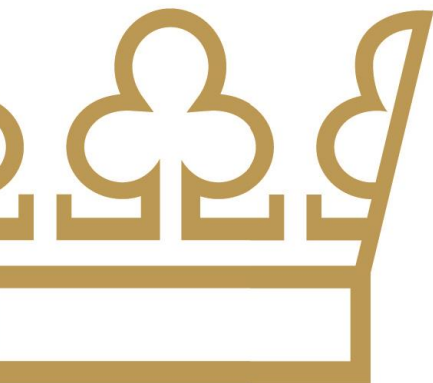
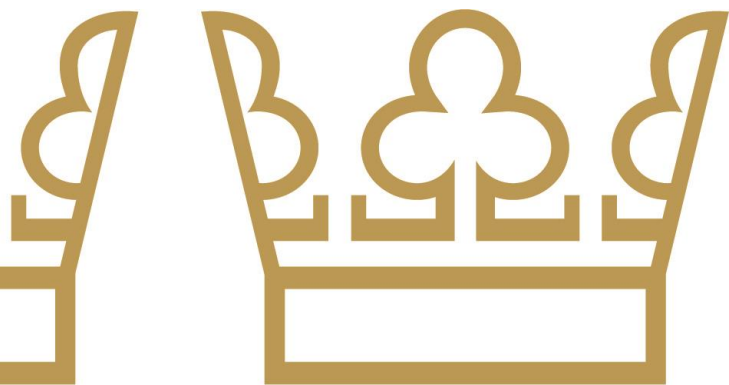


Underlag för utvärdering

Statsskuldens förvaltning 2013



Underlag för utvärdering 2013

1	Mål och utvärdering	1
1.1	Uppdrag	1
1.2	Ramverk för statsskuldförvaltningen	1
2	Riksgäldens förvaltningsstrategier	3
2.1	Högt förtroende för Riksgälden	3
2.2	Strategier för likviditet och infrastruktur	4
2.3	Förutsägbarhet, öppenhet och tydlig kommunikation	5
3	Kostnad och risk	8
3.1	Kostnader	8
3.2	Risker	11
4	Upplåningen 2013 i sammandrag	15
5	Prognoser på nettolånebehovet	17
6	Kapitalmarknadsupplåning	19
6.1	Statsobligationer	19
6.2	Realobligationer	21
6.3	Obligationer i utländsk valuta	23
7	Penningmarknadsupplåning	27
7.1	Statsskuldväxlar	27
7.2	Likviditetsförvaltning	28
8	Vidareutlåning i utländsk valuta	30
9	Swappar	31
9.1	Ränteswappar	31
9.2	Basswappar	32
10	Positioner	33
10.1	Ett positivt årsresultat	33
11	Privatmarknadsupplåning	36
11.1	Premieobligationer	36
11.2	Riksgäldsspar	36



Beräkningar och underlag för rapporten

Riksgälden har under många år använt ett IT-system för hantering av affärstransaktioner som. Systemet har de senaste två åren varit föremål för en grundlig genomgång och startades i princip om från grunden den 28 oktober 2013.

Vid genomsynen har ett antal parametrar justerats för att få en mer tillförlitlig rapportering och möjlighet till mer ändamålsenlig analys. Riskerna för felaktigheter i rapporteringen har därmed minskat.

Under genomsynen har avvikelser i historisk data korrigerats när sådana uppdagats. Det innebär att vissa uppgifter i denna rapport kan skilja sig från vad som publicerats i tidigare rapporter.

Exempel på en sådan korrigerings är skuld i utländsk valuta där det tidigare inte fanns en enhetlig princip för vilken växelkurs värderingen skulle baseras på. De växelkurser som framöver kommer att användas är mittkursen mellan köp- och säljkurs. Korrigeringen påverkar värderingen av valutaskulden uttryckt i svenska kronor.

Ett annat exempel är fördelningen av skuld per dag i likviditetsförvaltningen. I och med genomsynen finns ett tydligare ramverk för vad som avses med affärsdag för olika transaktioner. Till skillnad från tidigare tillämpas nu affärs- och likviddagsprincipen på ett konsekvent sätt.

1 Mål och utvärdering

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

1.1 Uppdrag

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

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

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

1.2 Ramverk för statsskuld- förvaltningen

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

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

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



Riktlinjer 2013 i korthet

Andelen valutaskuld ska styras mot 15 procent och den reala kronskulden mot 25 procent. Resterande 60 procent ska utgöras av nominell kronskuld¹.

Löptiden i statsskulden styrs i termer av räntebindningstid². För valutaskulden ska räntebindningstiden vara 0,125 år och för den reala kronskulden 7–10 år. Styrningen av den nominella kronskulden delas in i instrument med kortare respektive längre tid än tolv år till förfall. För instrument med upp till tolv år till förfall ska räntebindningstiden vara 2,7–3,2 år. För instrument med mer än tolv år till förfall finns inget mål för räntebindningstiden men det långsiktiga riktvärdet för den utestående volymen är 70 miljarder kronor.

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

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

²Löptidsmättet diskonterar inte kassaflöden.

Det övergripande målet för statsskuldskörelsen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Den strategiska avvägningen mellan kostnader och risk görs i riktlinjebeslutet och preciseras ytterligare i Riksgäldens finans- och riskpolicy. Förenklat sett handlar den avvägning som görs mycket om att välja risknivå för skuldens skörelse.

Kostnaderna för skulden bestäms sedan av de priser som råder på marknaderna vid varje lånetillfälle, givet den risknivå som valts.

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

Riksgälden kan också på marginalen påverka kostnaderna genom att exempelvis utnyttja fördelaktig prissättning eftersom svenska staten har hög kreditvärdighet eller när marknadsförutsättningarna är gynnsamma. Dessutom bevakar Riksgälden ändringar i riskbilden som uppstår vid prisrörelser på marknaden för att undvika alltför stora risker.

Utvärdering och mellanliggande mål

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

Den relevanta utgångspunkten för utvärdering bör vara om fattade beslut var de bästa möjliga mot

bakgrund av den information som fanns tillgänglig vid beslutstidpunkten.

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

Mellanliggande mål

De mellanliggande målen består i huvudsak av följande:

- En likvid statspappersmarknad med en väl fungerande infrastruktur
- Transparens och förutsägbarhet
- Tydlig och öppen kommunikation med investerare och återförsäljare
- Goda motparts- och investerarkontakter
- En bred investerarbas
- Kostnadsbesparing genom derivatpositioner i utländsk valuta

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

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

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

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

2 Riksgäldens förvaltningsstrategier

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

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

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

2.1 Högt förtroende för Riksgälden

Den senaste undersökningen genomfördes mellan den 12 november och 20 december 2013. Totalt intervjuades alla 8 återförsäljare och 53 investerare. Svarsfrekvensen uppgick till 91 procent.

Förtroendet för Riksgäldens upplåningsverksamhet är fortsatt högt och för tredje året i rad ökade värderingen bland återförsäljarna. Liksom tidigare rankas Riksgälden högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor.

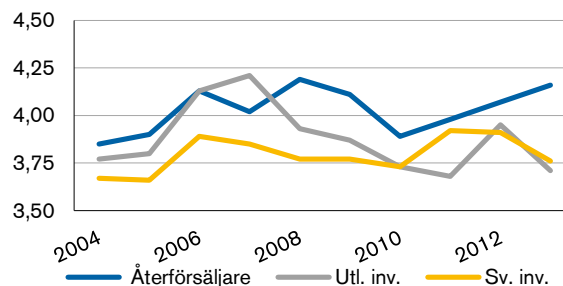
Prospera gör en sammanvägning av betygen för de olika faktorer som ingår i mätningen och investerarnas värdering av faktorernas betydelse. Värderingen hos svenska och internationella investerare är marginellt lägre än föregående år men betyget är fortsatt gott. Betyget 4 betecknas av Prospera som "utmärkt" och 3,5 som "ganska bra". Prospera sammanfattar undersökningens resultat på följande sätt.

"Återförsäljarnas förtroende för Riksgälden (har) ökat och kan karakteriseras som mycket högt, 4,2. Bland svenska och internationella investerare är

värderingen lägre än förra året, men i båda grupperna kan förtroendet fortsatt beskrivas som gott, 3,8."

I diagrammet redovisas hur den sammanvägda bedömningen utvecklats över tiden.

Diagram 1 Sammanvägd bedömning



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

Tabell 1 Riksgäldens främsta styrkor

Styrkor	Betyg
Marknadsvård genom repor i statspapper	4,31
Kommunikation om lånebehov och finansiering	4,20
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,12
Bra information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,00
Bra marknadsvård genom byten av realobligationer	3,77

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

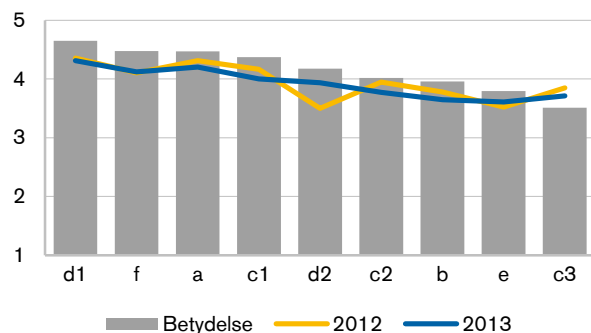
Tabell 2 Marknadens viktigaste krav

Krav	Betyg
Bra marknadsvård genom repor i statspapper	4,65
Ett tydligt och konsekvent agerande	4,48
Kommunikation om statens lånebehov och finansiering	4,47
Bra information om volymer och andra villkor om statsobligationer	4,37
Bra marknadsvård genom byten av realobligationer	4,18

Det är samma faktorer som förekommer i båda tabellerna ovan. Med andra ord är Riksgälden bäst på det som investerare och återförsäljare också tycker är viktigast.

Ett område som Riksgälden däremot behöver förstärka är kontakten med investerare som får betyget 3,65. Kontakter med investerare är viktigt men tillhör inte de allra viktigaste faktorerna. Bra kontakter får betydelsen 3,96.

Diagram 2 Betydelse och betyg



Kommunikation
a Lånebehov/finansiering
b Bra kontakt

Upplåning
c1 Statsobligationer
c2 Realobligationer
c3 Statsskuldväxlar

Marknadsvård
d1 Repor i statspapper
d2 Byten av realobligationer

Generellt
E Marknadens önskemål
F Tydligt och konsekvent agerande

Som framgår av diagram 2 är betygen 2013 marginellt sämre än 2012 för fem faktorer och tydligt bättre för faktorn byten i realobligationer.

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

Riksgälden "Sovereign of the year"

Riksgälden får utmärkelsen "Sovereign of the year" av tidskriften Risk Magazine. Juryn imponerades av Riksgäldens resultat under 2013. Motiveringen baserades på

- Mycket omfattande och framgångsrik finansiering av vidareutlåningen till Riksbanken under en mycket kort period. Detta var den viktigaste motiveringen.
- Föregångare när det gäller att använda CCP (central motparts clearing) för ränteswappar i kronor.

- Hög ambition när det gäller transparens genom att ge interaktiv tillgång till en databas för statsskulden på webbplatsen.

Under detta millenium har Riksgälden tidigare fått pris av tidskriften International Finance Review (IFR) för bästa eurodollarlån 2002. Det finns också ett tredje pris som utdelas av Euroweek där Riksgälden var nominerad 2007.

2.2 Strategier för likviditet och infrastruktur

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

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

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

Marknads- och skuldsvård

Riksgälden bedriver en aktiv marknads- och skuldsvård med byten och repoåtagande för att minska riskerna för motparterna och understödja likviditeten. Marknadsaktörer ges möjlighet att repa in statspapper från Riksgälden.¹ Riksgälden erbjuder även inbyten av mindre likvida statspapper mot mer likvida löptider. Introduktion av nya obligationer görs främst med hjälp av byten för att de nya lånen snabbt ska få god likviditet, se även avsnitten om de olika instrumenten i kapitel 6 och 7.

¹ Att repa in ett statspapper betyder att tillfälligt köpa och samtidigt göra upp om att sälja tillbaka samma papper en kort tid senare.

Deltagarna i förtroendemätningen värderar repor i statspapper som den enskilt viktigaste faktorn i sina bedömningar. Här får också Riksgälden ett utmärkt betyg 4,5. Att ett så högt betyg ges för den faktor som värderas som viktigast är tillfredsställande.

Riksgälden värderas på en högre nivå av återförsäljare jämfört med föregående år när det gäller marknadsvärd genom byte av realobligationer. Det sammanvägda värdet är 4,0 i betyg för bytena, det vill säga utmärkt.

Få benchmarklån

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

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

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

Effektiva försäljningskanaler

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

Utvärdering likviditet

Enligt Prosperas mätning är likviditeten fortsatt god för statsobligationer. Svenska investerare betraktar likviditet och pristransparens som utmärkt med betyget 4,1. Internationella investerare sätter betyget 3,9 och återförsäljare 3,8. Som tidigare påpekas kan dock Riksgälden endast indirekt påverka likviditeten.

Likviditeten i andrahandsmarknaden för statsskuldväxlar har förbättrats enligt svenska investerare, men är fortfarande bristfällig med betyg strax under 2,5. Den utestående stocken har mer än halverats på 5 år och investerarna använder i högre grad andra instrument för att justera exponeringen.

Eftersom Riksgälden dessutom har ett begränsat åtagande för repor i statsskuldväxlar är betyget inte förvånande. Riksgälden följer utvecklingen av likviditeten för statsskuldväxlar och har en löpande dialog med marknadsaktörerna för att om möjligt kunna understödja likviditeten.

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

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

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

2.3 Förutsägbarhet, öppenhet och tydlig kommunikation

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

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

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

- upprätthålla goda investerarrelationer
- planera upplåningen för de närmaste åren baserat på prognoser på nettolånebehovet
- hantera upplåningen på ett konsekvent sätt i linje med tydliga principer
- publicera prognoser för nettolånebehovet och upplåningen regelbundet
- sträva efter tydlig kommunikation såväl i skrift som i kontakter med investerare och motparter

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

Investerarrelationer

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

Goda investerarrelationer är en del av den långsiktiga försäljningsstrategin. Återförsäljarna har den mest frekventa och aktiva rollen i försäljningen och i kommunikationen med investerarna. Det är de som upprätthåller den löpande direktkontakten med investerarna och förser dessa med information och analys av Riksgäldens emissionsverksamhet. Det är dock inte tillräckligt. Riksgälden och investerarna kan inte förlita sig endast på den information som ges via återförsäljarna.

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

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

Under 2013 genomfördes resor till utländska investerare i Europa och Nordamerika samt Sverige. Riksgälden deltar även regelbundet som talare på investerarseminarier i Sverige och utomlands.

Svenska investerare tycker att Riksgälden bör vara mer lyhörd för marknadens önskemål och efterfrågar mer information om statsskuldväxlar. Utländska investerare gör en liknande bedömning avseende information om realobligationer.

Riksgälden har som tidigare nämnts en policy om förutsägbarhet i sin upplåning. Samtidigt behövs ett visst mått av flexibilitet för att möta förändringar i marknadsförhållanden. Detta har inte minst visat sig behövas under den finansiella oron efter 2007. Här behövs således en avvägning mellan förutsägbarhet och flexibilitet.

Viss temporär flexibilitet är både möjlig och viktig men alltför stor följsamhet mot fluktuationer av

marknadsintressen skulle kunna medföra avvikelser från Riksgäldens strategi på sikt.

Utvärdering

Kontakten med investerare är ett område med förbättringspotential. I årets undersökning framkom att investerarna efterfrågar mer kontakt med företrädare för Riksgälden. Intresset för att delta i investerarmöten ökade jämfört med föregående år.

Av de svenska investerarna säger sig 94 procent ha ett stort intresse för investerarmöten. Av de utländska investerarna är motsvarande uppgift 69 procent. Ungefär hälften av samtliga investerare anger att de har ett mycket stort intresse. Av de utländska investerarna svarar cirka en fjärdedel att de i dag inte har direktkontakt med Riksgälden men att de önskar ha det. Personliga möten är den form som investerarna föredrar. Frekvensen för kontakter anges till en gång per år eller oftare.

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

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

Tydlig kommunikation

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

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

Interaktiv tjänst på riksgalden.se

Under 2012 och 2013 har Riksgälden även påbörjat en utbyggnad av tillgängligheten till information om skuldstruktur och upplåning på webbplatsen. Det finns nu möjlighet att interaktivt hämta data och information på webbplatsen. Användaren kan själv välja önskad information och ta fram den genom utskrift eller via Excel.

Enligt förtroendemätningen har cirka 42 procent av återförsäljarna använt den tjänsten. Bland investerarna är motsvarande andel 15 procent. Som också påpekas från flera investerare är målgruppen framför allt analytiker hos återförsäljarna som har behov av detaljerad information.

Intrycket bland användarna är att tjänsten är ganska eller mycket bra. Några tillfrågade ser visst utrymme för förbättringar när det gäller användarvänlighet och filtreringsalternativ. Riksgälden planerar också att utöka tillgången på mer lättsökta och efterfrågade presentationer av data.

Det är glädjande att den interaktiva tjänsten har fått så pass gott mottagande trots att den ännu inte är färdigutvecklad och viktiga data fortfarande saknas. Riksgälden planerar att komplettera innehållet i tjänsten med ytterligare data. Det har dessutom

framkommit att det finns intresse av mer realtidsinformation. Sådan information (med daglig uppdatering) finns numera också att tillgå när det gäller utbudet av utgivna värdepapper.

Utvärdering

Även i årets undersökning värderas Riksgäldens upplåningsverksamhet högt för sin transparens jämfört med andra skuldkontor. I likhet med tidigare år bedöms information om statens lånebehov och finansiering ha störst betydelse vid sidan av åtagandet om repor. Betyget för kommunikationen om lånebehov och finansiering ligger kring 4,2, det vill säga ett mycket gott betyg. Kommunikationen om upplåning och skuldförvaltning är en central del av strategin för att skapa förutsättningar för en så billig upplåning som möjligt. Därför är betyget en god indikation på måluppfyllelse.

Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste informationskanalen för information om statens lånebehov och finansiering, auktionsvillkor och auktionsresultat. Inte långt ifrån 100 procent av återförsäljarna använder webbplatsen. Bland svenska placerare är det cirka 78 procent och bland internationella investerare 55 procent. Nära 100 procent av de som besöker webbplatsen finner den information som efterfrågas.

3 Kostnad och risk

Här beskrivs och redovisas några av de mått som Riksgälden använder för att beräkna kostnaden för statsskuldshöjningen. Ett antal risker, och Riksgäldens sätt att hantera dessa, diskuteras också.

I regeringens riktlinjer för statsskuldens förvaltning görs den strategiska avvägningen mellan kostnad och risk. Där anges den övergripande strategin i termer av fördelning mellan olika typer av instrument och löptider. Riksgälden utvärderar löpande den övergripande strategin i de årliga förslagen till riktlinjer. För närvarande pågår en översyn av hur stor valutaexponeringen i statsskulden bör vara. Resultatet av analysen redovisas i kommande riktlinjeförslag. Den utvärdering av kostnad och risk som presenteras i denna rapport ska ses inom ramarna för gällande riktlinjer.

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

3.1 Kostnader

Nedan redovisas kostnaden för statsskulden enligt tre olika mått:

- Räntebetalningar
- Genomsnittlig emissionsränta
- Periodiserad kostnad

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

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

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

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

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

Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna på statsskulden var 16,4 miljarder kronor år 2013.¹ I löpande priser har ränteutgifterna inte varit så låga sedan 1980. Jämfört med 2012 minskade räntebetalningarna med 10,9 miljarder kronor.

Den främsta förklaringen till att räntebetalningarna minskat är större valutakursvinster på skulden i utländsk valuta. Därutöver har låga marknadsräntor bidragit till att sänka statens ränteutgifter.

De låga marknadsräntorna bidrog dock till negativa kassaeffekter vid byten från obligationer med hög kupong till nya obligationer med lägre kupong. Sådana byten sänker samtidigt de framtida ränteutgifterna och innebär ingen kostnad i egentlig mening utan endast en tidigareläggning av betalningar. Mellan 2012 och 2013 minskade

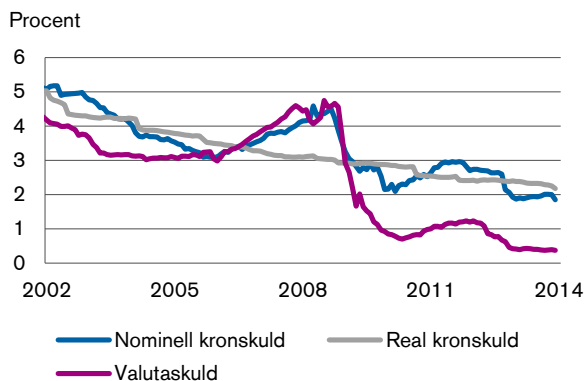
¹ Förutom räntebetalningar på statsskulden inkluderar beloppet även räntor från och till myndigheter.

dessa kassaeffekter med 6,5 miljarder kronor och uppgick till 6,0 miljarder kronor.

Genomsnittlig emissionsränta

Den genomsnittliga emissionsräntan var 1,9 procent den 31 december 2013 för den nominella kronskulden. Det var en marginell minskning jämfört med slutet av 2012.

Diagram 3 Genomsnittlig emissionsränta



Den genomsnittliga emissionsräntan för valutaskulden var 0,4 procent den 31 december 2013. Jämfört med samma dag ett år tidigare innebär det att den genomsnittliga räntan sjunkit något.

För realskulden var den genomsnittliga reala emissionsräntan 2,2 procent den 31 december 2013. Det var 0,2 procentenheter lägre än samma dag ett år tidigare.

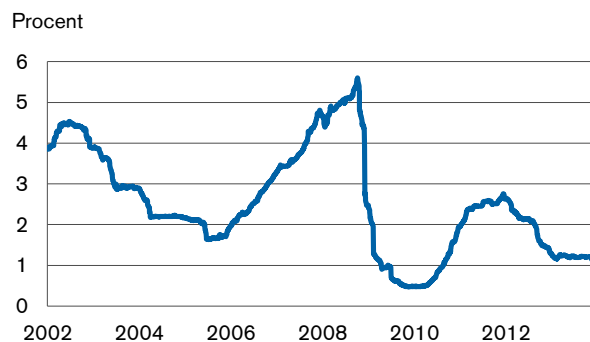
Den reala räntan innehåller ingen inflationskompensation och kan därför inte direkt jämföras med de nominella räntorna i diagrammet. Att räntan trots det är högre än för den nominella kronskulden beror på att räntebindingstiden är längre, cirka 8 år jämfört med knappt 3 år.¹

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

¹ Räntebindingstiden är den genomsnittliga tiden till betalning på lånen. I riktlinjerna anges skuldslagets löptid i termer av räntebindingstid. Måttet beräknas som duration där diskonteringsräntan är 0 procent.

I den nominella kronskulden ingår förutom obligationer också statsskuldväxlar och korta instrument i likviditetsförvaltningen. Dessutom använder Riksgälden så kallade ränteswappar för att förkorta räntebindingstiden.² En stor del av den nominella kronskulden är därför exponerad mot korta räntor. Diagrammet nedan visar utvecklingen för den tre månaders interbankräntan Stibor. Stibor är den rörliga ränta som Riksgälden betalar i swapparna.

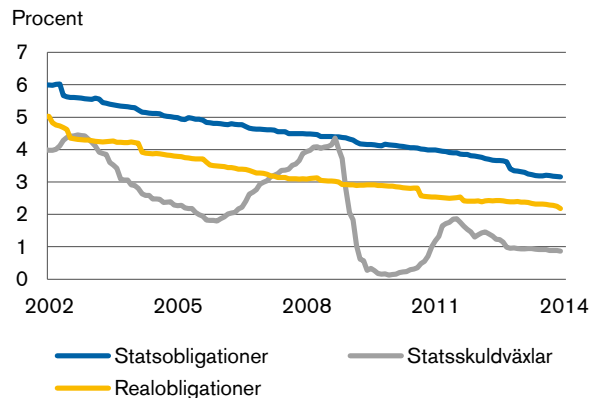
Diagram 4 Tremånaders Stibor



Låga korta räntor har bidragit till att hålla nere räntan för den nominella kronskulden. Under 2013 var Stibor i genomsnitt 1,19 procent. De senaste tio åren har genomsnittet varit 2,29 procent.

Räntan för valutaskulden var lägre än för de andra skudslagen, bland annat till följd av att räntebindingstiden är betydligt kortare, bara 0,1 år. Det bör noteras att valutakursförändringar, som kan ha stor effekt på kostnaden, inte ingår i beräkningen. Räntan på valutaskulden är därför inte direkt jämförbar med räntan på kronskulden.

Diagram 5 Genomsnittlig emissionsränta per instrument



² Ränteswappar är ett instrument för att byta fasta räntor mot rörliga (eller omvänt) och används för att förkorta räntebindingstiden i skulden. Mer om swappar i förvaltningen finns att läsa i kapitel 9.

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

Periodiserad kostnad

I förslaget till riktlinjer inför 2013 redovisade Riksgälden en metod för att räkna ut kostnaden på ett konsekvent sätt för alla skuldslag och instrument. Sedan dess pågår ett arbete med att implementera den nya metoden. För närvarande kan Riksgälden beräkna kostnaden för nominella statsobligationer, statsskuldväxlar, realobligationer samt ränteswappar i svenska kronor.

Under 2014 räknar Riksgälden med att komplettera verktyget för att även kostnaden för instrument i utländsk valuta ska kunna beräknas. Verktyget kommer också att kunna användas för att jämföra kostnaden för olika typer av instrument på ett mer rättvisande sätt än tidigare. Ett exempel är skillnaden i kostnad mellan upplåningen i realobligationer och en hypotetisk upplåning i statsobligationer med motsvarande löptid. Till skillnad från den enklare skattning som tidigare redovisats kommer den nya metoden att ta hänsyn till och periodisera kurseffekter som uppstår vid byten och återköp.

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

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

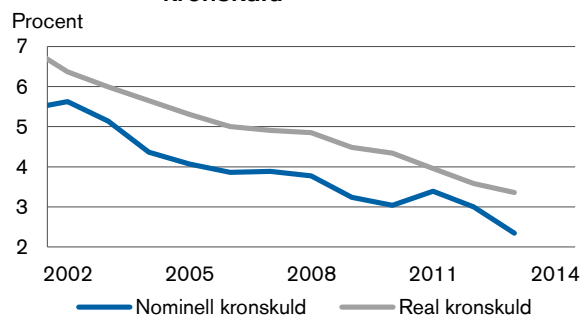
Riksgälden gör inte egna prognoser på ränte- eller växelkursutvecklingen i kronor eftersom det riskerar att skada investerarnas förtroende. Som stor aktör i den svenska ränte- och valutamarknaden kan Riksgäldens agerande påverka prissättningen. Riksgäldens antaganden bygger i stället på de förväntningar som impliceras av aktuella

marknadspriser. Det är ett sätt att få konsekventa antaganden utan några i förväg inbyggda kostnads-skillnader mellan olika typer av instrument.

Inflationen, mätt som förändringen i KPI, antas följa de implicita inflationsantaganden som kan utläsas från prissättningen av realobligationer relativt statsobligationer, så kallad break even-inflation. Även tremånaders Stibor antas utvecklas enligt de implicita terminräntorna. Avslutningsvis antas att nu utestående instrument löper till förfall.

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

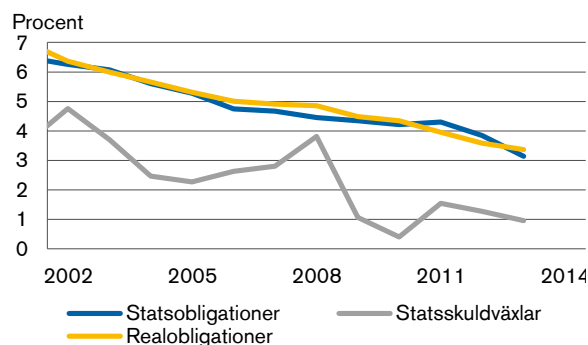
Diagram 6 Kostnad för nominell och real kronskuld



Kostnaden för den nominella kronskulden var 2,3 procent 2013.¹ Det är en historiskt låg nivå som kommer av att instrument som emitterats till de senaste årens låga räntor utgör en allt större andel av den totala skulden.

Kostnaden för realskulden uppskattas till 3,4 procent 2013. Kostnaden är högre eftersom räntebindningstiden är längre än i än den nominella kronskulden. Även kostnaden för realskulden är historiskt låg.

Diagram 7 Årlig kostnad per instrument



¹ Statsobligationer, statsskuldväxlar samt ränteswappar i svenska kronor.

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

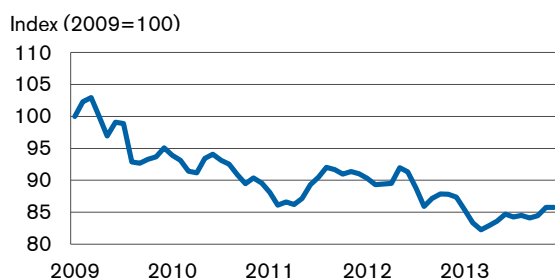
Växelkurser och inflation

Kronans växelkurs har stor betydelse för kostnaden för valutaskulden. Inflationen mätt som KPI påverkar kostnaden för realskulden. Nedan visas hur dessa faktorer utvecklats under 2013.

Växelkurser

Under 2013 stärktes kronan med i genomsnitt 1,8 procent mot de valutor som ingår i valutariktmärket. Det bidrog till lägre betalningar i svenska kronor.

Diagram 8 Kronans utveckling mot valutariktmärket



Drygt hälften av skuldens valutaexponering är skapad genom att swappa upplåning i kronor till utländsk valuta, se kapitel 9. Eftersom löptiden i swapparna är relativt lång är det framför allt den framtida kronkursen som avgör vad kostnaden slutligen blir. För den del som kommer från upplåning i utländsk valuta är löptiden kortare och rörelser i kronkursen får snabbare genomslag på kostnaden.

KPI

Diagram 9 Förändring i KPI



Inflationen, mätt som årlig förändring i KPI, var 0,1 procent i december 2013. Inflationen har varit låg under hela året, något som innebär att Riksgälden

måste betala en lägre inflationskompensation till innehavare av realobligationer. Det sänker således kostnaden för skulden.

3.2 Risker

Styrning enligt riktlinjer

Enligt riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2013 skulle räntebindingstiden för den nominella kronskulden, bestående av instrument med en löptid upp till och med tolv år, vara mellan 2,7 och 3,2 år.

För nominella instrument med en löptid som överstiger tolv år höjde regeringen det långsiktiga riktvärdet från 60 till 70 miljarder kronor i syfte att minska refinansieringsriskerna (se nästa avsnitt).

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

Räntebindingstiden i den nominella kronskulden varierar till följd av svängningar i statens betalningar. Intervallet i riktlinjerna syftar inte på utfallet en enskild dag eller månad. Intervallet styr i stället den genomsnittliga nivån som Riksgälden siktar på i låneplaneringen. Dagar med stora underskott lånas mer i korta löptider i likviditetsförvaltningen och vice versa. Sett över året som helhet var den genomsnittliga räntebindingstiden 2,94 år, det vill säga ungefär i mitten av intervallet.

Den genomsnittliga räntebindingstiden för den reala kronskulden var 8,0 år, medan valutaskuldens genomsnittliga räntebindingstid var 0,1 år.

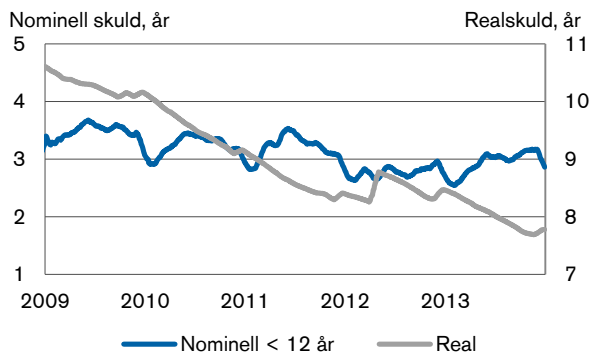
Förutsättningarna för att styra räntebindingstiden skiljer sig åt mellan skuldslagen. Med hjälp av derivat har Riksgälden stora möjligheter att styra räntebindingstiden i valutaskulden. Valutaskuldens räntebindingstid ligger därför mycket nära riktvärdet.

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

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

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

Diagram 10 Räntebindningstid

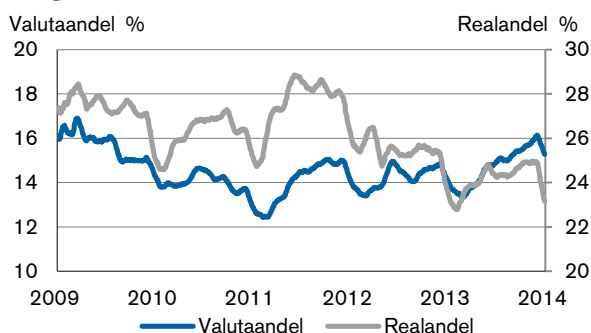


Andelar

För 2013 beslutade regeringen att statsskulden skulle bestå av 15 procent valutaskuld. Andelen realskuld skulle långsiktigt vara 25 procent och resterande 60 procent skulle utgöras av nominell kronskuld.

De tre skuldslagen har under året hållit sig nära de i riktlinjerna fastställda andelarna. Den reala kronskulden har i genomsnitt utgjort 24,2 procent av skulden. Valutaskulden har i genomsnitt utgjort 14,7 procent av skulden och har hållits inom styrintervall på ± 2 procentenheter.

Diagram 11 Andelar



Refinansieringsrisk

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

Denna risk bör skiljas från *likviditetsrisken* (eller *finansieringsrisken*) att ett förfallande lån inte kan betalas eller endast kan betalas till mycket höga kostnader. Mer generellt handlar det om ett finansieringsbehov som uppkommer till följd av förfall eller andra statliga utbetalningar.

Det är viktigt att observera att när en obligation förfaller är den jämförbar med vilken annan statlig betalning som helst. En förfallande obligation behöver inte finansieras med utgivningen av en annan obligation. Beloppet som förfaller är dessutom resultatet av upplåning under kanske tio år och därmed betydligt större än vad som kan tas upp vid en enskild obligationsemission.

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

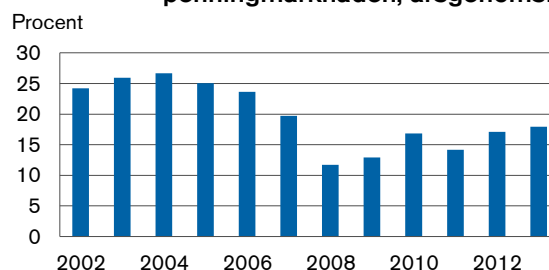
Refinansieringsrisk handlar däremot om möjligheten att på längre sikt ge ut obligationer så att löptid och förfalloprofil kan upprätthållas. Allt annat lika blir skulden ett år kortare varje år. Om skulden på sikt blir alltför kort stiger det årliga lånebehovet.

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

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

Till skillnad från många andra statliga låntagare hade Riksgälden möjlighet att dra ned andelen kortfristig finansiering då lånebehovet ökade under finanskrisen 2009. Diagrammet nedan visar hur stor del av skulden som finansierats på penningmarknaden.¹ Andelen har minskat från omkring 25 procent före krisen till omkring 15 procent.

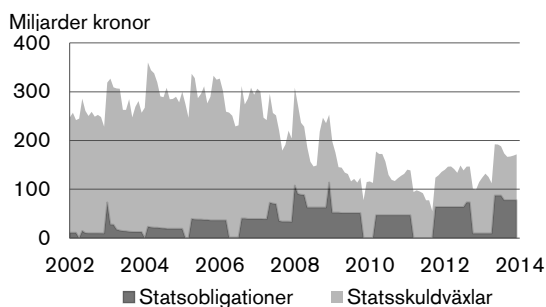
Diagram 12 Andel skuld som finansierats på penningmarknaden, årsgenomsnitt



¹ Penningmarknaden är marknaden för korta instrument med löptid upp till ett år, exempelvis statsskuldväxlar. Långfristig upplåning i obligationer görs på kapitalmarknaden, se tabell 4 samt faktabutten på sidan 16.

Jämfört med före krisen har upplåningen i statsskuldväxlar minskat markant. Det har bidragit till att marknaden för statsskuldväxlar idag fungerar sämre. Riksgälden bedömer att utbudet av statsskuldväxlar inte kan minskas ytterligare med mindre än att marknaden läggs ned. Diagram 13 visar hur utbudet av korta statspapper minskat.

Diagram 13 Stock av statspapper med löptid upp till ett år



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

Diagram 14 Löptid exklusive derivat

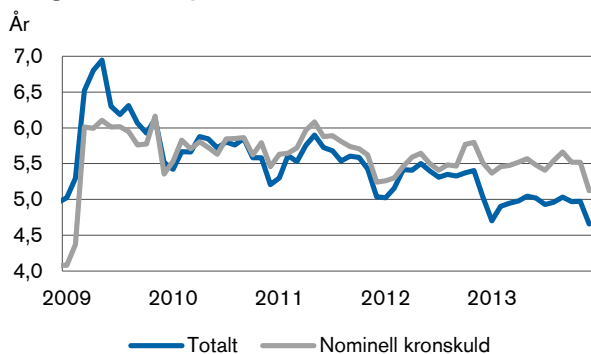
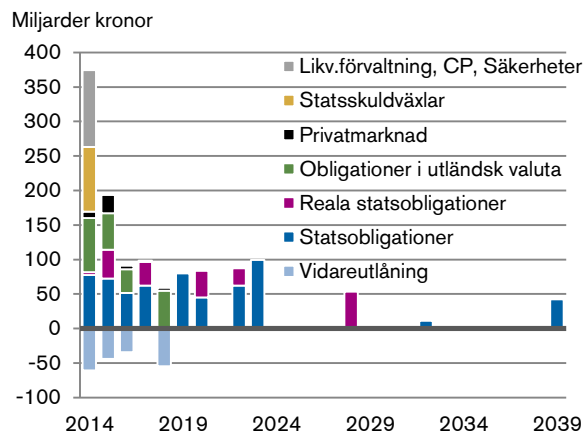


Diagram 14 visar hur den genomsnittliga löptiden ökade under 2009 då Riksgälden emitterade en 30-årig statsobligation. I slutet av 2013 var den genomsnittliga löptiden till förfall 4,7 år för hela statsskulden och 5,1 år för den nominella kronskulden.

Skuldens förfalloprofil ger en bättre bild av hur fördelningen mellan återstående löptider ser ut. Diagram 15 visar hur stora belopp som förfaller varje enskilt år givet den utestående skulden vid årsskiftet 2013/2014. Diagrammet visar också

tillgångar som förfaller i form av fordringar på Riksbanken. Fordringarna matchar en stor del av lånen i utländsk valuta.

Diagram 15 Förfalloprofil i december 2013

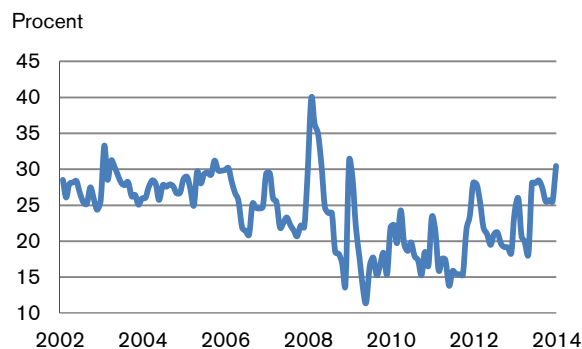


Det är värt att notera att en stor del av statens årliga betalningar infaller i december. Det betyder att den kortfristiga upplåningen i likviditetsförvaltningen ökar tillfälligt.

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

Andelen skuld som förfaller inom 12 månader är ett sätt att illustrera likviditetsrisker, se diagram 16. Kort skuld skapar i huvudsak likviditetsrisker men också refinansieringsrisker i den mån det handlar om att refinansiera en utestående stock av statsskuldväxlar och commercial paper.¹

Diagram 16 Andel skuld med förfall inom ett år



¹ Commercial paper är korta räntepapper i utländsk valuta. Riksgälden ger ut commercial paper i dollar som komplement till upplåningen i statsskuldväxlar.

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

Motpartsrisiker

Med motpartsrisk avses risken att motparten i en transaktion inte kan fullgöra sina betalningsförpliktelser eller förpliktelser att leverera andra säkerheter. Riksgälden exponeras mot motpartsrisiker främst i likviditetshanteringen, men också inom ramen för andra aktiviteter.

På daglig basis lånar eller placerar Riksgälden medel för att garantera att staten kan fullgöra sina betalningar till en så låg kostnad som möjligt. I denna process finns minimikrav på motpartens kreditbetyg. Motpartens kreditbetyg styr också de limiter som gäller för så kallade OTC-transaktioner och korta placeringar. Med OTC-transaktioner menas transaktioner "over the counter" i kontrakt som inte är standardiserade och därför inte hanteras via central motpartsclearing.

Riksgälden har dessutom regler för maximal löptid som placeringar får göras på. Även begränsningar avseende en motparts hemland och detta lands kreditbetyg finns. Denna typ av regelverk definieras och uppdateras kontinuerligt inom ramen för Riksgäldens finans- och riskpolicy.

För att Riksgälden ska kunna genomföra derivattransaktioner med en motpart krävs ett ISDA-avtal med nedgraderingsklausul och ett avtal kallat Credit Support Annex (CSA) med motparten. CSA-avtalet innehåller tröskelvärden som styr den maximala tillåtna exponeringen mot motparten. Om värdet på derivatexponeringen stiger över dessa tröskelvärden betalar motparten beloppet i säkerheter till Riksgälden. Säkerheterna utgör ett skydd för den händelse motparten inte kan fullgöra sina åtaganden. Riksgäldens avtal är bilaterala i meningen att Riksgälden inte bara tar emot utan också ställer säkerheter om marknadsvärdet på derivaten i stället faller.

4 Upplåningen 2013 i sammandrag

Här ges en sammanfattande bild av upplåningsbehov och upplåning under 2013.

Nettolånebehovet, tillika underskottet i statens budget, uppgick till 131 miljarder kronor 2013. Det var en ökning med 106 miljarder kronor jämfört med 2012. Vidareutlåningen till Riksbanken stod för 104 miljarder kronor av nettolånebehovet 2013 jämfört med 5 miljarder kronor 2012. I gengäld minskade nettolånebehovet med 42 miljarder kronor på grund av försäljningar av statlig egendom.

Ränteläget var fortsatt lågt både i Sverige och internationellt, men något högre än 2012. En uppgång i räntor på längre löptider skedde under andra halvåret. Statsobligationer med en löptid på tio år emitterades till en snittränta på 2,14 procent vilket kan jämföras med 1,67 procent under 2012.

Tabell 3 Upplåningsbehov brutto

Miljarder kronor	2012	2013
Nettolånebehov	25	131
Diskrepans likviddag /affärsdag 1	-16	1
Privatmarknad & säkerheter, netto 2	-1	18
Förfall penningmarknad 3	170	206
Statsskuldväxlar	72	105
Commercial paper	43	77
Likviditetsförvaltningsinstrument	55	24
Förfall kapitalmarknad	123	39
Statsobligationer	64	10
Realobligationer	21	0
Obligationer i utländsk valuta	39	30
Byten och återköp, netto	6	5
Statsobligationer	2	1
Realobligationer	4	4
Obligationer i utländsk valuta	0	0
Totalt upplåningsbehov, brutto	307	402

¹ Justering för skillnaden mellan likviddag och affärsdag. Riksgälden redovisar upplåning och statsskuld per affärsdag medan nettolånebehovet per definition baseras på likviddag.

² Nettoförändring i privatmarknadsupplåning och säkerheter.

³ Initial stock med förfall inom 12 månader.

Vidareutlåningen till Riksbanken finansieras genom att Riksgälden tar upp lån i utländsk valuta som i princip är öronmärkta för ändamålet. Statens övriga upplåning påverkas därför inte av vidareutlåningen, även om den i sig är en omfattande verksamhet för Riksgälden. Riksbanken ersätter Riksgälden för

kostnaden för lånen inklusive administrativa kostnader. Se kapitel 8 för ytterligare information.

Det totala upplåningsbehovet, bruttot, uppgick till 402 miljarder kronor under 2013. Statens upplåning ökade med 95 miljarder kronor under 2013 jämfört med 2012. Ökningen av upplåningsbehovet berodde framför allt på vidareutlåning till Riksbanken.

Tabell 4 Total upplåning brutto

Miljarder kronor	2012	2013
Upplåning penningmarknad ¹	206	180
Statsskuldväxlar	105	94
Commercial paper	77	39
varav statens egen del	62	20
varav vidareutlåning till Riksbanken	15	19
Likviditetsförvaltningsinstrument	24	47
Upplåning kapitalmarknad	101	222
Statsobligationer	59	74
Realobligationer	7	12
Obligationer i utländsk valuta	35	137
varav statens egen del	0	6
varav vidareutlåning till Riksbanken	35	131
Total upplåning	307	402

¹ Utestående stock per den sista december.

Den planerade emissionsvolymen för nominella obligationer låg fast på 74 miljarder kronor under hela året, vilket också blev det emitterade beloppet. För realobligationer drogs de planerade emissionerna upp från 9 miljarder kronor till 12 miljarder kronor i början av året. Det emitterade beloppet blev 11,5 miljarder kronor.

Riksgälden gav ut obligationer i utländsk valuta för Riksbankens räkning för 131 miljarder kronor under 2013. Riksgälden emitterade endast en obligation i utländsk valuta för statens egen del på motsvarande 6 miljarder kronor. Det var mindre än ursprungligen beräknat, vilket förklaras av att Riksgälden inte hade räknat med inkomsterna från försäljningen av statens aktier i Nordea.

Riksgälden har regeringens uppdrag att öka volymen obligationer med löptid längre än tolv år till

70 miljarder kronor. Det är ett riktvärde som ska uppnås långsiktigt.

Riksgälden bedömde att det ur ett kostnadsperspektiv inte var lämpligt att sälja några långa obligationer under 2013.



Finansiering och exponering

Riksgälden finansierar statsskulden i huvudsak genom att emittera statsobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar i svenska kronor samt obligationer i utländsk valuta. Instrumenten brukar delas in efter löptid där instrument med löptid längre än ett år benämns kapitalmarknadsupplåning och instrument som är kortare än ett år benämns penningmarknadsupplåning.

För att uppnå den riskeponering i skulden som fastställts i regeringens riktlinjer och Riksgäldens "Finans- och riskpolicy" använder Riksgälden även derivatinstrument. Derivat i statsskuld-förvaltningen gör det möjligt för Riksgälden att vara mer flexibel i den underliggande finansieringen, samtidigt som transaktionskostnaderna blir lägre eftersom derivatmarknaderna är mer likvida.

Den underliggande finansieringen kan exempelvis ske på längre löptider än vad som annars vore möjligt vilket minskar refinansieringsrisken i skulden. Det är också möjligt att – för givna riktvärden för skuldandelarna – vara mer flexibel i fördelningen av upplåning mellan kronor och utländsk valuta än vad en rent proportionell fördelning utifrån statsskuldens utveckling skulle föranleda.

Riksgälden använder framförallt swappar för att förkorta räntebindningstiden och mellan valutor för att uppnå valutaandelen på 15 procent. Valutaterminer används för att uppnå fördelningen mellan olika valutor i valutaskulden. Genom att använda derivat blir ränteomsättningsrisken och valutarisken i skulden den som ska uppnås utan att refinansieringsrisken påverkas.

5 Prognoser på nettolånebehovet

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

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

Generellt kan sägas att årsprognoserna styr obligationsupplåningen, månadsprognoserna växelupplåningen, medan dagsprognoserna påverkar den dagliga likviditetshandlingen.

Årsprognoser för 2013

Nettolånebehovet 2013 uppgick till 131 miljarder kronor. Av detta berodde 104 miljarder kronor på vidareutlåning till Riksbanken. I gengäld minskade nettolånebehovet med 42 miljarder kronor på grund av försäljningsinkomster.

Riksbanken begärde i december 2012 att få låna motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta av Riksgälden för att förstärka valutareserven. Denna vidareutlåning genomfördes under början av 2013.

Under 2013 sålde staten det återstående innehavet av aktier i Nordea Bank AB. Försäljningen inbringade 41 miljarder kronor. Därutöver såldes Vectura Consulting AB för knappt 1 miljard kronor.

I tabellen nedan redovisas de årsprognoser för 2013 som Riksgälden publicerat från hösten 2012 till hösten 2013. Prognosen för nettolånebehovet var 55 miljarder kronor i oktober 2012. Först i den första prognosen 2013 var ökningen av Riksbankslånen känd och prognosen ökade till 165 miljarder kronor. I den sista prognosen hade försäljningarna genomförts och Riksgäldens bedömning av nettolånebehovet minskade till 126 miljarder kronor.

Engångseffekter som exempelvis försäljningar och vidareutlåning kan uppstå med kort varsel utan någon förhandsinformation. Dessa är därför genuint svåra att prognostisera. I tabellen presenteras även prognoser och utfall rensat för dessa.

Tabell 5 Årsprognoser för 2013

Miljarder kronor	2012:3	2013:1	2013:2	2013:3	Utfall
Primärt lånebehov	41	150	169	110	115
varav vidareutlåning	2	102	112	109	106
varav försäljningsinkomster	0	0	0	42	42
Räntor på statsskuden	14	15	14	16	16
Nettolånebehov	55	165	183	126	131
Nettolånebehov exkl vidareutl. och förs.	53	63	71	60	67

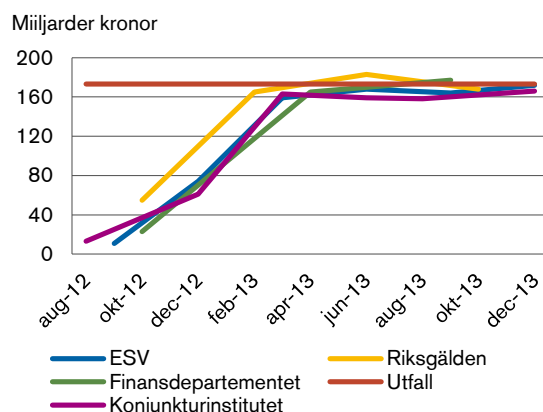
Rensat för försäljningar och vidareutlåning har prognoserna varit relativt stabila. Avvikelsen mellan utfallet för 2013 och prognosen från oktober 2012 är endast 14 miljarder kronor om försäljningar och vidareutlåning exkluderas. Av de fyra senaste prognoserna har nettolånebehovet underskattats tre gånger och överskattats en gång. Avvikelserna är dock generellt sett små, se tabell 5 ovan.

Prognosavvikelserna kan inte i någon större utsträckning hänföras till missbedömningar av den makroekonomiska utvecklingen. Samtliga prognoser baserades på en svag makrobild, med låg BNP-tillväxt och måttlig tillväxt i skattebaserna.

Jämförelse med andra myndigheters prognoser

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

Diagram 17 Jämförelse med andra myndigheter



Myndigheterna och finansdepartementet har olika principer för hur försäljningsinkomster hanteras i prognossammanhang. För att underlätta jämförelser har försäljningsinkomsterna rensats bort ur såväl prognoser som utfall i grafen ovan.

Generellt sett har prognosmakarna haft likartade prognoser från januari 2013.

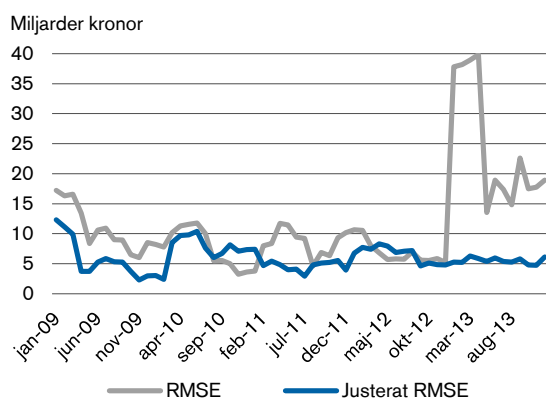
Månadsprognoser

När det gäller månadsprognoser var avvikelserna mot utfall betydligt större än normalt under året. Det beror dock till helt övervägande del på Riksbankslån och försäljningsinkomster.

Riksgälden är för närvarande den enda myndigheten som publicerar månadsprognoser för nettolånebehovet. Det innebär att jämförelser med andra prognosmakare inte kan göras. Riksgälden följer upp precisionen i månadsprognoserna med hjälp av måttet RMSE (Root Mean Square Error) det vill säga roten ur kvadratmedelfelet.¹

Förenklat kan måttet tolkas som ett medelvärde på absolutfelet, vilket innebär att värdena alltid blir positiva. Skillnaden mot ett vanligt absolutfel är att RMSE blir något högre, eftersom det även fångar variation i felens storlek. Tidsperioden som utvärderas är rullande fyra månader.

Diagram 18 Avvikelser månadsprognoser enligt RMSE 2009-2013



¹ Riksgälden har valt att definiera RMSE som:

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

Där $e_t = (\text{utfall nettolånebehovet månad}_t - \text{senaste publicerade prognos månad}_t)$.

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

Grafen ovan visar hur RMSE har utvecklats sedan år 2009. Det framgår att RMSE ökat kraftigt under 2013. Om måttet däremot justeras för vidareutlåning och försäljningsinkomster har prognosprecisionen varit på samma nivå som tidigare.

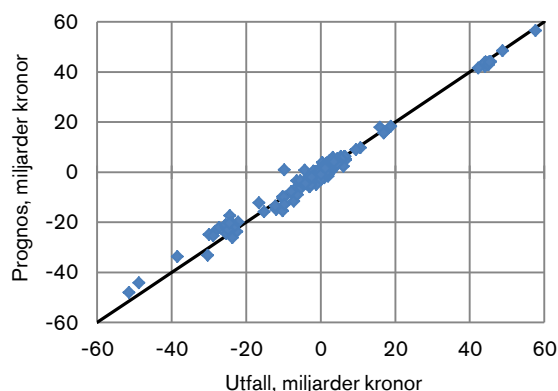
Dagsprognoser

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

Den genomsnittliga avvikelsen per dag var 64 miljoner kronor under 2013. Diagrammet nedan visar utfall och prognos per dag under 2013. Avståndet från den 45-gradiga linjen är prognosavvikelsen för respektive dag. Skulle det inte funnits något informationsvärde i prognoserna skulle punkterna ha varit slumpmässigt fördelade.

Diagrammet nedan visar prognos och utfall på dagsbasis under 2013 för statens primära nettolånebehov exklusive riksgäldens nettoutlåning.

Diagram 19 Prognos och utfall på dagsbasis



6 Kapitalmarknadsupplåning

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

6.1 Statsobligationer

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

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

Policy

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

Överväganden under året

Emissionsvolymen

Under hela 2013 har emissionstakten legat fast på 74 miljarder kronor på årsbasis. Prognosen för det totala upplåningsbehovet (nettolånebehov plus förfall) har däremot varierat. Upplåningsbehovet steg fram till juni 2013 då statsupplåningsrapporten 2013:2 publicerades. Det parerades dock med att öka upplåningen i andra instrument. Tabell 6 visar planerade emissionsvolymen av statsobligationer och förändring i upplåningsbehov.

Tabell 6 Upplåning i statsobligationer

Miljarder kronor	Planerade emissionsvolymen			Förändring upplåningsbehov	
	2013	2014	2015	2013	2014
2012:3	74	84		+40	
2013:1	74	84		+13	+15
2013:2	74	84		+17	+38
2013: revidering	74	74			
2013:3	74	74	74	-45	-67
Realiserat	74				

Strax efter att statsupplåningsrapporten 2013:2 publicerades sålde staten aktier i Nordea och Vectura för 20 miljarder kronor. Det föranledde Riksgälden att gå ut med en prognosuppdatering. Prognosen för nettolånebehovet sänktes med 20 miljarder kronor från 183 miljarder till 163 miljarder kronor för 2013.

Revideringen innebar ingen förändring av upplåningen i statsobligationer under 2013. Däremot reverserades den planerade höjningen av emissionstakten under 2014.

I september sålde staten aktier i Nordea för ytterligare 22 miljarder kronor. Trots det bibehölls emissionstakten i obligationer på 74 miljarder kronor om året till och med 2014 i prognosen 2013:3 som publicerades i oktober. Riksgälden drog i stället ned volymen obligationer i utländsk valuta 2013. På kort sikt hanterades försäljningsinkomsten i Riksgäldens likviditetsförvaltning, se ytterligare information i avsnitt 7.2 om likviditetsförvaltning.

Långa obligationer

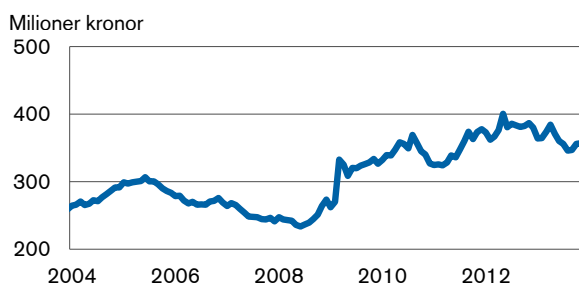
Regeringen beslutade i november 2012 att höja riktvärdet för den utestående stocken av lån med löptid längre än 12 år från 60 miljarder till 70 miljarder kronor. Riktvärdet ska uppnås långsiktigt. Det innebär att stocken ska öka gradvis i en takt som bestäms av efterfrågan.

Efterfrågan på långa obligationer var liten under hela 2013. Intresset minskade när Finansinspektionen aviserade avsikten att införa nya principer för livbolagens diskonteringsränta i linje med det kommande EU-regelverket Solvens II. Den nya metoden infördes vid årsskiftet 2013/2014 och innebär att diskonteringsräntan är mindre beroende av marknadsräntor än tidigare. Behovet från livbolagen av att använda långa obligationer för att matcha sina åtaganden har minskat markant till följd av detta.

Riksgälden har bland annat därför gjort bedömningen att det inte varit ändamålsenligt att ge ut obligationer med löptid längre än 12 år. Kostnaden skulle bli för hög. Riksgälden har samtidigt sagt att begränsade volymer kan säljas i auktioner om det framöver kommer tydliga indikationer på att det finns intresse.

Här är det också värt att notera att det är stor skillnad mellan korta och långa obligationer i termer av marknadsrisk. Ur investerarnas perspektiv ger den totala marknadsrisken för statsobligationsportföljen en bättre bild av utbudet än stocken mätt i nominella belopp.

Diagram 20 Marknadsrisk i statsobligationer



Diagrammet ovan visar hur priset på den utestående stocken statsobligationer påverkas om marknadsräntorna rör sig en baspunkt (i samtliga löptider). Sedan slutet av 2008 har utbudet av statsobligationer i termer av marknadsrisk nästan fördubblats. Detta har också bidragit till att det blivit svårare att sälja obligationer med lång löptid. Den högre risken beror främst på att volymen av långa lån ökat men också på att räntorna fallit.

Resultat låneaktiviteter

Samtliga försäljningar av obligationer har hållits i auktionsform. Till antalet har det varit 21 stycken auktioner om 3,5 miljarder kronor vardera. Fördelat på löptid har det varit 14 auktioner med obligationer med en initial löptid på tio år, fyra auktioner med en löptid på fem år och tre stycken med en löptid på två år.

Tabell 7 Emitterad volym och snittränta

Obligation ¹	Antal auktioner	Emitterad volym	GER ²
SGB 1049	2	7 000	0,90
SGB 1050	1	3 500	1,08
SGB 1052	4	14 000	1,63
SGB 1057	14	49000	2,14
Totalt		73 500	

¹ 2-årig löptid: SGB 1049 (2015) och SGB 1050 (2016)

¹ 5-årig löptid: SGB 1052 (2019)

¹ 10-årig löptid: SGB 1057 (2023)

² Genomsnittlig emissionsränta i auktionerna

Tabell 8 Teckningskvoter och snittränta

	2009	2010	2011	2012	2013
Teckningskvot ¹	2,35	2,33	2,43	2,12	2,38
Snittränta ²	2,86	2,63	2,42	1,57	1,87

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, syndikeringen 2009 ingår inte

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

Resultatet av årets emissioner framgår av tabell 7 ovan. Tabell 8 visar hur genomsnittliga emissionsräntor och teckningskvoter utvecklats.

Tabell 9 Byten i statsobligationer

Emissionsdatum	Lån sälj	Lån köp	Snittränta	Uppköpsränta
2013-03-12	SGB 1057	SGB 1054	2,08	1,96
2013-03-11	SGB 1057	SGB 1047	2,11	1,85
2013-03-08	SGB 1057	SGB 1054	2,08	1,96
2013-03-07	SGB 1057	SGB 1054	2,08	1,96

I mars 2013 erbjöds byten mellan obligationer, se tabell 9. Riksgälden sålde 20 miljarder kronor i SGB 1057 med förfall 2023 eftersom det blev nytt benchmark för tioåriga obligationer i juni 2013. Samtidigt köptes delar av de näraliggande lånen SGB 1054 (förfall 2022) och SGB 1047 (förfall 2020) tillbaka.

Marknadsförutsättningar

Efterfrågan på statsobligationer var god under året. Den genomsnittliga teckningskvoten i Riksgäldens emissioner ökade till 2,38 under 2013 från 2,12

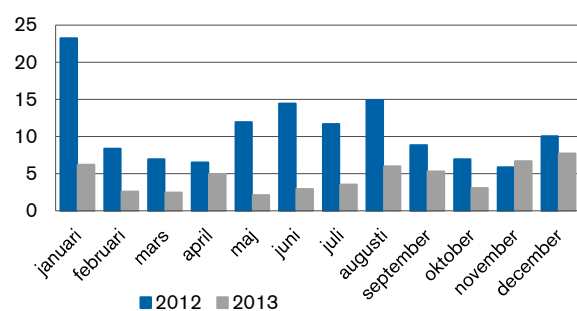
under 2012. Många investerare anser att auktionerna är bra tillfällen att köpa stora belopp till rådande marknadsräntor. Detta uttrycker sig bland annat genom att det vid fem tillfällen under året inträffade att en aktör tog hela emissionen.

Marknadsvård

De marknadsvårdande reporna i statsobligationer har under året legat på lägre nivåer jämfört med föregående år. Detta beror framför allt på att fler marknadsaktörer var villiga att låna ut statsobligationer i repomarknaden. Det ledde i sin tur till mindre behov att repa från Riksgälden som tar mer betalt.

Diagram 21 Marknadsvårdande repor¹

Miljarder kronor



¹ Månadsgenomsnitt

6.2 Realobligationer

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

Policy

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

Överväganden under året

Åtgärder för att motverka minskningen av realandelen

Regeringens riktlinjer anger att realskulden som andel av total statsskuld ska vara 25 procent på lång sikt. Prognosen för realandelen de närmaste åren har tenderat att ligga lågt jämfört med riktvärdet. Därför har Riksgälden vid två prognostillfällen under 2013 ökat den planerade lånevolymen i realobligationer. Syftet är att gradvis öka utbudet realobligationer i en takt som är hanterbar för marknaden. I februariprognosen höjdes volymen för både 2013 och 2014 från 9 till 12 miljarder kronor i årstakt. I juniprognosen drogs den planerade emissionsvolymen för 2014 upp till 15 miljarder kronor.

Den första prognosen för 2015 publicerades i oktober 2013. Där var den planerade årstakten i upplåningen 18 miljarder kronor.

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

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

Tabell 10 Förändring av realskulden under 2013

Utestående realstock 2012-12-28, mdkr	192,9
Auktioner	11,5
Netto av auktionsbyten	-0,4
Förfall	0
Netto av marknadsvårdande byten	-3,8
Riksgäldsspar Real	-0,2
Övertagna obligationer	0
Inflationsuppräknning	-2,2
Utestående realstock 2013-12-30	197,8

Resultat av låneaktiviteter

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

Den främsta kanalen är auktionerna som till antalet var tolv stycken under året. Dessa auktioner har fördelats mellan två realobligationer, med fyra respektive nio års återstående löptid. Anledningen till att inte fler realobligationer förekommit i auktionerna är att antalet utestående obligationer är litet. De övriga obligationerna har antingen för kort återstående löptid eller är för stora till volymen för att vara emissionskandidater.

Tabell 11 Emitterad volym och snittränta per lån samt break-even inflation¹

Realobligation	Emitterad volym, miljarder kr	Snittränta, procent	BEI, procent
SGB IL 3107	5,75	0,02	1,30
SGB IL 3108	5,75	0,45	1,61

¹ Break even-inflation är en estimerad skillnad i ränta mellan statsobligationer och realobligationer på emissionsdagen. SGB IL 3107 förfaller 2017 och SGB IL 3108 förfaller 2022.

I december genomfördes bytesauktioner inom ramen för Riksgäldens bytesfacilitet för avveckling av korta realobligationer med en volym som överstiger 25 miljarder kronor. Den volym som köptes tillbaka i det tvååriga lånet var 5 miljarder. Samtidigt såldes 4,6 miljarder kronor i det fyraåriga lånet.

Tabell 12 Teckningskvot, snittränta, break-even inflation per år 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Emissionsvolym ¹ , miljarder kr	-1,8	11,9	0,6	7,18	11,1
Såld volym ² , miljarder kr	3	7,7	6	6,5	11,5
Teckningskvot ³	4,96	5,34	5,24	5,83	3,88
Snittränta ⁴ , procent	1,46	0,51	0,55	-0,01	0,23
BEI ⁵ , procent	1,67	1,73	1,89	1,48	1,46

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

² Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

⁴ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

⁵ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

Marknadsförutsättningarna för försäljning av realobligationer var mycket goda. Visserligen sjönk teckningskvoten i auktionerna, från 5,83 år 2012 till

3,88 år 2013. En förklaring till denna minskning är att Riksgälden nästan fördubblade utbudet från 6,5 miljarder kronor till 11,5 miljarder kronor under samma period. Samtidigt steg den totala volymen inkomna bud från 36,3 miljarder kronor till 44,7 miljarder kronor. Det ökade utbudet från Riksgälden har således mötts av god efterfrågan. Som tidigare nämnts planerar Riksgälden att öka upplåningen ytterligare under kommande år.

Marknadsvård

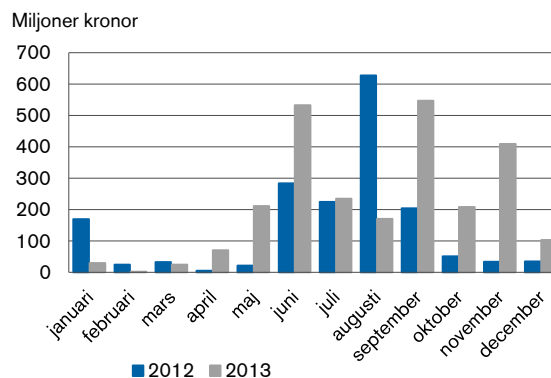
Riksgälden erbjuder löpande återförsäljarna byten i realobligationer i syfte att förbättra likviditeten i realobligationsmarknaden. Riksgälden beslutade under året att erbjudandet inte längre ska omfatta realobligationer kortare än ett år.

För dessa korta lån erbjuds återförsäljarna istället en begränsad återköpsfacilitet med en väl tilltagen premie. I god tid innan realobligationerna blir kortare än ett år erbjuds dessutom ett flertal bytesemissioner. Målet är att realobligationer som går till förfall inte ska ha en större utestående volym än 25 miljarder kronor. Alltför stora volymer kan innebära en påfrestning för marknaden och en återinvesteringsrisk för investerare.

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

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

Diagram 22 Marknadsvårdande repor per månad.



6.3 Obligationer i utländsk valuta

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

Policy

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

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

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

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

Val av tidpunkt för en emission och val av pris (ränta) vid emissionstillfället kan vara avgörande för ett lyckat resultat. Från Riksgäldens sida handlar det om att lyckas låna upp den volym som planerats och göra det så billigt som möjligt i ett längre perspektiv. Det är då viktigt att både välja tidpunkt och den ränta som erbjuds vid försäljningen på ett

väl avvägt sätt. Upplåning är en upprepad aktivitet. För att investerare ska vara intresserade av att delta vid nästa tillfälle är det en fördel om investeraren upplever att det inte enbart är emittenten som gjort en lyckad affär. Av detta skäl finns det anledning att bestämma ett pris som innebär att inte alla investerare får tilldelning. Det innebär att efterfrågan finns kvar även efter emissionen och att räntan åtminstone inte stiger på andrahandsmarknaden.

Överväganden under året

Riksgälden hanterade det minskade nettolånebehovet som blev resultatet av att staten sålt aktier i Nordea med att minska volymen obligationer i utländsk valuta för egen del, se även avsnitt 6.1.

Resultat låneaktiviteter inklusive vidareutlåning

I januari 2013 beslöt Riksgälden, efter framställan från Riksbanken, att utöka vidareutlåningen i utländsk valuta med 100 miljarder kronor för förstärkning av valutaservisen, se kapitel 8 för en särskild redovisning av vidareutlåningen.

Nyupplåning och refinansiering av lån till Riksbanken innebär att Riksgälden finansierade mycket stora belopp via den internationella kapitalmarknaden. Sammantaget uppgick upplåningen till 137 miljarder kronor under 2013 varav 131 miljarder kronor avsåg vidareutlåning till Riksbanken.

Finansiering av vidareutlåningen till Riksbanken genomfördes på mycket kort tid och till förmånliga villkor. Runt 80 miljarder kronor lånades upp under fyra dagar. Den 20 februari var uppdraget slutfört.

Att genomföra en upplåning motsvarande 80 miljarder kronor på fyra dagar är en utmaning även för en statlig emittent. Risken är att upplåningen uppfattas som en signal om finansiella problem eller risker vilket i sig kan driva upp upplåningskostnaderna. Den omfattande volymen kan också i sig skapa problem om långivarna kräver en högre avkastning för att snabbt ta på sig exponering på svenska staten. En högre räntekostnad riskerar att få spridningseffekter både på andra instrument som statsobligationer och på upplåning senare i tiden. Om en högre räntekostnad relativt andra emittenter etableras är det svårt att pressa ned denna senare.

Utmaningen handlade således både om kommunikationen om vad upplåningen syftade till, det vill säga att det inte handlade om en konjunktur- eller krisdriven ökning av budgetunderskottet, och om att

hitta rätt instrument, volymer, löptider och en lämplig upplåningstidpunkt. Valet att låna upp 80 miljarder kronor på fyra dagar handlade om en blandning av obligationer och commercial paper som bedömdes kunna hanteras av marknaden utan någon egentlig ränteeffekt.

Det är svårt att bedöma i vilken mån den omfattande upplåningen i utländsk valuta kom att påverka statens allmänna lånekostnader. Till viss del kan det uppstå en effekt till följd av att investerare kan sälja statsobligationer och köpa en obligation i utländsk valuta emitterad av Riksgälden i stället. I viss utsträckning skedde detta.

Räntorna på statsobligationer steg efter den omfattande upplåningen i utländsk valuta. Den tidsmässiga korrelationen skulle kunna indikera ett orsakssamband. Riksgäldens bedömning är dock att ränteuppgången under januari och februari i huvudsak drevs av en internationell ränteuppgång. En annan orsak är att en del svenska investerare omallokerade sina portföljer till aktier och i viss utsträckning bostadsobligationer snarare än till obligationer i utländsk valuta emitterat av Riksgälden.

Det förefaller således som om det finns en relativt hög grad av segmentering mellan marknaderna för Riksgäldens obligationer utgivna i kronor respektive utländsk valuta. Det går dock inte att utesluta att den omfattande vidareutlåningen till Riksbanken drev upp den allmänna räntenivån för statsobligationer med några punkter under första kvartalet. Eventuella långsiktiga effekter är svåra att belägga men Riksgäldens bedömning är att sådana effekter sannolikt är mycket små.

I detta sammanhang kan nämnas att tidskriften Risk Magazine utnämnde Riksgälden till "Sovereign of the year" med huvudmotivering att vidareutlåningen till Riksbanken i januari hade genomförts på ett imponerande sätt.

För statens egen del tog Riksgälden upp en tvåårig obligation i dollar på motsvarande 6 miljarder kronor till rörlig ränta, en s.k. Floating Rate Note.¹ De 131 miljarder kronorna för Riksbankens räkning täcktes av åtta lån på totalt 13,5 miljarder i dollar och två lån på totalt 5 miljarder euro. Det betyder att 59 procent av upplåningen gjordes i dollar och 41

procent i euro. Lånens löptider var på mellan ett och fem år. Löptiderna på de lån som tagits upp för att finansiera vidareutlåningen till Riksbanken har styrts av Riksbankens önskemål om att inte låna i längre löptider än 5 år.

Eftersom upplåningen i obligationer i utländsk valuta för året var stor kunde Riksgälden med fördel utnyttja efterfrågan även på privatplaceringar. Drygt en tredjedel av lånebehovet finansierades genom privatplaceringar, se faktarutan på nästa sida. Under år med mindre behov av upplåning med obligationer i utländsk valuta brukar annars endast publika obligationer utnyttjas för att bidra till att upprätthålla en bred internationell investerarbas.

Riksgälden kunde ta upp nya lån till mycket förmånliga villkor trots den stora lånevolymen. De låga upplåningsräntorna berodde dels på ett lågt ränteläge globalt, dels på investerarnas stora intresse av statspapper med hög kreditvärdighet. I de flesta fallen har räntan till och med varit lägre än för andra stora statliga låntagare, Tyskland och USA undantagna. Dessa länder kan sägas utgöra benchmark för andra länders emissioner i euro och dollar. Tre av de publika obligationslånen gavs ut på betydligt större belopp än vad Riksgälden emitterat tidigare år. Det gjordes till en marginellt högre kostnad. Samtidigt har lånen mottagits positivt av investerare som värdesätter stora likvida lån. Utbudet av obligationer med hög kreditvärdighet på de internationella marknaderna var begränsat under 2013. Det ledde till att obligationernas värde ökade på andrahandsmarknaden efter utgivningen, trots låga emissionsräntor.

Ett exempel på prissättningen av svenska lån är Riksgäldens euroobligation från november som prissattes till 28 räntepunkter under swappkurvan.² Om man jämför med nivåerna i andrahandsmarknaden för motsvarande löptid vid emissions-tillfället låg Riksgäldens ränta 12 räntepunkter över Tyskland men på samma nivå som Finland och 4 punkter under Nederländerna. Obligationer utgivna av övriga länder i euroområdet ligger på betydligt högre nivåer. Notera också att räntan vid en emission ofta blir högre än noteringarna på andrahandsmarknaden. Det får anses som en mycket låg ränta eftersom Riksgälden, till skillnad från länder inom euroområdet, inte kan erbjuda

¹ En Floating Rate Note (FRN) är en obligation med rörlig ränta där räntan bestäms i termer av exempelvis USD Libor.

² Praxis för prissättning i obligationsmarknaden är att använda swappkurvan (swappräntor för olika räntor) i respektive valuta som referens. Priset uttrycks som en ränteskillnad mellan obligationen och swappräntan med motsvarande löptid.

stora likvida emissioner i euro. Detta innebär att Riksgälden måste betala en likviditetspremie. Slutsatsen är att Riksgälden kan låna till mycket goda villkor.

Dollarobligationerna emitterades till en kostnad på i genomsnitt 5 räntepunkter under tremånaders USD Libor. Euroobligationerna emitterades 11 räntepunkter under sexmånaders Euribor. US Libor och Euribor är standardiserade bankräntor som används för att ge historisk jämförbarhet.

Via basswappar kan kostnaden för dollarobligationerna översättas till Euribor för att kunna jämföras med kostnaden för lånen i euro. Sedan 2002 har dollarlån varit den främsta och mest gynnsamma källan för Riksgäldens obligationsupplåning i utländsk valuta. Under hösten 2013 har emellertid kostnaden för eurolån med treårig löptid i stort sett varit jämförbar med motsvarande kostnad för dollarlån. Det gjorde att Riksgälden kunde låna ut dollar till Riksbanken genom att swappa det sista eurolånet.

Marknadsförutsättningar och investerarrelationer

Osäkerhet kring amerikansk penningpolitik och bedömningar om en starkare konjunktur i USA fick amerikanska räntor att stiga under året. Det orsakade volatila marknadsförhållanden för dollarupplåning. Osäkerheten gjorde att asiatiska centralbanker avvaktade med investeringar i dollar under en tid efter halvårsskiftet. Trots det lyckades Riksgälden sälja treåriga dollarobligationer i augusti med gott resultat. De goda villkoren för 2013 års upplåning visar att Riksgälden har en mycket bred investerarbas, fördelad på olika kategorier och geografiska områden. Sammantaget representerade centralbanker den enskilt största investerarkategorin. Majoriteten av investerarna var europeiska.

Tabell 13 Relativ upplåningskostnad för obligationer i utländsk valuta

Baspunkter	2009	2010	2011	2012	2013
USD Libor ¹	3	0	-9	-15	-5
Euribor ²	20	-	-55	-51	-11

¹ Tre månaders rörlig bankränta

² Sex månaders rörlig bankränta



Publika obligationer och privatplaceringar

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

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

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



Exponering i utländsk valuta via derivat

Riksgälden kan skapa exponering i utländsk valuta på två sätt:

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

Valutaexponering med swappar sker i följande steg:

- Riksgälden ger ut en statsobligation denominerad i kronor.
- Den fasta räntebetalningen för statsobligationen byts mot en rörlig ränta i kronor via en ränteswapp.
- Den rörliga räntan i kronor byts mot en rörlig ränta i utländsk valuta med hjälp av en basswapp.
- Inom ramen för basswappen växlas samtidigt kronor till utländsk valuta i en avistatransaktion. Valutaväxlingen görs med de medel som lånats när statsobligationen gavs ut. Riksgälden har då i praktiken "lånat" i utländsk valuta med räntebetalningar i utländsk valuta.
- Det sista ledet i basswappen är att växla utländsk valuta till kronor på termin med likvid då basswappen (och statsobligationen) förfaller. Belopp och växelkurs är samma som i avistaväxlingen.

När statsobligationen och swappen förfaller måste Riksgälden köpa den utländska valutan för att kunna genomföra den slutliga växlingen. Köpet görs till en växelkurs som inte är känd i dag.

När en obligation i utländsk valuta förfaller till betalning måste Riksgälden på samma sätt växla till sig utländsk valuta för att kunna amortera lånet. Valutaexponering via swappar innebär alltså samma valutarisk som när en obligation i utländsk valuta emitteras.

7 Penningmarknadsupplåning

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

7.1 Statsskuldväxlar

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

Policy

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

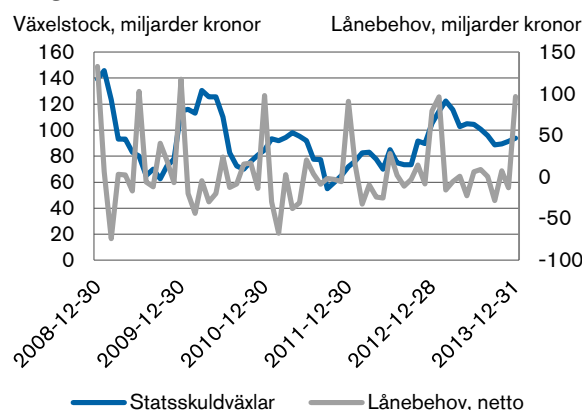
Överväganden under året

I början av året beräknades statsskuldväxelstocken att öka något jämfört med föregående år till följd av ett ökat upplåningsbehov under 2013. Den utestående stocken statsskuldväxlar minskade istället något i jämförelse med föregående år. Det berodde främst på att statens försäljning av aktieinnehavet i Nordea på kort sikt hanterades via lägre emissionsvolym i statsskuldväxlar.

Volymen statsskuldväxlar per auktionstillfälle varierar över årets månader eftersom statens lånebehov varierar. Staten har regelmässigt stora lånebehov i slutet av året. Som framgår av diagram 23 stiger därför växelstocken i slutet av året.

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

Diagram 23 Växelstock och nettolånebehov



Resultat låneaktiviteter

Den genomsnittliga räntan i auktionerna var något lägre än föregående år. Det speglar bland annat att reporäntan var lägre under 2013 än 2012. Teckningskvoten visar att efterfrågan i auktionerna varit något större än föregående år.

Tabell 14 Teckningskvot och snittränta

Procent	2009	2010	2011	2012	2013
Marknadsränta köp	0,56	0,54	1,68	1,21	0,94
Marknadsränta sälj	0,42	0,44	1,57	1,03	0,78
Teckningskvot ¹	2,32	1,91	1,80	2,15	2,14
Snittränta ²	0,43	0,47	1,60	1,14	0,90

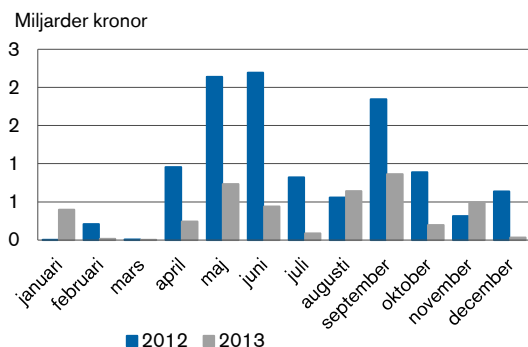
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

² Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Marknadsvård

Volymerna i de marknadsvårdande reporna låg under 2013 på lägre nivåer jämfört med föregående år. Anledningen till detta var bland annat minskad finansiell oro. Det har gjort att behovet av säkra placeringar i svenska statsskuldväxlar har minskat, främst från utlandet. Tillgången på växlar i repomarknaden har även blivit bättre då andra aktörer repar ut sina papper i större utsträckning.

Diagram 24 Marknadsvårdande repor per månad



För att tillgodose efterfrågan höjde Riksgälden under året volymbegränsningen på de marknadsvårdande reporna från 2 till 5 miljarder kronor gentemot respektive återförsäljare. Begränsningen syftar på den volym av repor i statsskuldväxlar som Riksgälden maximalt har utestående mot en enskild återförsäljare vid varje tidpunkt.

7.2 Likviditetsförvaltning

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

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

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

Policy

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

Marknadsförutsättningar och överväganden under året

Allt sedan finanskrisens början under 2008 har det funnits en betydande oro på den europeiska marknaden angående tillgången på likviditet. Denna oro har även påverkat den svenska marknaden. Skillnaden mellan dagslåneräntan och den ränta bankerna är villiga att betala för att låna av varandra ökar normalt under tider av oro. I takt med att oron dämpats har kreditriskpremierna normaliserats. Samtidigt fortsätter räntorna, framförallt räntorna över korta löptider, att vara mycket låga i ett historiskt perspektiv.

En del förändringar som skett sedan finanskrisen började under 2008 har emellertid bestått. Bland annat är det inte lika lätt för bankerna att ha stora underskott i dagslånemarknaden. Detta har lett till att det blivit lättare för Riksgälden att låna pengar än att placera pengar i dagslånemarknaden. Riksgälden kan då agera för att inte hamna på stora överskott i dagslånemarknaden.

En sätt att åstadkomma detta är att göra placeringar som finansieras med dagslån. Framför allt använder sig Riksgälden av omvända repor i bostads- och statspapper, vilka i regel ger en bättre avkastning än reporäntan. Riksgälden köper även tillbaka statsskuldväxlar före förfall, dels för att få en jämnare likviditetsställning över månaden, dels för att tillgodose marknadens behov av finansiering.

Riksgäldens prognoser över statens nettolånebehov på dagsbasis är av stor vikt för att kunna ha en god framförhållning i likviditetsförvaltningen. Det leder både till minskade risker och sänkta kostnader. Ibland inträffar stora betalningar som är svåra att förutse. Exempel på sådana händelser under 2013 var statens försäljning av Nordeaaktier som ledde till att Riksgälden behövde hantera större överskott än planerat. Placeringsbehovet hanterades framför allt med omvända repor och trepartsrepor, vilket är placeringar mot säkerheter.

Under perioder med stora lånebehov, som sträcker sig över en eller ett par veckor är det ibland motiverat att låna i utländsk valuta.

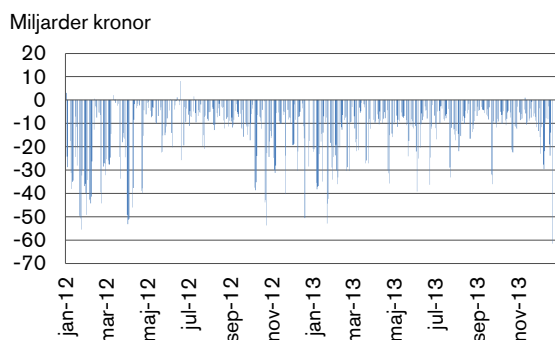
Riksgälden gör detta genom commercial paper. När Riksgälden sålt ett commercial paper, växlas beloppet till svenska kronor. Samtidigt köper Riksgälden tillbaka den utländska valutan på termin till samma tillfälle som papperet förfaller. Förfarandet att växla i dag och köpa tillbaka på termin benämns vanligen FX-swapp. På så vis tar Riksgälden ingen valutarisk och upplåningen går att likställa med att sälja korta växlar i svenska kronor.

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

Resultat låneaktiviteter

När det gäller resultatet i likviditetsförvaltningen är det värt att notera att kostnaden framför allt beror på volymerna i statens betalningar och den ränta Riksgälden lånar till över natten på depositmarknaden. Där lånar Riksgälden till största delen till reporäntan, men i vissa situationer även några punkter under.

Diagram 25 Volym i "Over Night" på dagsbasis

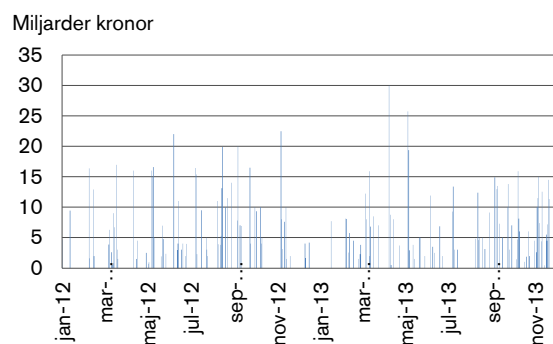


God framförhållningen gör det möjligt för Riksgälden att sänka kostnaden. Ett sätt är att placera i trepartsrepor, vilket ger bättre villkor än placeringar i depositmarknaden. Dessutom görs placeringen i repor med säkerheter.

Brutto emitterade Riksgälden commercial paper för motsvarande 237 miljarder kronor under 2013. Drygt hälften av detta, 123 miljarder kronor, emitterades för Riksbankens räkning, medan resterande belopp gjordes för den löpande

likviditetshanteringen. Merparten, 213 miljarder kronor, emitterades i dollar. Det resterande var fördelat på motsvarande 10 miljarder kronor i pund och 14 miljarder kronor i Euro.

Diagram 26 Volym i omvända repor och trepartsrepor 2012-2013



Commercial paper i likviditetshanteringen hade en löptid från en vecka till fyra månader. Den genomsnittliga löptiden under året var cirka en månad. De commercial paper som emitterades i början av året hade en lånekostnad runt eller strax under reporäntan. Reporäntan är den alternativa kostnaden som Riksgälden betalar för att finansiera det kvarvarande lånebehovet i slutet av dagen i depositmarknaden.

I takt med att marknaden efter sommaren successivt började diskontera en sänkning av reporäntan, blev det allt billigare att låna i commercial paper och swappa till kronor. Under hösten och vintern låg lånekostnaden på mellan 2 och 11 punkter under reporäntan.

Flöden i utländsk valuta /växlingar

Förfallande lån, räntebetalningar, EU-betalningar och konton med säkerheter genererar löpande flöden i utländsk valuta som växlas till kronor. För att uppfylla regeringens krav på en jämnt fördelad växlingstakt använder Riksgälden såväl avista- som terminsmarknaden. Vid stora förfall i utländsk valuta köper Riksgälden valuta på termin innan den slutgiltiga betalningen. Nettot av flödena fördelas därmed jämnt över årets månader. Riksgäldens styrelse beslutar om maximal avvikelse från en sådan jämn växlingsbana. Under 2013 var avvikelserna mindre än denna limit för samtliga månader. I den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttjas tillfällena med god likviditet för att sänka kostnaderna.

8 Vidareutlåning i utländsk valuta

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

I samband med finanskrisen 2009 beslöt Riksgälden efter begäran från Riksbanken att låna upp 100 miljarder kronor i utländsk valuta för förstärkning av valutaskulden. I januari 2013 utökades vidareutlåningen med 100 miljarder kronor efter en ny begäran från Riksbanken och den totala volymen till Riksbanken uppgår därmed till 200 miljarder kronor.

Lånen till Riksbanken har samma belopp, löptid, valuta och ränta som de obligationer och commercial paper Riksgälden emitterat för att finansiera vidareutlåningen. Riksbanken betalar ränta till Riksgälden som motsvarar Riksgäldens kostnader för lånet inklusive administrativa kostnader i enlighet med budgetlagen.

Vidareutlåningen till Riksbanken placeras i valutareserven i räntebärande värdepapper. Eftersom Riksgäldens upplåningskostnad för lån med obligationer i till exempel dollar är något högre än motsvarande placeringar i till exempel amerikanska statsobligationer uppstår en kostnad för staten som helhet motsvarande denna ränteskillnad. Kostnaden uppskattas till cirka 400 miljoner kronor per år för 200 miljarder kronor i vidareutlåning.

Som diskuterades i avsnitt 6.3 har vidareutlåningen till Riksbanken inte drivit upp statens lånekostnader i andra instrument annat än marginellt.

Nyupplåningen 2013 genomfördes på mycket kort tid och till förmånliga villkor. Runt 80 miljarder kronor lånades upp på bara fyra dagar.

Nyupplåning och refinansiering av lån till Riksbanken innebar att Riksgälden under 2013 finansierade mycket stora belopp via den internationella kapitalmarknaden. Motsvarande 131 miljarder kronor täcktes av åtta obligationer på totalt 13,5 miljarder dollar och två obligationer på totalt 5 miljarder euro, se även avsnitt 6.3.

Därutöver sålde Riksgälden commercial paper för motsvarande 123 miljarder kronor med en

genomsnittlig löptid på 101 dagar. Kostnaden uppgick till 9 räntepunkter under USD Libor.

Riksgälden lånade också ut motsvarande 2,6 miljarder kronor till Irland under 2013.



Vidareutlåning i utländsk valuta

Riksgälden gör ingen öronmärkt upplåning för vidareutlåning till andra stater. De utbetalningar som Riksgälden gör i samband med utlåning till stater, myndigheter och statliga företag hanteras som övriga betalningar inom staten.

På regeringens och riksdagens uppdrag har Riksgälden ställt ut krediter till Island och Irland. Lånet till Island undertecknades 2009. Som långgivare stod Sverige, Danmark, Norge och Finland. Sveriges andel av det sammanlagda lånebeloppet uppgick till 495 miljoner euro. I maj 2012 undertecknades ett låneavtal mellan Sverige och Irland på sammanlagt 600 miljoner euro. Irland har utnyttjat hela ramen.

Utlåning till Riksbanken och andra stater redovisas i rapporten "Sveriges statsskuld" under rubriken vidareutlåning. Vidareutlåning räknas in i budgetsaldot och ingår därmed i Riksgäldens nettolånebehov. Däremot räknas inte vidareutlåningen med i statens finansiella sparande. Statens förmögenhetsställning påverkas inte av vidareutlåningen eftersom staten får en lika stor fordran.

I Riksgäldens styrning av statsskulden nettas vidareutlåningen mot skulderna som uppstår vid finansieringen. Det innebär att skuldandelar och löptidsmått inte påverkas.

9 Swappar

Här redovisas hur Riksgälden använder swappar i förvaltningen av statsskulden. De derivatinstrument som används för att hantera valutaväxlingar med mera diskuteras i avsnitt 7.2 om likviditetsförvaltningen.

9.1 Ränteswappar

Ränteswappar används för att förkorta skuldens räntebindningstid. Tack vare swapparna kan Riksgälden emittera mer i obligationer och låna mindre i korta löptider för att därigenom minska refinansieringsrisken.

Ränteswappar används också tillsammans med basswappar mellan valutor för att skapa valuta-exponering och upprätthålla valutaskuldens andel på 15 procent av skulden.

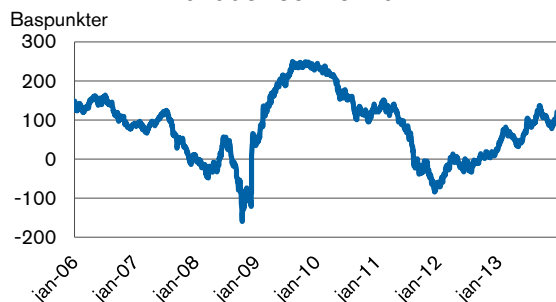
Policy

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

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

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

Diagram 27 Swappkurvans lutning mellan tre månader och fem år



Det skulle sannolikt vara svårt att uppnå samma räntebindningstid utan swappar genom att ersätta lång upplåning med kort. Marknaden för

statsskuldväxlar är inte lika djup som marknaden för statsobligationer och refinansieringsrisken skulle bli för stor.



Ränteswappar

Riksgälden använder ränteswappar för att förkorta räntebindningstiden. Det går till på följande sätt:

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

Netto blir kostnaden:

- 3M Stibor – den fasta swappräntan + obligationsräntan

Den fasta räntan på swappen är högre än motsvarande statsobligationsränta. Skillnaden kallas swappspread. Riksgälden betalar alltså:

- 3M Stibor – swappspreaden

I stället för en fast 10-årig obligationsränta betalar Riksgälden rörlig 3-månaders Stibor med ett avdrag under 10 år.

Överväganden under året

Under 2013 swappade Riksgälden totalt 8 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort räntexponering i kronor. Volymen är något större än vad som planerades i början av året. Ökningen beror på att lånebehovet blev mindre än väntat samtidigt som upplåningen i statsobligationer var oförändrad. Andelen lång upplåning blev därför större än beräknat varför räntebindningstiden blev längre. Swappvolymen anpassades för att föra räntebindningstiden till mitten av intervallet 2,7-3,2 år.

Resultat aktiviteter

För de 8 miljarder kronor i ränteswappar i kronor som ingicks under året var den genomsnittliga swappspreaden 41 baspunkter. Swappspreaden anger skillnaden mellan räntan på en swapp och räntan på en statsobligation med samma löptid.

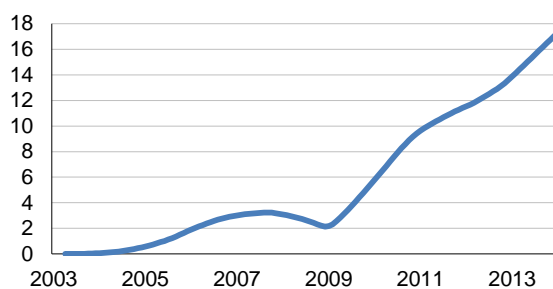
Riksgälden ingick även 20 miljarder kronor i ränteswappar tillsammans med basswappar där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta, se avsnitt 9.2 nedan. För dessa var swappspreaden 46 baspunkter.

Resultatet av swapparna beror på skillnaden mellan den fasta ränta som Riksgälden erhåller och den rörliga Stibor-ränta som Riksgälden betalar fram till det att swappen förfaller. Om Stibor-räntan i genomsnitt är lägre än den fasta räntan ger swappen en besparing. De swappar som ingicks under 2013 hade en löptid på i genomsnitt strax över åtta år. Det dröjer därför innan det slutliga resultatet av dessa kan beräknas.

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

Diagram 28 Ackumulerat resultat ränteswappar.

Miljarder kronor



Sedan starten 2003 har användningen av swappar minskat kostnaderna för statsskulden med 17 miljarder kronor om upplåningen i statsobligationer tas för given. Här bör det noteras att resultatet endast delvis är realiserat. Det slutliga resultatet av de utestående swapparna kan inte beräknas förrän de förfaller om ett antal år.

Under 2013 ökade det kalkylmässiga resultatet med 3,4 miljarder kronor. Det beror på att 3-månaders Stibor varit betydligt lägre under året än den genomsnittliga fasta ränta som Riksgälden erhåller i swapparna.

9.2 Basswappar

Med hjälp av swappar från kronor till utländska valutor kan Riksgälden översätta lån i kronor till exponering i utländsk valuta. Det görs för att uppnå riktvärdet för valutaskuldens andel på 15 procent.

Policy

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

Överväganden under året

Under 2013 ingicks 20 miljarder kronor i ränteswappar tillsammans med en basswapp där den rörliga räntan i kronor byttes mot en rörlig ränta i utländsk valuta. Volymen swappar i valutaupplåningen minskade något under året jämfört med vad som antogs i början av året, bland annat till följd av försäljningen av Nordea. Anledningen var framför allt ett mindre nettolånebehov och därmed en mindre statsskuld än väntat. Volymen swappar och valutilån anpassas för att hålla andelen valutaskuld på riktvärdet 15 procent.

Under året blev likviditeten i basswappar sämre och endast ett fåtal banker kunde erbjuda attraktiva nivåer kontinuerligt. Spreaden mot Stibor i en basswap från kronor till euro minskade från tidigare år. Det betyder att det blev mindre fördelaktigt att swappa kronupplåning till euro.

Resultat aktiviteter

Vid utvärdering av andra valutor var prisbilden mer fördelaktig i japanska yen och schweizerfranc. Från mitten av 2013 gjorde Riksgälden därför basswappar istället för valutaterminer för att upprätthålla exponeringen i dessa valutor. Därmed erhöles en högre spread mot Stibor än vad som var möjligt med basswappar endast mot euro.

Tabell 15 Valutaexponering via swappar.

Baspunkter	2009	2010	2011	2012	2013
Kronor/euro	-46	-73	-97	-100	-66
Kronor/yen					-123
Kronor/schweizerfranc					-93
Varav ränteswappar	-24	-29	-65	-67	-46

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

10 Positioner

Nedan beskrivs förutsättningarna för och resultatet av Riksgäldens positionstagning i utländsk valuta 2013.

Genom att försöka förutse fluktuationer på de finansiella marknaderna strävar Riksgälden efter att sänka både kostnader och risker i valutaskulden.

Policy

- Verksamheten bedrivs både internt och med hjälp av externa förvaltare. Diversifieringen inom risktagandet hjälper till att begränsa riskerna inom positionstagningen.
- Verksamhetens resultat mäts och utvärderas separat från den underliggande skuldportföljen.

Makroekonomisk miljö 2013

Under utvärderingsperioden (fem år) visade Riksgäldens positioner totalt sett ett positivt resultat. För enskilda år har resultatet varit såväl negativt som positivt. Den negativa avkastningen har kommit i olika perioder från både den interna och den externa löpande förvaltningen. Korrelation på världens finansmarknader har varit hög under perioden då olika länders ekonomiska cykler har följts tätt åt i samband med och i efterspelet av den globala finanskrisen 2008/2009. När räntenivåer världen över har fallit mot noll har marknadsutvecklingen främst styrts av extraordinära penningpolitiska åtgärder och politiska utspel och i mindre grad av normala makroekonomiska samband.

Det senaste året har däremot den makroekonomiska utvecklingen i olika delar av världen återigen börjat divergera. Utvecklingen i USA var starkare än i de flesta andra större ekonomier och arbetslösheten i USA föll under året till 7 procent medan den samtidigt steg till över 12 procent i Europa. Den ekonomiska divergensen har även resulterat i att penningpolitiken nu börjat sträva åt olika håll. De japanska och europeiska centralbankerna ökade sina expansiva åtgärder samtidigt som den amerikanska har annonserat en stegvis avtrappning av de kvantitativa lättnaderna.

Makroekonomisk data fortsatte under året generellt sett att förbättras och de flesta bedömare är eniga om att världsekonomin i stort är mer stabil jämfört med för ett år sedan.



Positionsmandat

Under 2013 gav regeringen Riksgälden ett mandat för positioner som uppgick till 450 miljoner kronor i daglig 95-procentig value-at-risk. Av detta riskmandat delegerade styrelsen 220 miljoner till löpande positioner. Av den löpande positionstagningen delegerades under året 33-40 miljoner till externa förvaltare. Siffran varierade då en ny förvaltare startade sin verksamhet under året.

Varje enskild förvaltare får motsvarande sin andel av VaR-mandatet. Om förvaltningarna var perfekt korrelerade med varandra skulle det totala riskutnyttjandet bara kunna adderas ihop. Nu är det inte fallet utan de olika förvaltningarna visar på en mycket låg korrelation. Det totala riskutnyttjandet för den löpande positionstagningen har under året i genomsnitt legat kring 15 procent av det från styrelsen delegerade. Detta tar hänsyn till alla korrelationseffekter.

10.1 Ett positivt årsresultat

Resultatet av positionerna var 200 miljoner kronor 2013. Av detta kommer 235 miljoner från den interna löpande positionstagningen motsvarande 14 baspunkter av förvaltad belopp. Resultatet från de externa förvaltarna var -35 miljoner kronor motsvarande -10 baspunkter av förvaltad belopp.

Tabell 16 Årligt resultat av positioner¹

Miljoner kronor	2009	2010	2011	2012	2013	Totalt	Snitt
Egen	2 997	5 475	88	-176	235	8 619	1 724
varav styrelsebeslut	2 616	6 061	250	0	0	8 927	1 785
varav löpande	381	-586	-163	-176	235	-309	-62
Extern	84	264	-1	-24	-35	288	58
Totalt	3 081	5 739	86	-200	200	8 906	1 781

¹ Historiska resultat skiljer sig något från vad som redovisats tidigare år då det under 2013 genomförts ett omfattande utvecklingsprojekt som bland annat innefattar förändringar i affärssystem och redovisningsprinciper. Ändringarna tillämpas konsekvent historiskt.

Större delen av det positiva resultatet i den interna positionstagningen kom från valutasidan, men även räntesidan hade ett positivt resultat.

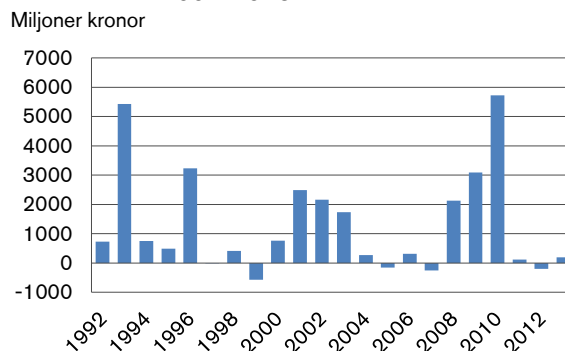
Den interna positionstagningen var under året fokuserad på divergensen i tillväxttakt mellan USA och Europa, men även andra delar av världen. Det positiva valutaresultatet uppstod av att dollarskulden minskade till förmån för skuld i övriga valutor såsom japanska yen, brittiska pund och australiensiska dollar. Däremot gav den tidvis högre andelen skuld i euro ett sämre resultat då euron under året stärktes med drygt 5 procent mot den amerikanska dollarn. Detta trots en svag arbetsmarknad, fallande inflation och att ECB sänkte räntan.

På räntesidan tog Riksgälden positioner för att låsa in de mycket låga räntenivåerna under årets första månader. Bedömningen gjordes att räntenivåerna då speglade en väldigt negativ syn på den ekonomiska utvecklingen, trots att många indikatorer pekade mot en gradvis förbättring, framför allt i USA. Under sommarens ränteuppgång minskades dessa positioner då potentialen för en fortsatt uppgång bedömdes vara försvunnen.

I maj introducerade den amerikanska centralbanken begreppet "tapering", det vill säga en gradvis avtrappning av Federal Reserves tillgångsköp. Detta inledde en period av betydligt högre volatilitet på både ränte- och valutamarknaderna. Då osäkerheten ökade drog den interna positionstagningen ned riskutnyttjandet. Inför Federal Reserves septemberråd var förväntningarna att den signalerade avtrappningen skulle inledas.

Federal Reserve valde dock att vänta med att dra ner takten, något som förvånade de flesta marknadsaktörer. Det uteblivna beskedet ledde till en period av ännu högre volatilitet, den amerikanska 10-åriga räntan föll från 3,0 procent till 2,5 procent och den amerikanska dollarn försvagades mot de flesta valutor. För Riksgäldens interna såväl som externa positionstagning ledde detta till att en del av de under året upparbetade vinsterna minskade trots det lägre riskutnyttjandet.

Diagram 29 Årligt resultat av positioner 1992-2013



Externa förvaltare

För Riksgäldens externa förvaltare blev resultatet för 2013 negativt, -35 miljoner kronor, motsvarande -10 baspunkter av genomsnittligt förvaltad belopp. Det som förklarar största delen av det negativa resultatet var positioner för lägre räntor. Det resulterade i förluster när räntorna gick upp under sommaren.

Utvärdering av verksamheten på lång sikt

Resultatet för Riksgäldens positionstagning varierar mellan åren och utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2009–2013 var vinsten i genomsnitt cirka 1,8 miljarder kronor per år. Den strategiska positionen för en starkare krona under åren 2009–2011 står för det i särklass största bidraget.

Den externa förvaltningen bidrog med ett överskott på 58 miljoner kronor per år. Den interna löpande förvaltningen gav ett underskott på 62 miljoner kronor per år, se tabell 16 samt diagram 29.

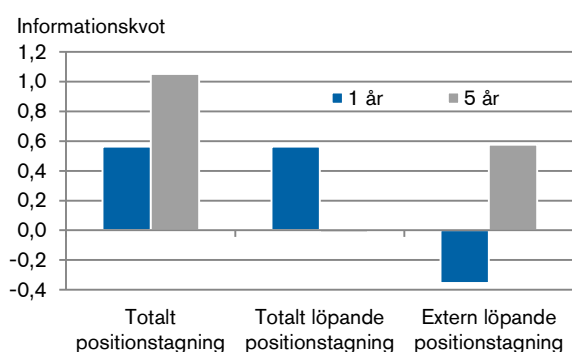
Riskjusterat resultat

Under 2013 visade den löpande positionstagningen en sammantagen vinst på 200 miljoner kronor. Som har beskrivits ovan var det den interna löpande positionstagningen som stod bakom det positiva resultatet och den externa förvaltningen gjorde en viss förlust. Tidigare år har förhållandet varit det motsatta. Detta illustrerar nyttan av diversifiering i den löpande positionstagningen. Diversifieringen i förvaltningen minskar variationen i det totala resultatet.

Den så kallade informationskvoten är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat.¹ En hög informationskvot innebär att förvaltningen uppnått ett starkt resultat i förhållande till den risk som tagits för att uppnå resultatet.

Diagram 30 visar det riskjusterade resultatet för den sammanlagda positionstagningen, den löpande positionstagningen och de externa förvaltarna som grupp. Informationskvoten för den totala förvaltningen visar den samlade positionstagningen och tar därmed hänsyn till alla diversifieringseffekter.

Diagram 30 Riskjusterat resultat



¹ Informationskvoten är beräknad på månadsdata. Den redovisade annualiserade informationskvoten fås genom att dividera det genomsnittliga årsresultatet uttryckt i baspunkter med månadsresultatens standardavvikelse omräknad till årsbas.

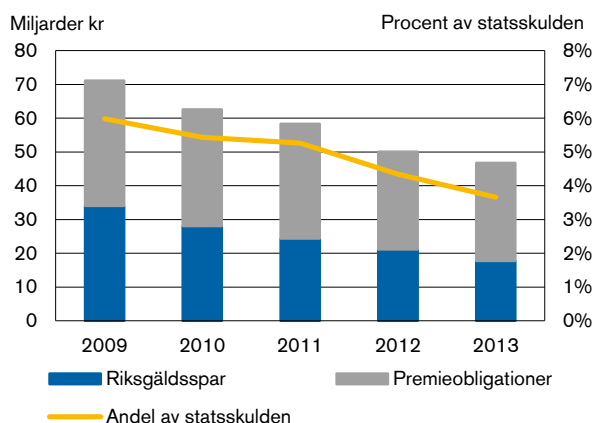
$$\frac{\sum \text{resultat i bp/antal år}}{\sigma \times \sqrt{12}}$$

11 Privatmarknadsupplåning

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

Riksgälden lånar inte bara på den institutionella marknaden utan också genom att sälja premieobligationer och erbjuda kontosparande till privatpersoner och mindre investerare. Vid slutet av 2013 finansierade privatmarknadsupplåningen 3,7 procent av statsskulden, se diagram 31.

Diagram 31 Privatupplåningens andel av statsskulden



Upplåningen på privatmarknaden minskade kostnaden för statsskulden med 97 miljoner kronor under 2013. Det kan jämföras med 129 miljoner kronor föregående år. Försämringen beror huvudsakligen på att resultatet under 2012 förbättrades av intäkter från preskriberade premieobligationer. Från och med 2013 upphörde dessa intäkter eftersom alla äldre obligationer nu är preskriberade.

Det beräknade resultatet påverkades positivt med cirka 22 miljoner kronor av att Riksgälden från och med 2013 tillämpar en ny fördelningsnyckel för overheadkostnader. Den nya kostnadsfördelningen innebär att en mindre andel än tidigare belastar privatmarknadsverksamheten.

Tabell 17 Besparing privatmarknadsupplåning

Miljoner kr	2009	2010	2011	2012	2013
Premieobligationer	170	171	130	126	81
Riksgäldsspar	36	12	11	4	17
Summa besparing	206	183	142	129	97

För femårsperioden 2009–2013 var den samlade beräknade kostnadsbesparingen 758 miljoner kronor, se tabell 17.

11.1 Premieobligationer

Resultatet för premieobligationer minskade med 45 miljoner kronor till 81 miljoner kronor. Om intäkterna för preskriberade obligationer räknas bort blir minskningen i stället 16 miljoner kronor. Denna minskning förklaras av att den premieobligation som förföll under 2013 såldes med ett bättre resultat än de två nya obligationer som gavs ut under året.

I maj såldes premieobligation 13:1 och i oktober premieobligation 13:2, båda med en löptid på fem år. Försäljningsvolymen blev 2,1 miljarder kronor vid båda tillfällena. Premieobligation 13:2 ger ett resultat på 25 miljoner kronor sett över hela löptiden, medan kostnadsbesparingen för 13:1 blir 8 miljoner kronor. De låga marginalerna beror på att marknadsräntorna generellt är på historiskt låga nivåer.

11.2 Riksgäldsspar

Resultatet för Riksgäldsspar blev 17 miljoner kronor, vilket innebär en ökning med 13 miljoner kronor jämfört föregående år. Förbättringen förklaras främst av den nya kostnadsfördelningen. Intäkterna minskade på grund av att upplåningen via Riksgäldsspar fortsatte att sjunka.

Riksgäldens styrelse beslutade i maj 2013 att avveckla Riksgäldsspar under 2015. Anledningen är att den ökade konkurrensen på sparmarknaden gör det omöjligt att bibehålla lönsamhet på sikt.

Marknadsandelen krymper

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 3,0 procent av räntesparmarknaden i Sverige (bankinlåning, räntefonder och privatobligationer). Det är en minskning med 0,3 procentenheter under året.

Lägre inlåning hos Riksgälden kombinerat med en totalt sett växande sparmarknad är förklaringen till den minskade marknadsandelen. Det avspeglar i sin tur att banker och andra privata aktörer konkurrerar hårt om räntesparandet. De erbjuder därför i många

fall högre sparräntor än Riksgälden, vars räntesättning är kopplad till räntorna på den institutionella marknaden. En bidragande orsak till att aktörer kan erbjuda höga inlåningsräntor är att de omfattas av den statliga insättningsgarantin.

