad exponering i valutaskulden.

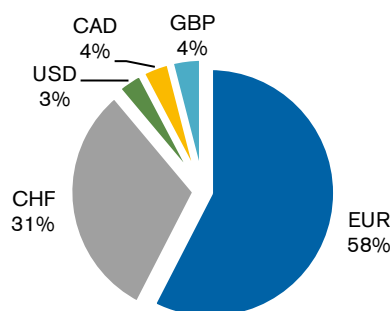
Policy

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

Genom att använda derivatinstrument kan Riksgälden finansiera sig i en valuta, men skapa valutaexponeringen i en annan. Diagram 32 visar valutaskuldens exponering mot olika valutor.

Exponeringen mot amerikanska dollar (USD), kanadensiska dollar (CAD), brittiska pund (GBP) och schweiziska franc (CHF) upprätthålls med hjälp av valutaterminer, medan exponeringen mot euro (EUR) framförallt upprätthålls med basswappar, men i viss mån även av lån.

Diagram 32 Valutaexponering i valutaskulden exklusive vidareutlåning



Marknadsförutsättningar

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



Swappar mellan kronor och utländsk valuta

Riksgälden kan låna utländsk valuta på två sätt:

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

Upplåning i kronor kombinerat med swappar sker i följande steg:

1. Riksgälden ger ut en statsobligation i kronor.
2. Den fasta räntebetalningen för statsobligationen byts mot en rörlig ränta i kronor via en ränteswapp.
3. Den rörliga räntan i kronor byts mot en rörlig ränta i utländsk valuta med en basswapp. Inom ramen för basswappen växlas även de upplånade kronorna till utländsk valuta i en avistatransaktion (initial växling), samtidigt som Riksgälden förbinder sig att växla tillbaka den utländska valutan till kronor till en förutbestämd kurs när swappen förfaller (slutlig växling).

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

9 Positioner

I detta kapitel beskrivs förutsättningarna för, och resultatet av, Riksgäldens positionstagning i utländsk valuta under 2017. Här redovisas även utfallet av den särskilda position som initierades i slutet av 2014 för att låsa in en negativ ränta på statens skuld i schweiziska franc.

Riksgälden kan ta positioner i utländsk valuta för att uppnå kostnadsbesparingar eller sänka risken i statsskuldsvärdet. Verksamheten bedrivs både internt och med hjälp av externa förvaltare. Positionstagning sker i derivatinstrument på likvida marknader.

Bruttoresultatet för 2017 blev –91 miljoner kronor, se tabell 15. Nettoresultatet, vilket inkluderar avgifter för extern förvaltning, uppgick till –102 miljoner kronor. Årets negativa resultat tillskrivs den externa positionstagningen. Riskutnyttjandet i den löpande positionstagningen var i medeltal tre procent av det Value-at-Risk-mandat som Riksgälden tilldelats av regeringen.

Tabell 15 Resultat från positionstagning¹⁸

Miljoner kronor	2013	2014	2015	2016	2017	Tot.	Snitt
Intern	235	-216	-47	-1	13	-16	-3
Extern	-35	90	44	44	-104	39	8
Provisioner	-11	-44	-25	-16	-11	-107	-21
Totalt	188	-170	-27	27	-102	-84	-17

Marknadsförutsättningar

2017 kännetecknades av global tillväxtoptimism, låga räntor och börser som nådde nya rekordnivåer. Volatiliteten var låg på ränte- och valutamarknaderna. I flera länder blev räntekurvorna flackare framförallt till följd av att de korta räntorna steg mer än de långa. Den tyska räntekurvan var ett undantag med närmast oförändrad lutning. Växelkursen mellan euro och dollar steg med över 14 procent under året.

Amerikansk politik präglades av låsningar men i slutet av året röstade senaten och representanthuset igenom ny skattereform. I Europa genomfördes flera viktiga val under 2017. Den största uppmärksamheten riktades mot valen i Frankrike och Tyskland. Förhandlingarna om Storbritanniens utträde ur EU fortsatte under året men någon slutlig överenskommelse är ännu inte klar. I takt med att

den globala återhämtningen blev allt mer uttalad började marknaderna förbereda sig på en mindre expansiv penningpolitik från centralbankerna runt om i världen.

Intern positionstagning

I början av 2017 återupptogs den interna positionstagningen. Året har till stor del använts för att bygga upp verksamheten efter de nya förutsättningarna. Vid årsskiftet hade den interna positionstagningen genererat ett positivt resultat om 13 miljoner kronor (motsvarande 9 baspunkter). Riskutnyttjandet var 11 procent.

Merparten av positionerna under året togs i valutor. Det bidrog till att tre fjärdedelar av vinsten kom från valutapositioner. Sett till året som helhet var det positionering för en allmänt starkare kanadensisk dollar som var mest vinstgivande. Även positioner för starkare australiensisk dollar och starkare euro mot amerikanska dollar och svagare schweizerfranc genererade positiva bidrag till resultatet. På räntesidan var det positionering för en brantare räntekurva i Tyskland och en flackare räntekurva i USA som gav positiva resultat. Även positionering för att räntorna i Frankrike och Tyskland skulle gå isär bidrog med vinst.

Extern positionstagning

För närvarande anlitar Riksgälden fem externa förvaltare i den löpande positionstagningen. Gruppen externa förvaltare uppnådde ett bruttoresultat på –104 miljoner kronor (–29 baspunkter). Nettoresultatet efter förvaltningsprovisioner uppgick till –115 miljoner kronor.

Omkring tre fjärdedelar av bruttoresultatet, –77 miljoner kronor, härrörde från valutapositioner. Särskilt bidrog positioner för starkare amerikansk dollar mot den kanadensiska dollarn och mot brittiska pund till det negativa valutarisikot. På räntesidan genererade positioner i brittiska och tyska räntor förluster. Positioner för en svagare valutautveckling i schweiziska franc och amerikanska räntepositioner bidrog till att dämpa

¹⁸ Resultatet mäts som förändring i portföljernas marknadsvärde (inklusive upplupna räntor) plus realiserade flöden.

förlusterna något. Riskutnyttjandet var 21 procent under året, vilket är den lägsta nivån som uppmätts.

Det svaga årsresultatet för Riksgäldens externa förvaltare är inte unikt. Man kan även se det bland andra absolutavkastande mandat. Marknadsförutsättningarna har varit besvärliga, bland annat på grund av centralbankernas extraordinära åtgärder och allmänt låga räntenivåer som inte fullt ut kunnat fångas i traditionella värderingsmodeller.

Noterbart är att samtliga förvaltare 2017 redovisade negativa resultat. Senast det inträffade var 1999, då endast två förvaltare användes. Bruttoresultatmässigt var 2017 det näst sämsta året sedan Riksgälden började använda sig av externa förvaltare. Endast 1994 var sämre.

Dagens mandat för de externa förvaltarna sattes upp under andra förutsättningar på ränte- och valutamarknaderna. Förvaltarna har i dagsläget fått allt svårare att skapa en önskvärd balans mellan valuta- och räntepositioner eftersom limiter på räntesidan begränsar möjligheterna att få en önskvärd portföljsammansättning. Det ger upphov till en skevhet mot mer valuta- än räntepositioner. Som en följd av detta har även det totala riskutnyttjandet hos förvaltarna blivit mer begränsat. Riksgälden har omprövat det samlade mandatet för de externa förvaltarna.

Utvärdering av verksamheten på lång sikt

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

Positionstagningens genomsnittliga bruttoreultat för perioden 2013-2017 blev 5 miljoner kronor per år. Nettoresultatet för perioden var i genomsnitt -17 miljoner kronor per år. Den interna löpande positionstagningen resulterade i genomsnitt i ett underskott på 3 miljoner kronor per år. Extern förvaltning bidrog med ett positivt bruttoreultat på i genomsnitt 8 miljoner kronor per år. Nettoresultatet för perioden blev emellertid negativt med i genomsnitt 14 miljoner kronor per år.

Särskild position

I slutet av 2014 initierade Riksgälden en särskild position som låste in en negativ ränta på -0,16 procent för skulden i schweiziska franc. Syftet var främst att minska kostnadsvariationen. Storleken på positionen uppgick som mest till 4,5 miljarder schweiziska franc vilket motsvarar cirka 38 miljarder kronor mätt med dagens växelkurs. Positionen har nu förfallit.

Efter det att positionen togs föll schweiziska räntor ytterligare. Merparten av förändringen inträffade i januari 2015 då den schweiziska centralbanken fattade beslut om att överge kopplingen till euron. Beslutet ledde till att schweizerfrancen stärktes kraftigt. För att motverka förstärkningen sänkte den schweiziska centralbanken styrräntan med 0,5 procentenheter till -0,75 procent. Sett i backspegeln hade det således varit bättre att inte låsa in räntan på -0,16 procent.

I december 2017 löpte de sista räntepositionerna i schweiziska franc ut. Under perioden december 2014 till och med december 2017 erhöll Riksgälden 534 miljoner kronor i ränteinkomster för skulden i schweiziska franc. Utan räntesäkring hade Riksgälden i stället erhållit 965 miljoner kronor. Differensen -431 miljoner kronor är således resultatet för positionen.

Kostnadsvariationen för skulden i schweiziska franc uttryckt som årlig standardavvikelse beräknas ha minskat med 0,1 procent.

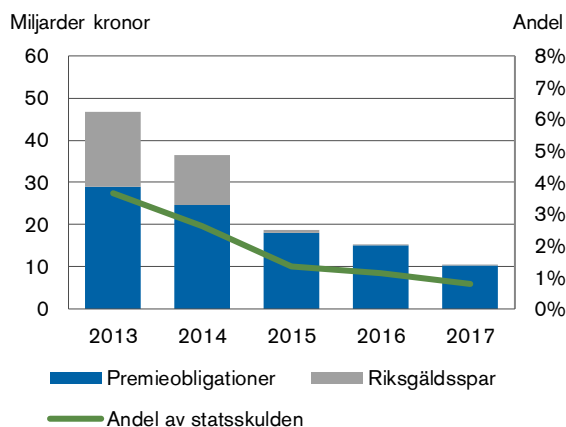
10 Privatmarknadsupplåning

Här redovisas resultatet av upplåningen på privatmarknaden. Målet är att låna till lägre kostnad än på den institutionella marknaden. Som en följd av de låga räntorna på den institutionella marknaden har privatmarknadsupplåningen inte kunnat bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden under 2017.

Negativt resultat från privatmarknaden

Riksgälden lånar inte bara på penning- och obligationsmarknaden utan även från privatpersoner och andra mindre investerare som placerar pengar i premieobligationer och i Riksgäldsspar. Vid slutet av 2017 finansierade privatmarknaden 0,8 procent av statsskulden, vilket är en minskning med 0,3 procentenheter jämfört med året innan, se diagram 33.

Diagram 33 Privatmarknadens andel av statsskulden



Upplåningen på privatmarknaden ska kosta mindre än motsvarande upplåning på kapitalmarknaden. Fram till 2014 har upplåningen på privatmarknaden också inneburit en besparing för staten, men från och med 2015 blev upplåningsformen dyrare, se tabell 16.

Tabell 16 Besparing från privatmarknadsupplåning

Miljoner kronor	2013	2014	2015	2016	2017	Tot.	Snitt
Premieobligationer	81	71	33	-23	-21	141	28
Riksgäldsspar	17	0	-40	-10	-3	-36	-7
Totalt	97	71	-7	-33	-24	104	21

Privatmarknadsupplåningen ökade kostnaden för staten med 24 miljoner kronor under 2017. Utfallen 2015–2017 beror huvudsakligen på att

upplåningen har gjorts till positiva räntor när motsvarande räntor på kapitalmarknaden varit negativa. För femårsperioden 2013–2017 var den samlade kostnadsbesparingen (resultatet) 104 miljoner kronor, vilket i genomsnitt motsvarar 21 miljoner kronor per år.

Ingen ny premieobligation under året

Under 2017 förbättrades resultatet för premieobligationer med 2 miljoner kronor till -21 miljoner kronor. Förbättringen berodde på att två lån som emitterats med förlust återbetalades under året.

Som en följd av det låga ränteläget fattade Riksgäldens styrelse den 13 december 2016 beslut om att tillsvidare inte ge ut premieobligationer. Under 2017 har inga nya premieobligationer emitterats. Utgivningen återupptas när sparformen återigen bedöms vara lönsam.

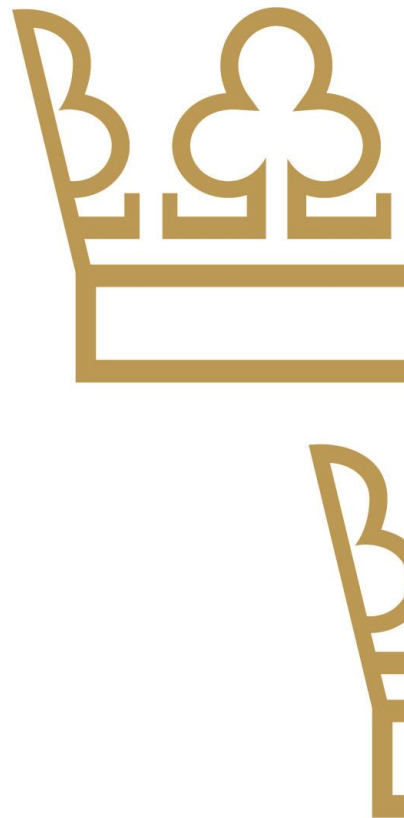
Fortsatt aveckling av Riksgäldssparkonton

Huvuddelen av stocken Riksgäldsspar med rörlig ränta avecklades under november 2015. De flesta av de återstående kontona betalades tillbaka under 2016 och vid slutet av året återstod drygt 11 miljoner kronor. Under 2017 har ytterligare pengar kunnat betalas tillbaka och i slutet av december återstod endast drygt 7 miljoner kronor. Resultatet från Riksgäldsspar förbättrades med 7 miljoner kronor till -3 miljoner kronor.

Konton i Riksgäldsspar med fast ränta stängdes för nyteckning i december 2012. Redan tecknade konton löper vidare till sina förfallodagar. De sista kontona förfaller i december 2020. Vid årsskiftet återstod nära 118 miljoner kronor.

Krympande andel av räntesparmarknaden

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 0,5 procent av räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer). Det är en minskning med 0,3 procentenheter jämfört med året innan vilket beror på fortsatt minskade volymer på en växande marknad.



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se