

Underlag till utvärdering av statsskuldshöjningen *2011*



Innehåll

1	Mål för statsskuldsförvaltningen	1
2	Statsskuldens kostnad och risk	2
2.1	Räntebetalningar på statsskulden	2
2.2	Genomsnittlig emissionsränta	2
2.3	Risker i statsskuldsförvaltningen	3
3	Löptids- och andelsstyrning	5
3.1	Löptiden i skuldslagen	5
3.2	Andelsstyrning	5
4	Upplåning	7
4.1	Nominell upplåning i kronor	7
4.2	Realupplåning	10
4.3	Valutaupplåning	11
4.4	Likviditetsförvaltning	12
5	Positionstagning	15
5.1	Begränsad vinst 2011	15
6	Privatmarknadsupplåning	17
7	Marknads- och skuldvard	18
7.1	Vår strategi	18
7.2	Marknadsåtagande	18
7.3	Investeraernas uppfattning om Riksgälden	19
8	Måluppfyllelse & resultat	21
8.1	Strategier för skuldens förvaltning	21

1 Mål för statsskuldsvärningen

Riksgälden ansvarar för att förvalta den utestående statsskulden och ta upp nya lån till staten. Upplåningen görs huvudsakligen genom att vi ger ut statsobligationer och statsskuldväxlar. De köps i första hand av fonder, försäkringsbolag och finansiella institutioner. En mindre del av statsskulden finansieras genom sparprodukter som är riktade till privatpersoner och andra mindre placerare. Riksgälden deltar på både den svenska och utländska räntemarknaden.

Det övergripande målet för statsskuldsvärningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att ta för stora risker. Därutöver ska värningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Riksgälden ska även bidra till att förbättra statspappersmarknadens funktion. Ju bättre marknaden fungerar, desto mer är investerarna beredda att betala för de värdepapper vi säljer och desto lägre blir statens lånekostnader. Marknads- och skuldsvård är därför en del i Riksgäldens uppdrag. Riksgälden har också mandat att ta positioner i derivat i syfte att minska kostnaderna för statsskulden.

Statsskuldsvärningen sker i enlighet med de riktlinjer som regeringen årligen lägger fast efter förslag från Riksgälden. Riktlinjerna anger riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid.

Den största delen av statsskulden består av nominella lån i kronor. I övrigt består statsskulden av real skuld i kronor och valutaskuld. Att fördela statsskulden på flera skuldslag är ett sätt att minska risken i statsskulden.

Löptiden i statsskulden anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid. Riktvärdet för skuldens löptid fungerar som en restriktion i upplåningen. Eftersom avkastningskurvan i allmänhet har en positiv lutning är det dyrare att låna i långa löptider. Samtidigt är kort upplåning förenad med större risk, eftersom en stor del av skulden varje år måste lånas upp på nytt och till på förhand okända villkor. De tillgångsvärnare som lånar ut till staten efterfrågar i huvudsak placeringar med lång löptid. Det är därför inte rimligt att låna alltför mycket på korta löptider.

Det riktvärde som regeringen anger för den genomsnittliga räntebindningstiden baseras därför på en avvägning mellan kostnad och risk.

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgälden olika strategiska beslut rörande värning och upplåning. Det gäller till exempel hur skuldens sammanvägda räntebindningstid ska uppnås, hur stora intervall som bör finnas kring de uppsatta riktmärkena samt vilka valutor som ska ingå i valutaskulden och deras inbördes fördelning. Riksgälden har även möjlighet att fatta beslut om ränte- och valutapositioner.

Riktlinjer 2011

Enligt riktlinjerna för 2011 skulle statsskuldens sammansättning styras mot:

- 15 procent valutaskuld (± 2 procentenheter)
- 25 procent real kronskuld (långsiktigt)
- 60 procent nominell kronskuld (residual)

Räntebindningstiden för de olika skuldslagen skulle styras mot:

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronskuld: 8-10 år
- Nominell kronskuld:
 - Löptider upp till 12 år: 3,1 år
 - Löptider över 12 år: max 65 miljarder kronor

Gränsen för positionstagandet var 450 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom dem som rör kronans växelkurs mot andra valutor. Riksgälden fick ta positioner i svenska kronor gentemot andra valutor på maximalt 50 miljarder kronor.

I riktlinjerna står också att vi genom privatmarknadsupplåning ska bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden. Målet är att nå största möjliga besparing i förhållande till upplåning på den institutionella marknaden.

2 Statsskuldens kostnad och risk

2.1 Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningar på statsskulden 2011

Räntebetalningarna på statsskulden var 34,1 miljarder kronor 2011. Det är 1,9 miljarder kronor mindre än anslaget som var 36,0 miljarder kronor. Jämfört med 2010 ökade räntebetalningarna med 10,8 miljarder kronor.

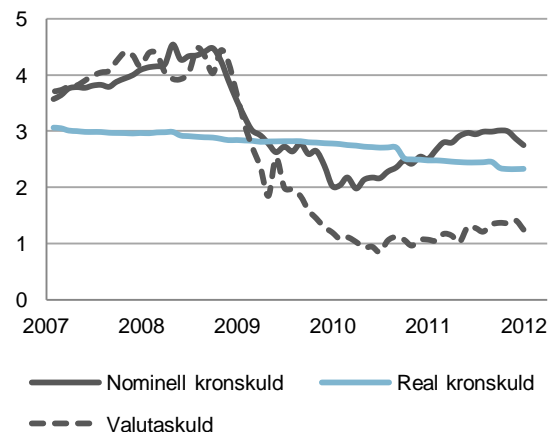
Det är i huvudsak räntebetalningar på lån i svenska kronor som är högre. Det beror bland annat på att de korta räntorna var högre än under 2010. Även lägre överkurser vid emission bidrog till att räntebetalningarna ökade totalt sett jämfört med 2010. Det hänger främst samman med att Riksgälden introducerade ett nytt tioårigt referenslån under 2011. Kupongen på det nya lånet låg närmare de aktuella marknadsräntorna än motsvarande referenslån 2010.

Effekten av högre räntebetalningar på lån i svenska kronor och lägre överkurser vid emission motverkades delvis av att valutakursförlusterna minskade jämfört med 2010. Dessutom minskade statsskulden under 2011, vilket också bidrog till lägre räntebetalningar.

2.2 Genomsnittlig emissionsränta

Statsskuldens kostnad definieras som periodiserade räntebetalningar och mäts i termer av emissionsräntor. Emissionsränta kallas normalt för "yield to maturity", det vill säga den ränta som används för att beräkna priset på en obligation. Kuponger och över/underkurser periodiseras därmed jämnt över löptiden. Genomsnittlig emissionsränta är därför ett ändamålsenligt mått på statsskuldens kostnad, speciellt när vi följer principen att hålla instrument till förfall.

FIGUR 1. GENOMSNISSLIGA EMISSIONSRÄNTOR
Procent



Figur 1 visar snitträntan för de olika skuldslagen. Notera här att räntorna inte är direkt jämförbara. Snitträntan för realskulden utgår från reala emissionsräntor. För att jämföra med kostnaden för den nominella skulden måste realräntorna justeras för inflationen. Kostnaden för lån i utländsk valuta bestäms inte heller av enbart räntenivån. För att jämföra med kostnaden för skulden i svenska kronor måste vi här ta hänsyn till hur valutakursen mot kronan utvecklas under lånens löptid.

Nominell skuld i svenska kronor

Den nominella skulden i svenska kronor består i huvudsak av statsobligationer, statsskuldväxlar och ränteswappar. Med ränteswappar förkortar vi skuldens räntebindningstid i syfte att minska statsskuldens förväntade kostnad till priset av ökad ränteomsättningsrisk.

I slutet av 2011 var snitträntan för den utestående nominella kronskulden 2,7 procent. Det motsvarar en ökning med 0,2 procentenheter från föregående år. Ökningen beror på högre korta räntor. Under första halvåret steg snitträntan i kölvattnet av den högre styrräntan. Under den senare delen av 2011 föll räntorna åter, bland annat till följd av Riksbankens förändrade konjunktursyn och räntebana. Snitträntan för statsskuldväxlar nådde 1,9 procent som högst under 2011 och var 1,3 procent i slutet av året.

De långa räntorna var däremot i snitt något lägre än föregående år. Från september låg den tioåriga räntan stadigt under 2 procent och noterades som lägst kring 1,6 procent i slutet av året. Det var den lägsta nivån så långt tillbaka vi har statistik att tillgå. Under året sålde vi nominella statsobligationer för motsvarande 41 miljarder kronor till en snittränta på 2,42 procent.

Räntan på statsskuldväxlar och den rörliga räntan på ränteswappar sätts löpande om till aktuell marknadsränta. I obligationerna låser vi in emissionsräntan över en betydligt längre tidsperiod. En förändring i de korta räntorna får därför snabbare genomslag på den totala kostnaden för statsskulden än en förändring i långa räntor.

Real skuld i svenska kronor

Den genomsnittliga emissionsräntan för den utestående stocken realobligationer sjönk med 0,15 procentenheter till 2,3 procent. Under året sålde vi realobligationer för 6 miljarder kronor till en snittränta på 0,55 procent.

Kostnaden för obligationerna beror även på inflationstakten. Inflationssuppräkningen i realobligationerna följer

konsumentprisindex som på sikt kan väntas följa Riksbankens fastställda inflationsmål.

Skillnaden mellan nominella och reala emissionsräntor kallas break even-inflation. Break even-inflationen motsvarar den genomsnittliga årliga inflationstakt som ger samma kostnad för ett reall och nominell lån med samma löptid tills lånen förfaller. Skillnaden speglar marknadens inflationsförväntningar men påverkas också av att likviditeten i realobligationer är sämre än i nominella statsobligationer.

Inflationsuppräknningen för realobligationerna var 2,6 procent under 2011 mätt som utvecklingen av konsumentprisindex¹. Det motsvarar en kostnad på cirka 5 miljarder kronor. Den faktiska ökningen i upplupen inflationskompensationen i realskulden var dock endast 3,4 miljarder kronor under året. Det beror på att vi genomförde byten där vi köpte tillbaka gamla lån med hög upplupen inflationskompensation. Nettoeffekten av bytena blev därför att vi amorterade på realskulden.

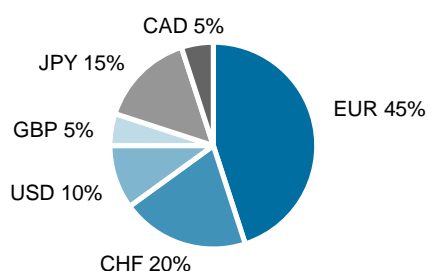
Valutaskulden

Löptiden i valutaskulden är i genomsnitt 1,5 månader varför snitträntan snabbt anpassas till aktuella marknadsräntor. I slutet av året var emissionsräntan cirka 1,5 procent, vilket är 0,5 procentenheter högre än föregående år.

Räntebetalningarna för valutaskulden blir högre om kronan försvagas. Då uppstår valutakursförluster på förfallande lån samtidigt som kupongbetalningarna blir högre i kronor räknat. Om kronan stärks blir den faktiska kostnaden i stället lägre än vad den genomsnittliga emissionsräntan visar.

Valutaskuldens sammansättning utgår från ett riktmärke som regeringen låter Riksgälden fastställa. Nuvarande riktmärke har gällt sedan 2009; se figur 2.

FIGUR 2. VALUTASKULDENS SAMMANSÄTTNING



Den svenska kronan försvagades mot vårt riktmärke för valutaskuldens sammansättning med drygt 1,2 procent under 2011. Japanska yen, vars andel är 15 procent av valutaskulden, förstärktes mot den svenska kronan med cirka

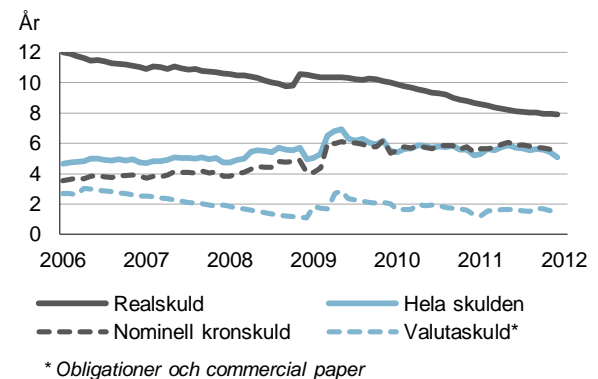
¹ Inflationen blev i genomsnitt 2,6 procent för perioden oktober 2010 till och med september 2011. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

8 procent. Schweizerfrancen steg med drygt 2 procent. Förstärkningen orsakades av den finansiella oron som skapade ett kapitalinflöde in i Japan och Schweiz. Inklusive orealiserade valutakursförändringar ökade valutaskulden med cirka 2 miljarder kronor.² Sedan 2009 har dock kronan stärkts med nära 11 procent mätt mot valutariktmärket.

2.3 Risker i statsskuldsvältningen

Risken i kostnaderna kan inte enkelt sammanfattas i ett enda mått. I stället beskriver olika mått olika typer av risker, som ränteomsättnings- och refinansieringsrisk. Med ränteomsättningsrisk menas risken att räntan på skulden stiger till följd av högre marknadsräntor. Lån med kort löptid liksom lån med rörlig ränta sätts löpande om till aktuell marknadsränta. Ju större andel korta och rörliga lån, desto högre är ränteomsättningsrisken i skulden. Refinansieringsrisk avser risken att det visar sig svårt att eller kostsamt att ersätta förfallande lån med nya.

FIGUR 3. STATSSKULDENS ÅTERSTÅENDE LÖPTID



Refinansieringsrisk

På senare år har det visat sig att länder med stora budgetunderskott och lånebehov kan löpa stora refinansieringsrisker. För svensk del är refinansieringsrisken mycket liten. Det beror delvis på att vi inte har samma statsfinansiella problem men också på att vi kan begränsa refinansieringsrisken i förvaltningen. Vi finansierar kommande förfall löpande under en lång tidsperiod till skillnad från många andra statliga skuldkontor som ersätter förfallande lån vid ett enda tillfälle. Det gör vi genom att fördela upplåningen jämnt över tiden i våra reguljära auktioner och i likviditetsförvaltningen.

Vi strävar också efter att uppnå en jämn förfalloprofil i skulden. På så sätt kan vi begränsa volymen förfallande lån enskilda år. Tack vare att vi regelbundet har förfallande lån kan vi på ett effektivt sätt hantera förändringar i skuldens storlek till följd av budgetöverskott. Om skulden minskar kan vi matcha budgetöverskott mot förfall. Utan förfallande lån skulle vi bli tvungna att köpa tillbaka utestående lån, vilket vore ett dyrt alternativ som vi helst undviker.

² Nettoskulden, dvs. inklusive fordringar i vidareutlåningen.

Ytterligare en viktig orsak till att refinansieringsrisken är liten är att skulden är uppdelad på olika skuldslag. Genom att ge ut realobligationer och valutalån som komplement till nominell upplåning i kronor kan vi nå en större investerarkrets. Det medför en minskad sårbarhet i upplåningen. Vårt huvudsakliga fokus är den inhemska obligations- och penningmarknaden, men med närvaro även på den internationella kapitalmarknaden kan vi undvika en ensidig koncentration till den svenska marknaden. Marknads- och löptidsdiversifieringen bidrar tillsammans till att minska risken i statsskulden.

Skuldens refinansieringsrisk brukar beskrivas med löptidsmått, se figur 3, eller med en förfalloprofil.

Ränteomsättningsrisk

Som mått på ränteomsättningsrisken använder vi variationer i emissionsräntan. Eftersom skulden hålls till förfall är variationer i emissionsräntan ett bättre mått än till exempel duration, som mäter hur skuldens marknadsvärde påverkas av ränteförändringar.

Volatiliteten i genomsnittlig emissionsränta låg från 2003 och fram till mitten av 2008 under 0,05 procentenheter. Under senare delen av 2008 och fram till slutet av 2010 steg variationerna till följd av finanskrisen. Volatiliteten, som beräknas som ett 12 månaders rullande värde på månadsförändringar i emissionsränta, noterades som högst en variation kring 0,15 procentenheter, vilket motsvarar 0,50 procentenheter i årlig variation.

FIGUR 4. STANDARDAVVIKELSE I GENOMSnittLIG EMISSIONSRÄNTA (MÅNADSFÖRÄNDRINGAR)



TABELL 1. GENOMSnittLIGA EMISSIONSRÄNTOR (GER)¹

	Nominella obligationer			Statsskuldväxlar ⁴			Realobligationer ⁵		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
Total skuld ² (mdkr)	505	557	547	115	92	72	200	212	216
Upplåning ³ (mdkr)	110	58	41	303	307	229	3	8	6
GER total skuld (%)	4,15	3,99	3,83	0,13	1,03	1,30	2,77	2,47	2,31
GER upplåning (%)	3,17	2,63	2,42	0,43	0,47	1,60	1,46	0,51	0,55

¹⁾ För att jämföra den genomsnittliga emissionsräntan för nominella respektive reala instrument måste den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer justeras för inflationen.

²⁾ Övertagna lån ingår ej.

³⁾ Emitterad volym i auktioner

⁴⁾ Inklusiva likviditetsväxlar.

⁵⁾ Total skuld för realobligationer inkluderar upplupen inflation.

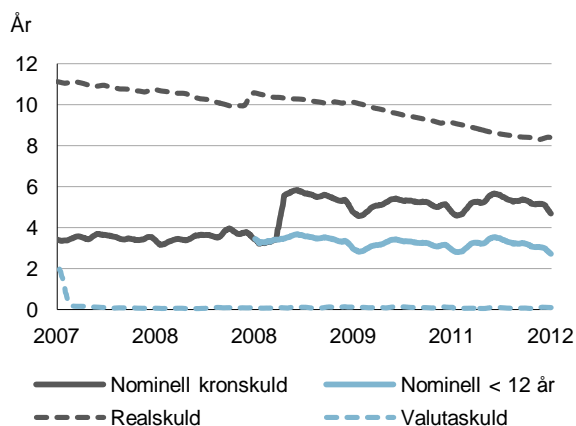
3 Löptids- och andelsstyrning

3.1 Löptiden i skuldslagen

I 2011 års riktlinjer för statsskuldens förvaltning fastställde regeringen riktvärdet för den nominella kronskuldens räntebindningstid till 3,1 år för löptider till och med tolv år. Riktvärdet innebär en marginell förkortning från 3,2 år 2010. Förkortningen motiverades av operativa skäl med hänsyn till förutsättningarna på swapmarknaden.

För den utestående stocken med löptider längre än tolv år beslutade regeringen att taket skulle vara 65 miljarder kronor. Nivån var densamma som i föregående års preliminära riktlinjer för 2011. Räntebindningstiden för hela den nominella kronskulden ligger omkring 5 år.

FIGUR 5. SKULDSLAGENS RÄNTEBINDNINGSTID, 30 DAGARS GLIDANDE MEDELVÄRDE



Uppdelningen i styrsystemet beror på att vi gav ut ett 30-årigt lån under 2009. Relationen mellan ränteomsättningsrisk och genomsnittlig löptid är inte entydig. Olika förfalloprofiler kan ha samma genomsnittliga löptid men olika ränteomsättningsrisk. Ett litet lån med mycket lång löptid har ett stort genomslag på den genomsnittliga löptiden utan att egentligen ha så stor effekt på risken.

Den genomsnittliga räntebindningstiden ska användas för styrning av vår förvaltning. Om små justeringar i utestående volym av en mycket lång obligation ger samma utväxling på räntebindningstiden som stora justeringar på den kortare löptiden blir styrinstrumentet mindre effektivt. Vår bedömning var därför att det inte var ändamålsenligt att inkludera obligationer med längre löptid än tolv år i styrmåttet.

Löptidsriktvärdet för realskulden ersattes med ett styrintervall på mellan 8 – 10 år. Förändringen syftade inte till att styra löptiden i en viss riktning utan motiverades av behovet av större flexibilitet.

Vi har små möjligheter att påverka löptiden i realskulden. Det beror bland annat på att vi har få utestående lån att emittera i. Emissionsvolymerna är dessutom små i förhållande till stockens storlek varför nyupplåning får liten effekt på den genomsnittliga löptiden. Vi har heller inte möjlighet att justera räntebindningstiden via derivat som i den nominella skulden.

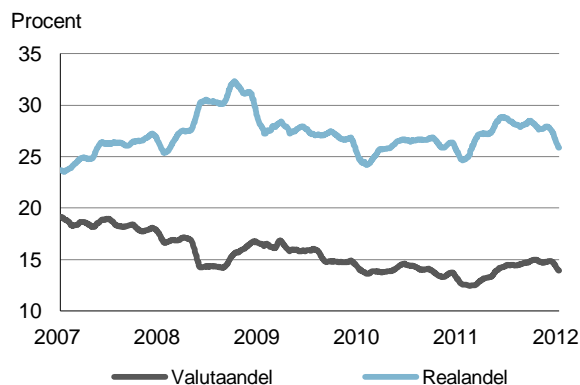
För valutaskulden beslutade regeringen att räntebindningstiden liksom tidigare skulle vara 0,125 år.

3.2 Andelsstyrning

För 2011 beslutade regeringen att statsskulden långsiktigt skulle bestå av 25 procent realskuld. Andelen valutaskuld skulle uppgå till 15 procent. Resten av skulden skulle bestå av nominell kronskuld. Beslutet togs i enlighet med vårt förslag och innebar ingen förändring jämfört med 2010.

Andelen valutaskuld uppgick till 14 procent i genomsnitt under 2011. Att andelen var mindre än riktvärdet beror främst på att vi hade stora tillgångar i utländsk valuta i början av året. Tillgångarna förklaras av att en fordran på Riksbanken förfallit där vi inte hade någon motsvarande skuld med matchande förfallotidpunkt.

FIGUR 6. SKULDANDELAR 2007–2011, 30 DAGARS GLIDANDE MEDELVÄRDE



Realskuldens andel var större än riktvärdet, i genomsnitt 27 procent under 2011. Andelen är svår att påverka bland annat eftersom det inte finns någon utvecklad derivatmarknad att tillgå. Den årliga förändringen i stocken är liten eftersom det är relativt långt mellan förfallande lån och nyupplåningen är mycket begränsad. Det gör att realskuldens andel främst styrs av hur statsskuldens storlek utvecklas. Återköp för att minska andelen skulle sannolikt vara kostsamma. Andelen minskar dessutom automatiskt när ett reallån förfaller. Riktvärdet på 25 procent är därför långsiktigt och vi kan tillåta avvikelser utan att behöva vidta åtgärder på kortare sikt.

Skuldkrisen allt djupare i Europa

I Europa präglades 2011 av skuldproblematiken. Statsskuldräntorna steg markant i flera länder. Främst var det Grekland, Irland och Portugal som hade problem. De var beroende av stödlån från EU och IMF. Gradvis påverkades även Spanien av växande misstro och tvingades låna till höga räntor.

ECB hade en tudelning av Europa att ta hänsyn till under våren. Även om det gradvis blev allt tyngre för ekonomierna i södra Europa var ekonomin i främst Tyskland, Frankrike och Nederländerna fortsatt stark. Samtidigt började inflationen stiga på grund av högre mat- och råvarupriser. Detta sammantaget gjorde att ECB höjde räntan vid två tillfällen till som högst 1,50 procent.

Under andra halvåret accelererade skuldkrisen och även Italien drogs in i de negativa spekulationerna. Toppmöten avlöste varandra för att hitta en lösning på den allt djupare krisen. I oktober introducerade ECB ett antal åtgärder i syfte att förbättra likviditeten för bankerna. Europas tillväxtmotor Tyskland visade samtidigt tecken på avmattnings och tysk BNP för andra kvartalet blev klart lägre än förväntat. Oron för tillväxtutsikterna ökade och ECB sänkte räntan vid de två sista mötena för året.

Långsam återhämtning trots politiskt dödläge i USA

I USA började året positivt med minskad oro för en så kallad double dip. Under slutet av våren och sommaren fick USA problem till följd av osäkerhet om den politiska viljan att ta sig an budgetunderskottet och riskerade att slå i skuldtaket. Resultatet blev att S&P sänkte USAs rating från AAA till AA+ med negativa utsikter för första gången någonsin.

Även i USA avtog tillväxten under hösten och för att stimulera ekonomin meddelade FED att styrräntan skulle förbli på låga 0,25 procent till mitten av 2013. Året avslutades med bättre ekonomisk data och risken för recession i USA minskade. I stället flyttades fokus till det låsta politiska läget efter att demokrater och republikaner misslyckats med att nå enighet kring budgeten.

Oro för inbromsning i Kina, naturkatastrof och den arabiska våren

Kina redovisade starka data under våren och under hösten var förhoppningen att asiatiska marknader skulle bidra till den globala tillväxten med fortsatt hög ekonomisk aktivitet. I slutet av året dämpades dock förväntningarna på kinesisk tillväxt på grund av interna obalanser, accelererande kreditexpansion och höga tillgångspriser. Jordbävningen, tsunamin och kärnkraftsolyckan som drabbade Japan under våren satte spår i ekonomin under resten av året och återhämtningen skulle ta tid.

Den arabiska våren orsakade stora förändringar i Mellanöstern. Oljepriset steg vilket ökade oron för en djupare recession i det oljeberoende väst.

Svensk ekonomi stod emot bra

Svensk ekonomi klarade sig bra trots den oro som fanns i Europa. Återhämtningen fortsatte och Riksbanken höjde räntan vid två tillfällen till 2 procent som högst. Kronan stärktes och noterades under 9 kronor mot euron. Med sunda statsfinanser har Sverige dels kunnat undvika de åtstramningsåtgärder som flera andra länder tvingats genomföra, dels blivit en säker placering för många utländska investerare som inte hittar andra bra alternativ. Stark efterfrågan drev ned räntan på statsobligationer till historiskt låga nivåer i slutet av året. Risken för att skuldkrisen skulle få effekter på Sverige gjorde att Riksbanken ändå avslutade året med att sänka reporäntan till 1,75 procent.

4 Upplåning

Statens upplåning sker till största del genom att Riksgälden emitterar nominella statsobligationer och statsskuldväxlar. En del av upplåningen täcks genom realobligationer, som ger investerarna ett inflationsstyggt. Riksgälden lånar även i utländsk valuta och av privatpersoner samt andra mindre placerare.

Under 2011 fortsatte den ekonomiska återhämtningen och statens budget visade överskott på 68 miljarder kronor. Det är en kraftig förbättring jämfört med 2010 då budgeten i princip var i balans. Tack vare budgetöverskottet minskade upplåningen. Samtidigt ersatte vi en större volym förfallande lån än föregående år. Förändringen i statens upplåning var därför mindre än budgetöverskottet.

Det långfristiga upplåningsbehovet kunde täckas till låga räntor, både i förhållande till historiska nivåer och jämfört med de flesta andra statliga låntagare. Starka statsfinanser har gjort svenska statspapper attraktiva för investerare, inte minst mot bakgrund av skuldoron i omvärlden. De låga långa räntorna speglar framför allt dystra globala tillväxtutsikter, men även det faktum att länder som Sverige, USA och Storbritannien till skillnad från länderna i euroområdet har en egen valuta och en egen centralbank.

I likhet med tidigare perioder med litet lånebehov prioriterade vi upplåning i nominella obligationer. Trots det minskade obligationsupplåningen. Den begränsade upplåningen gjorde att det fanns en oro för försämrade likviditet i marknaden för statsobligationer. För att bidra till förbättrad likviditet i marknaden erbjöd vi därför byten till den tioåriga obligationen som komplement till emissionerna.

Övrig upplåning låg kvar på låga nivåer. Upplåningen i såväl statsskuldväxlar som realobligationer minskade ytterligare något. Vi gav inte ut några lån i utländsk valuta utom för att refinansiera förfallande lån för Riksbankens räkning.

I november beslutade regeringen att andelen långa obligationer gradvis skulle öka. I riktlinjerna för 2012 ersattes taket på 65 miljarder kronor för löptider längre än 12 år med ett riktvärde på 60 miljarder kronor. Under december 2011 genomförde vi en sondering på marknaden för att få synpunkter på hur vi på bästa sätt kan öka volymen långa lån. Dialogen med investerare och återförsäljare visade på ett tydligt intresse för en ny statsobligation med 20-årig löptid. Vi drog också slutsatsen att det var önskvärt att snabbt nå en stor utestående volym för att få tillräckligt god likviditet i den nya löptiden. I slutet av året meddelade vi att vi avsåg att introducera en ny 20-åring via syndikering under 2012.

TABELL 2. STATENS UPPLÅNING

Miljarder kronor	2007	2008	2009	2010	2011
Nettolånebehov¹	-103	-135	176	1	-68
Förfall, byten och återköp mm	399	312	310	280	301
Obligationer i svenska kronor	91	67	122	3	56
Obligationer i utländsk valuta	17	28	59	36	70
Penningmarknad ²	287	245	128	244	184
Privatmarknad & säkerheter ³	5	-27	1	-2	-9
Summa	296	178	486	281	233
Upplåning penningmarknad	245	128	244	184	154
Statsskuldväxlar	171	139	115	85	72
Commercial paper mm	74	-11	129	99	82
Obligationssupplåning	51	50	243	97	79
Statsobligationer ⁴	41	47	110	58	41
Reala statsobligationer ⁵	5	3	3	8	6
Obligationer i utländsk valuta	5	0	130	31	31
Upplåning totalt	296	178	486	281	233

¹⁾ Ett negativt lånebehov innebär att statens budget visar överskott

²⁾ Initial stock med förfall inom 12 månader

³⁾ Förändring i privatmarknadslån och säkerheter, netto

⁴⁾ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

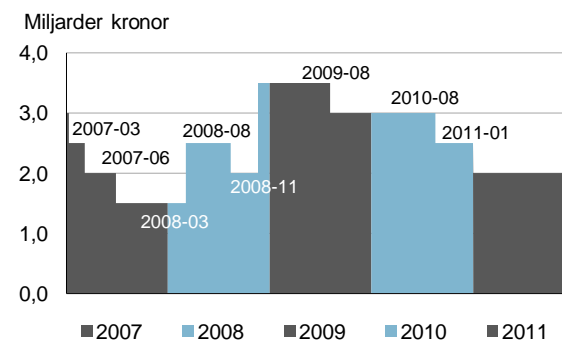
⁵⁾ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

4.1 Nominell upplåning i kronor

Nominella statsobligationer

Huvuddelen av upplåningen under 2011 gjordes i nominella statsobligationer. Trots det minskade emissionsvolymen till 41 miljarder kronor från 58 miljarder kronor 2010 på grund av överskottet i statens budget. Anpassningen till det lägre lånebehovet gjordes dels genom att vi sänkte emissionsvolymen till 2 miljarder kronor per auktion, dels genom att vi drog ned antalet auktioner till 16 från 21 föregående år.

FIGUR 7. UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA STATSOBLIGATIONER



Efterfrågan på obligationerna var god. Samtliga auktioner blev övertecknade och vi fick bud på i genomsnitt 2,43 kronor per utbjuden krona, vilket är något högre än föregående år.

Riksgälden har en policy att främst emittera i vissa standardlöptider, två-, fem- och tioåriga nominella obligationer. Den upprätthålls genom att vi regelbundet ger ut nya tioåriga obligationer som vartefter de förkortas övergår till att bli fem- och sedan tvååringar.

I februari introducerade vi en ny tioårig obligation, lån 1054 (2022). Vi emitterade även ett kortare lån i augusti för Riksbankens räkning, lån 1055 (2013). Lånet swappades till euro.

TABELL 3. EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN UNDER 2011¹

Lån	Förfalldatum	Kupong	Antal auktioner	Emitterad volym	GER ¹
1055	2013-08-30	1,50	1	9 500	1,52
1041	2014-05-05	6,75	1	2 000	2,39
1050	2016-07-12	3,00	2	4 000	2,08
1047	2020-12-01	5,00	2	4 000	3,29
1054	2022-06-01	3,50	11	20 999	2,74
1053	2039-03-30	3,50	1	1 000	2,17
Totalt				41 499	

¹⁾ Genomsnittlig emissionsränta

Vår ambition är att snabbt bygga upp den utestående volymen i nya lån för att främja likviditeten i marknaden. Emissionerna dominerades därför av den nya tioåringen som svarade för hälften av upplåningen i nominella obligationer.

När lånebehovet är litet kan det ta tid att nå önskvärd volym i nya lån. Förutom byten vid introduktionen av den nya tioåringen erbjöd vi därför kompletterande byten under året. Vi bytte framförallt allt från den gamla tioåringen lån 1047 (2020) men även från lån 1052 (2019).

TABELL 4. TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA STATSOBLIGATIONER

Procent	2007	2008	2009	2010	2011
Teckningskvot ¹	3,28	2,54	2,35	2,33	2,43
Snittränta ²	4,07	3,82	2,86	2,63	2,42

¹⁾ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym, syndikeringen 2009 ingår inte.

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

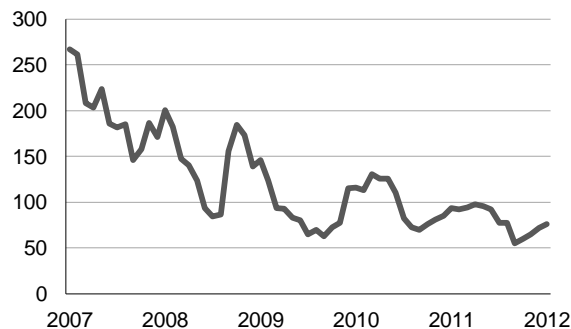
Av tabell 4 framgår att den genomsnittliga emissionsräntan 2011 var något lägre än föregående år. Variationen var dock stor under året. I början av året var emissionsräntorna högre än genomsnittet för 2010 men under andra halvåret föll räntorna med anledning av skuldskrisen i Europa och de försämrade konjunktutsikterna.

Kort upplåning

Statsskuldväxlar

Den genomsnittliga stocken av statsskuldväxlar var drygt 80 miljarder kronor under 2011, något mindre än under 2010.

FIGUR 8. UTVECKLING AV VÄXELSTOCKEN 2007-2011
Miljarder kronor



Efterfrågan på statsskuldväxlar var tidvis begränsad. Vid två av 2011 års 23 auktioner skar vi ner emissionsvolymen. Det innebar att drygt 2 miljarder kronor av de utbjudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde dock inget problem för vår finansiering eftersom växelupplåningen på kort sikt ersattes av upplåning inom likviditetsförvaltningen.

Vi har regelmässigt stora lånebehov i slutet av året. Vi valde därför att komplettera växelupplåningen genom att ta upp commercial paper. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen. Dessutom gav vi ut januari- och februariväxlar i begränsad volym i så kallad on tap-försäljning.

TABELL 5. TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

Procent	2007	2008	2009	2010	2011
Teckningskvot ¹	2,50	2,35	2,32	1,91	1,80
Snittränta ²	3,60	3,58	0,43	0,47	1,60

¹⁾ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

²⁾ Endast rena auktioner, dvs. bytesauktioner ingår ej.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 1,6 procent under 2011 vilket var högre än 2010. De högre emissionsräntorna speglar att Riksbanken höjde reporäntan från 1,25 procent i början av året till 2 procent.

TABELL 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE
STATSSKULDVÄXLAR, NETTO INKL.
SWAPPAR

Miljarder kronor	2007	2008	2009	2010	2011
Finansiering med statsskuldväxlar, netto ¹	-110	-32	-24	-30	-13
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	27	0	0	0	0
Förändring av statsskuldväxelstocken	-84	-32	-24	-30	-13
Ränteswappar, netto ²	14	22	-13	5	11
Förändring av statsskuldväxelstocken inkl. swappar SEK, netto	-70	-10	-37	-25	-1

¹⁾ Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret

²⁾ Netto av ingångna och förfallande swappar

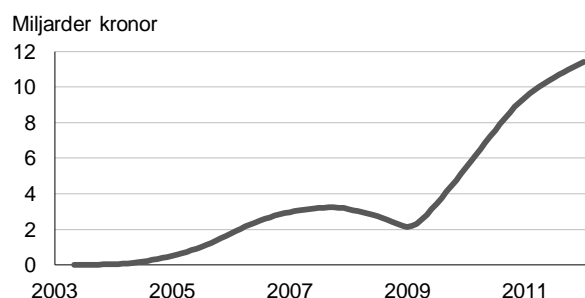
Ränteswappar

Under 2011 swappade vi 21 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort ränteeponering i kronor och 13 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta. Dessutom swappade vi ytterligare 9 miljarder kronor till ränteeponering i euro för Riksbankens räkning. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen under 2011.

När vi lånar via swappmarknaden emitterar vi först en nominell statsobligation. I nästa steg byter vi den fasta obligationsräntan mot en rörlig bankränta i kronor (Stibor) för att förkorta räntebindningstiden.

Tack vare ränteswappar kan vi hålla en kortare löptid i skulden än vi annars skulle göra. Våra förslag till riktlinjer för löptiden bygger på att vi kan göra omfattande swappar för att uppnå en relativt kort löptid och därmed sänka den förväntade räntekostnaden.

FIGUR 9. RÄNTESWAPPAR, ACKUMULERAT RESULTAT



Effekten på kostnaden beror på skillnaden mellan den fasta ränta som vi låser in när vi gör en swapp och den rörliga Stiborränta som vi sedan betalar fram till det att swappen förfaller. Swapparna har normalt en löptid på mellan fem och tio år. Det är först när de förfallit som vi har facit. De swappar som gjorts under 2011 har således ett antal år kvar innan resultatet kan beräknas ex post.

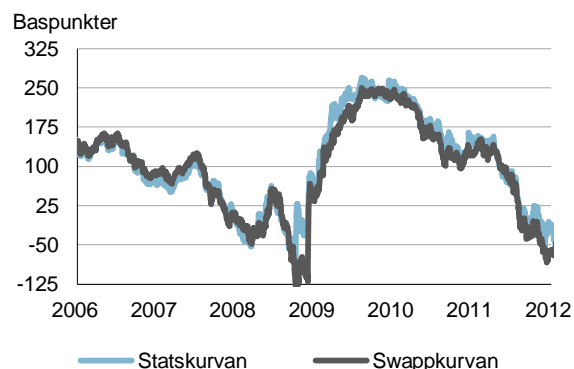
Figur 9 visar det kalkylmässiga resultatet sedan vi introducerade swappar i kronupplåningen 2003. Resultatet motsvarar skillnaden mellan den rörliga ränta vi betalat och den fasta ränta vi erhållit hittills i swapparna. Sedan starten 2003 har användningen av swappar minskat kostnaderna för statsskulden med drygt 11 miljarder kronor om vi tar upplåningen i statsobligationer för given.¹ De senaste fem åren har kostnadsbesparingen i genomsnitt varit 1,69 miljarder kronor per år; se tabell 7.

TABELL 7. BESPARING PER ÅR PÅ UTESTÅENDE
SWAPPAR

Miljarder kronor	2007	2008	2009	2010	2011	Genomsnitt
Besparing	0,17	-1,00	3,32	3,94	2,01	1,69

Kostnadsfördelen av att förkorta löptiden via swappar kan illustreras med lutningen på swappkurvan, det vill säga skillnaden mellan den fasta ränta som vi erhåller och den rörliga ränta vi betalar. Alternativet till kort ränteeponering via swappar är att ersätta upplåning i statsobligationer med statsskuldväxlar. Den besparing vi då uppnår beror på motsvarande lutning på statskurvan. Figur 10 visar skillnaden mellan den femåriga swappräntan och tremånaders Stibor tillsammans med skillnaden mellan den femåriga obligationsräntan och en tremånaders statsskuldväxelränta.

FIGUR 10. KURVLUTNING MELLAN 3 MÅNADER & 5 ÅR



Generellt kan man säga att om statskurvan över tiden är brantare än swappkurvan så är statsskuldväxelupplåning ett billigare alternativ än upplåning via obligationer och swappar. Före 2008 var kort upplåning via swappade obligationer generellt sett billigare än upplåning i statsskuldväxlar. De senaste åren skulle statsskuldväxlar istället ha genererat en större besparing än swappade obligationer.

I praktiken är det dock inte rimligt att ersätta swappade statsobligationer med statsskuldväxlar. Marknaden för statsskuldväxlar är inte tillräckligt djup och det skulle skapa för stor refinansieringsrisk. Ett viktigt skäl till att använda swappar är också att vi måste värna infrastruktur och likviditet i marknaden för statsobligationer.

¹ I denna summa ingår även resultatet av 21 miljarder kronor swappar som förfallit under tiden 2003 – 2010.

Resultat nominell kronupplåning

Riksgälden gör enbart en kvalitativ utvärdering av upplåningen i de nominella instrumenten.

Vår bedömning är att upplåningen fungerat väl. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare; se avsnitt 7.3. Den ränta vi fick i auktionerna låg i huvudsak mellan de räntor som motsvarar marknadens köp- och säljränta, vilket får betraktas som ett mycket gott resultat, både vad gäller upplåningskostnaderna och som en indikation på en väl fungerande marknad.

4.2 Realupplåning

Under 2011 gav Riksgälden ut 6 miljarder kronor i realobligationer. Den upplupna inflationskompensationen i realskuden ökade med drygt 3 miljarder. Samtidigt köpte vi tillbaka mer än vi emitterade i byten. Det gjorde att den utestående realskuden ökade med endast 5 miljarder kronor till 216 miljarder.

Mot bakgrund av att den kortaste realobligationen närmar sig förfall introducerade vi ett nytt reallån under 2011. Lån 3108, med samma förfalldatum som det nominella lånet 1054 (2022), gavs ut första gången den 15 september. Introduktionen får anses framgångsrik då vi emitterade totalt drygt 15 miljarder kronor i den första emissionen och de efterföljande bytesauktionerna. I bytena köpte vi tillbaka andra realobligationer varför nettoeffekten på stocken blev liten.

Realskudens andel av den totala skuden uppgick i genomsnitt till 27 procent under 2011. Enligt regeringens riktlinjer ska skudens andel långsiktigt styras mot 25 procent.

Upplåningen i realobligationer var 6 miljarder kronor under 2011. Det är minskning gentemot förra årets 8 miljarder kronor. Trots att andelen är större än målet för realskuden är det svårt att minska upplåningen ytterligare. En extra neddragning skulle endast ge ett marginellt utrymme för annan upplåning men riskera att försämra likviditeten i realobligationsmarknaden. Realskudens andel minskar dessutom något då lån 3106 förfaller i april 2012.

TABELL 8. FÖRÄNDRING AV REALSKUDEN UNDER 2011

Utestående realstock 2010-12-31, miljarder kronor	211,6
Auktioner	6,0
Förfallande lån & nettot av byten	-5,4
Riksgäldsspar Real	0,0
Övertagna realobligationslån	0,0
Inflationsuppräknig	3,4
Utestående realstock 2011-12-31, mdkr	211,6

Realräntorna förblev låga under 2011. Genomsnittet av emissionsräntorna var 0,55 procent under året. Det är något högre än 2010 då snittet var 0,51 procent. Vid ett tillfälle emitterade vi till negativ realränta. En negativ realränta

indikerar att inflationen förväntas överstiga den nominella räntan för motsvarande löptid.

TABELL 9. AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

Miljarder kronor	2007	2008	2009	2010	2011
Emissionsvolym ¹ , miljarder kr	-6,8	-1,4	-1,8	11,9	0,6
Såld volym ² , miljarder kr	5	2,6	3	7,7	6,0
Teckningskvot ³	5,16	3,18	4,96	5,34	5,24
Snittränta ⁴ , procent	1,87	1,79	1,46	0,51	0,55
BEI ⁵ , procent	2,21	2,11	1,67	1,73	1,89

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⁾ Inkomen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

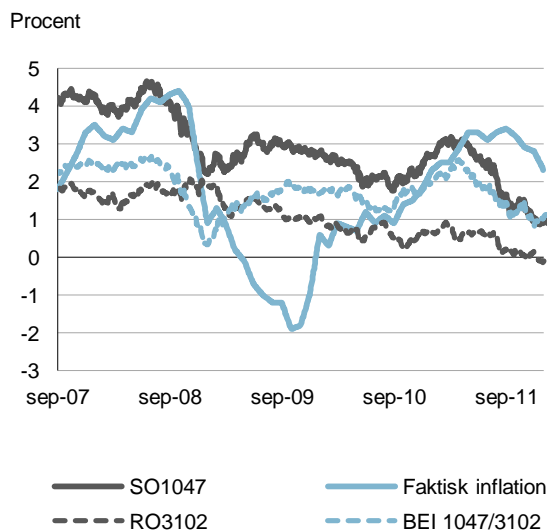
⁴⁾ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

⁵⁾ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

För att jämföra kostnaden för real och nominell upplåning med motsvarande löptid beräknas break even-inflationen (BEI). Den anger hur hög inflationen i genomsnitt måste vara under obligationens löptid för att kostnaden ska vara densamma för real och nominell upplåning. Om inflationen blir lägre än break even-nivån kommer realupplåning ha varit mer fördelaktig än upplåning i nominella obligationer med motsvarande löptid.

Diagrammet nedan visar utvecklingen av marknadsräntan för det nominella lånet 1047 (2020) och det reala lånet 3102 (2020). Break even-inflationen föll från cirka 2 till 1 procent under 2011. Minskningen speglar försämrade konjunktursikter och därmed lägre inflationsförväntningar. En bidragande orsak till att break even-inflationen föll under året kan också vara att utbudet av nominella obligationer minskade.

FIGUR 11. RÄNTOR, BREAK EVEN-INFLATION OCH FAKTISK INFLATION 2007-2011



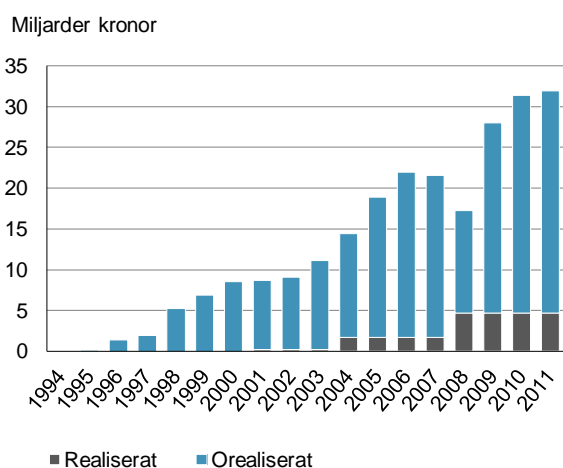
Den faktiska inflationstakten steg däremot något under året. Inflationssuppräkningen för realobligationerna var 2,6 procent under 2011 mätt som utvecklingen av KPI.¹ Break even-inflationen under 2011 blev 1,89 procent i våra auktioner. Om 2011 års realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv kan avgöras först när respektive obligation förfaller och vi vet vad den realiserade inflationen blev.

En stor del av det ackumulerade realiserade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Den genomsnittliga inflationen sedan starten 1994 har fram till slutet av 2011 varit cirka 1,4 procent vilket, är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå vi har emitterat till.

Resultat för realupplåningen

Även om inflationstakten steg under 2011 var den fortfarande något lägre än den genomsnittliga break even-nivån i skulden. Det kalkylmässiga resultatet, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, ökade med cirka 0,6 miljarder kronor under året.

FIGUR 12. REALOBLIGATIONER, KALKYLMÄSSIGT RESULTAT



I Prosperas undersökning (se avsnitt 7) får realmarknaden ett lågt betyg vad gäller likviditet och prisinformation. Det beror i huvudsak beror på att emissionsvolymen är liten och att många investerare har en buy-and-holdstrategi, vilket försämrar likviditeten på marknaden.

Sedan något år tillbaka har vi en långsiktig strategi att fördela realskulden över fler löptider. Förutsatt att enskilda utgåvor inte blir för små hoppas vi att på så sätt kunna förbättra likviditeten på marknaden. Fler utestående lån ger ökad flexibilitet för såväl Riksgälden som för investerare och återförsäljare.

¹ Inflationen blev i genomsnitt 2,6 procent för perioden oktober 2010 till och med september 2011. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

4.3 Valutaupplåning

När upplåningsbehovet minskar prioriterar vi upplåning i nominella statsobligationer. Därför drog vi ned obligationsupplåningen i utländsk valuta till noll. Upplåningen sker normalt genom att vi emitterar obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron-/swappupplåning). I korthet innebär en kron-/swappupplåning att räntan på statsobligationer i kronor byts mot en kort ränteexponering i utländsk valuta och att det lånade beloppet växlas till utländsk valuta. Se faktabeskrivning kron-/swappupplåning för en mer utförlig beskrivning. Riksgälden kan också emittera i utländsk valuta genom att sälja så kallade commercial paper med löptid på upp till ett år.

Årets obligationsupplåning i utländsk valuta har endast avsett refinansiering av lån för Riksbankens räkning. Sammantaget uppgick denna upplåning till 31 miljarder kronor under. Det gjordes genom emission av två dollarlån och ett eurolån. De två dollarlånen togs upp under det första halvåret: 2 miljarder dollar i en obligation med 2,5 års löptid och 1,5 miljard dollar i en treårig obligation. En nyhet i det andra lånet var att obligationerna även i primärmarknaden kunde säljas till investerare registrerade i USA. Denna förändring var ett sätt för Riksgälden att bredda investerarbasen.

Ett tvåårigt eurolån på 1 miljarder euro emitterades i augusti. Vi lånade ut ytterligare utländsk valuta till Riksbanken strax därefter genom att sälja en tvåårig statsobligation på 9,5 miljarder kronor och swappa till euro. Därutöver refinansierade vi löpande en utestående stock på cirka 19 miljarder kronor i commercial paper för Riksbankens räkning. Commercial paper emitterades också som en del av likviditetsförvaltningen; se avsnitt 4.4.

Under 2011 lånade vi även ut motsvarande 2,2 miljarder kronor till Island. Eftersom lånebeloppet var relativt litet togs inget separat valutalån upp för detta ändamål.

TABELL 10. OBLIGATIONSUPPLÅNING I UTLÄNDSK VALUTA

Miljarder kronor	2007	2008	2009	2010	2011
Obligationer i utländsk valuta, upplåning	5	0	130	31	31
Varav					
Vidareutlåning	0	0	81	26	31
Exklusive vidareutlåning	5	0	49	6	0
Förfall, obligationer	-17	-28	-59	-36	-70
Förändring av obligationer i utländsk valuta	-11	-28	71	-4	-39

Det första steget i en kron-/swapptransaktion är att vi lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter gör vi en swapp i vilken vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar vi kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med vår motpart. Slutresultatet blir att vi ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

När swappen förfaller växlar vi tillbaka det lånade beloppet till kronor med vår swappmotpart. Det ska enligt avtalet ske till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförslaget. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste vi först köpa den utländska valutan. Detta skapar en valutaexponering eftersom vi inte känner till den framtida växelkursen då vi gör swappen. Kron-/swappupplåningen ger således samma valutaexponering som om vi emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

Under 2011 motsvarade kron-/swappupplåningen 13 miljarder kronor exklusive vidareutlåningen till Riksbanken. När vi tar upp ett kron-/swapplån måste vi ta hänsyn till att vi då minskar utrymmet för att använda swappar i stället för statsskuldväxlar i kronupplåningen. Det kan med andra ord uppstå en alternativkostnad om upplåning via ränteswappar är billigare än statsskuldväxelupplåning. Kostnaden för obligationsupplåning respektive kron-/swappupplåning i tabell 11 är därför inte direkt jämförbara.

Resultat för valutaupplåningen

Litet utbud av obligationer i kombination med hög kreditvärdighet har lett till att våra lån har stärkt sitt höga värde i andrahandsmarknaden. Ett stabilt värde på andrahandsmarknaden är viktigt för att investerare ska anse dem attraktiva för framtida emissioner. I praktiken är dock handeln i våra lån liten eftersom de flesta investerare behåller obligationerna till förfall.

Både i dollar och euro blev upplåningen rekordbillig. Jämfört med stater och stora internationella låntagare lånade vi till vid upplåningstillfället lägsta kostnaden för syndikerade lån. Den låga kostnaden jämfört med 2010 beror dels på ett lägre ränteläge globalt, dels på investerares allt större behov av säkra papper samt vårt begränsade lånebehov. Den stora efterfrågan på svenska statens obligationer bör ses som ett gott betyg på vår konkurrenskraft på kapitalmarknaden.

TABELL 11. UPPLÅNINGSKOSTNAD FÖR OBLIGATIONER I UTLÄNDSK VALUTA OCH KRON/VALUTA-SWAPPAR

Räntepunkter relativt USD Libor	2007	2008	2009	2010	2011
Obligationer ¹	-33	-	3	0	-9
Räntepunkter relativt Euribor	2007	2008	2009	2010	2011
Obligationer ²	-	-	20	-	-55
Kron/valutaswappar ³	-54	-73	-46	-73	-97

¹⁾ Tre månaders rörlig bankränta

²⁾ Sex månaders rörlig bankränta

³⁾ Tre månaders rörlig bankränta

Dollarlånen emitterades till en kostnad på i genomsnitt 9 räntepunkter under tre månaders USD Libor och eurolånen till 55 räntepunkter under sex månaders Euribor. Efter provisioner motsvarar det cirka sex räntepunkter i dollar respektive 51 räntepunkter euro.

Via basswappar kan vi översätta dollarlånen till termer av Euribor för att kunna jämföra med kostnaden för lånen i euro. Med hänsyn till basswapparna är kostnaden för dollarlånen lägre än för eurolånen. Sedan 2002 har dollarlån varit den främsta och mest gynnsamma källan för Riksgäldens direkta upplåning i utländsk valuta. De fördelaktiga villkoren på dollarmarknaden medförde att vi tog upp huvuddelen i lån i dollar.

Under 2011 täcktes hela lånebehovet i utländsk valuta för statens egen del genom upplåning i kronor swappad till utländsk valuta. Kostnaden inklusive swappad upplåning till Riksbanken uppgick till 97 räntepunkter under Euribor.

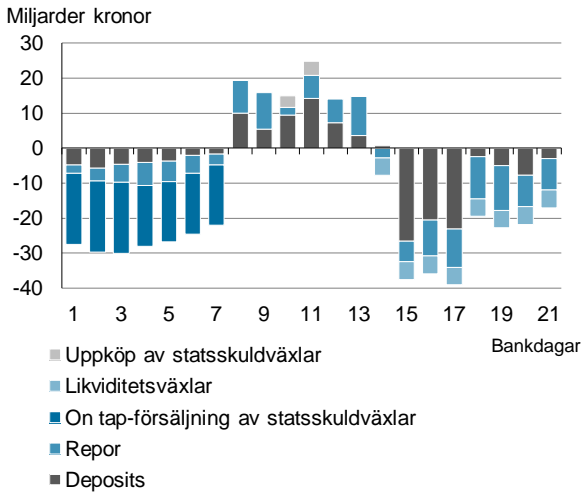
Förmånliga villkor framförallt under andra halvåret 2011 möjliggjorde en fortsatt attraktiv inlåsnings av swappspread. Swappupplåningen var således billigare men närvaro på obligationsmarknaden innebär en lägre upplåningskostnad på lång sikt. Som en beredskap inför en eventuell ökad upplåning, är det därför värdefullt att uppehålla ett visst intresse hos investerare som är intresserade att köpa våra obligationer även i utländsk valuta.

4.4 Likviditetsförvaltning

Riksgälden hanterar såväl statens lång- och medelfristiga upplåning som statens kortfristiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditetsförvaltningen sköts med de penningmarknadsinstrument som normalt används i kassaförvaltning av stora institutioner. Det finns ingen skarp gräns mellan den längre upplåningen och likviditetsförvaltningen. Upplåningen i statsskuldväxlar används dels för finansiering av den underliggande statsskuden, dels till att parera svängningar i kassaflödena mellan årets månader. Variationer i växelupplåningen blir således en del av likviditetsförvaltningen. Ändringar i prognosen för kassaflöden pareras i första hand genom revideringar av planen för växelupplåningen.

De instrument som därutöver används är banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), repor, löpande försäljning och uppköp av statsskuldsväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldsväxlar med skräddarsydda löptider), trepartsrepor (repor mot korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna) och commercial paper. Vi gör transaktioner i både kronor och utländsk valuta.

FIGUR 13. LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN EN TYPMÅNAD (POSITIVA TAL MOTSVARAR ÖVERSKOTT)

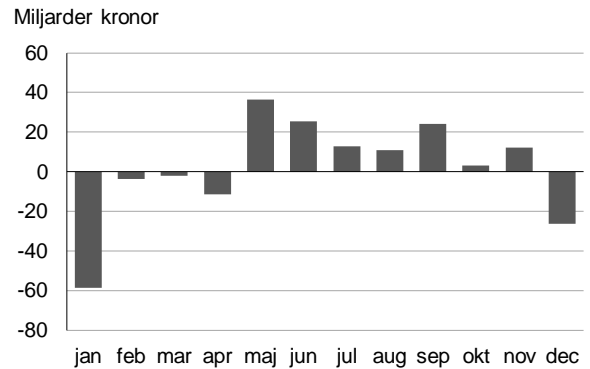


Likviditeten under en typmånad följer ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skattebetalningar. Det övergår normalt till underskott samma dag som likviditeten för månadens växelförfall betalas ut. Även om många avvikelser från mönstret förekommer kan detta grundmönster vara värt att notera. Det finns även ett säsongsmönster där stora skattebetalningar under februari gör att överskotten normalt är stora under vår och sommar för att sedan successivt minska under hösten så att december och januari är de månaderna med störst underskott.

Från 2008 och framåt har likviditetsförvaltningen blivit mer komplex, främst beroende på mer omfattande hantering av utländsk valuta. Den process som påbörjades resulterade i fler motparter och nya instrument i likviditetsförvaltningen. Utvecklingen att förbättra och effektivisera likviditetsförvaltningen har fortsatt under 2011. Framför allt är det hanteringen av stora överskott som vi har förbättrat. Vi har fått ett nytt system för motpartslimiter, som underlättar den dagliga hanteringen. Den ekonomiska krisen har tvingat oss att söka nya motparter då många gamla fallit bort på grund av att de nedgraderats.

I nedanstående diagram visas det dagliga saldot av skulder och placeringar inom likviditetsförvaltningen. Detta saldo kan ses som ett mått på den dagliga kassaställningen.

FIGUR 14. NETTOINNEHAV I SNITT PER DAG 2011¹



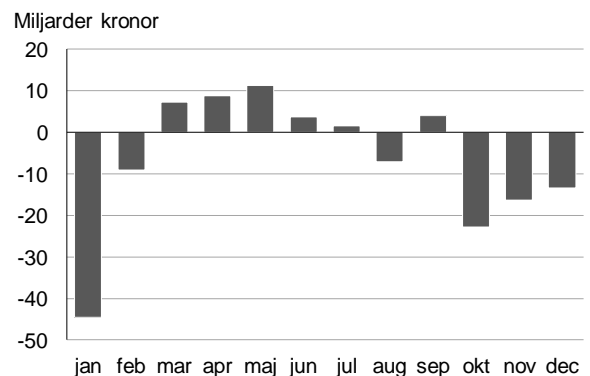
¹⁾ Positiva tal motsvarar överskott

En del av likviditetsförvaltningen avser något längre löptider än dagslån och -placeringar. Ett snävare mått på vår kassaställning visas i figur 15. Det är den dagliga ställningen på den så kallade depositmarknaden, dvs. banklån och banktillgodohavanden.

Under perioder har det varit fråga om förvaltning av likviditetsöverskott. Vi har även hanterat stora överskott i utländsk valuta. En förklaring till att vi förvaltade tillgångar i utländsk valuta under 2011 var att en fordran på Riksbanken förföll där vi inte hade motsvarande låneförfall.

I likviditetsförvaltningen är det underliggande låne- eller placeringsbehov i kronor som styr verksamheten. I de fall vi behöver låna svenska kronor växlas alla tillgångar i utländsk valuta över till svenska kronor med hjälp av en valutaswapp, det vill säga vi säljer valuta och erhåller kronor under en bestämd löptid för att vid förfall växla tillbaka kronor till valuta till en förutbestämd växelkurs.

FIGUR 15. NETTOPLACERING PÅ DEPOSITMARKNADEN I GENOMSNITT PER DAG 2011¹



¹⁾ Positiva tal motsvarar överskott

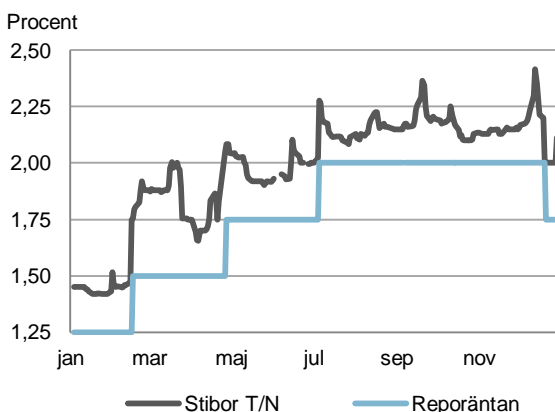
Oro på dagslånemarknaden

I oktober 2010 förföll det sista av Riksbankens långa fasträntelån, som syftade till att skapa överlikviditet på svenska dagslånemarknaden under krisen 2008 och 2009. Direkt efter var marknaden turbulent och det tog ett tag innan normala mönster återkom. Under våren 2011 fungerade marknaden relativt väl men med perioder av oro. Det var ändå möjligt för Riksgälden att låna och placera till Riksbankens reporänta utan större problem.

Följdverkningarna av krisen 2008 märks dock ännu på marknaden. Flera stora aktörer har som regel att, om möjligt, ha ett överskott på pengar på löptider längre än eller lika med en dag. Det innebär att många är villiga att betala extra för att låna pengar från morgondagen till dagen efter, ofta väsentligt mer än de kan låna till i dagslånemarknaden. Den skillnaden syns i figur 16, som visar Riksbankens reporänta och stiborfixingen för morgondagen till dagen efter.

Oron på marknaden ökade under sommaren i samband med nedgraderingen av USA. Under hösten har fortsatte oron att öka i takt med att krisen i euroområdet har förvärrades. Effekten på dagslånemarknaden blev att fler aktörer var villiga att betala extra för att ha överskott på likviditet. När även Riksgälden hade stora överskott, orsakade av inflöden av t. ex. skatter, tilltog oron i marknaden. Vi arbetade av den anledningen mer proaktivt för att ha ett (om än litet) upplåningsbehov i dagslånemarknaden. Vi använde oss främst av omvända repor i bostadspapper, där vi kunde placera pengar till en bättre avkastning än reporäntan. På så sätt bidrog vi till att marknaden fungerade bättre utan att göra avkall på vår uppgift att låna så billigt som möjligt med beaktande av risk.

FIGUR 16. STIBORFIXING TOMORROW/NEXT OCH RIKSBANKENS REPORÄNTA UNDER 2011



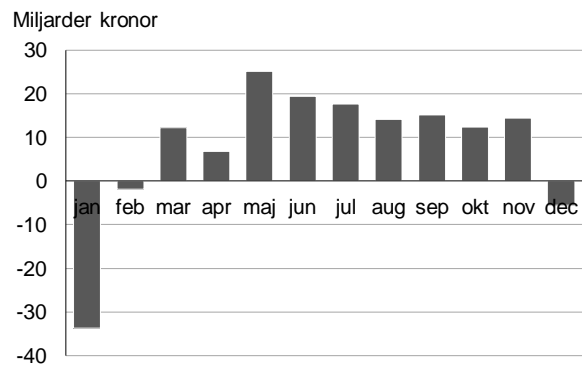
Flöden i utländsk valuta

Förfallande lån, räntebetalningar, EU flöden 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 vi såväl avista- som terminsmarknaden. Vid stora förfall i utländsk valuta köper vi valuta på termin innan den slutgiltiga betalningen. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt över årets månader.

Riksgälden försöker i den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttja tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna. Terminernas löptid bestäms dels av det underliggande behovet av kronor, dels av prissättningen på terminsmarknaden. Oron i Europa under senare delen av 2011 gjorde att prissättningen i terminsmarknaden varierade kraftigt.

Riksgälden höll sig under det gångna året inom den av styrelsen definierade kostnadsneutrala banan.

FIGUR 17. NETTOINNEHAV I UTLÄNDSK VALUTA I GENOMSNIITT PER DAG 2011¹



¹) Positiva tal motsvarar överskott

5 Positionstagning

Riksgälden tar aktiva positioner i utländsk valuta i syfte att sänka statens kostnader. Genom att ta positioner i derivat kan vi justera skuldens löptid och fördelning mellan valutor baserat på bedömningar av framtida ränte- och växelkursrörelser. Vi kan ta valutapositioner och räntepositioner, men i det senare fallet endast i utländsk valuta.

I den löpande egna förvaltningen tas normalt relativt små positioner. När vi bedömer att den möjliga avkastningen är stor i förhållande till risken så gör vi större justeringar av skulden. Beslut om sådana större och mer långsiktiga, så kallade strategiska positioner underställs styrelsen.

Under 2011 fick det totala risktagandet enligt riktlinjerna inte överstiga 450 miljoner kronor mätt som en daglig Value-at-Risk (VaR). Riksgäldens styrelse har allokerat 220 miljoner kronor i daglig VaR till en intern aktiv positionstagning i utländsk valuta. Den resterande delen finns tillgänglig för strategiska positioner.

För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar även Riksgälden ett antal externa förvaltare.

5.1 Begränsad vinst 2011

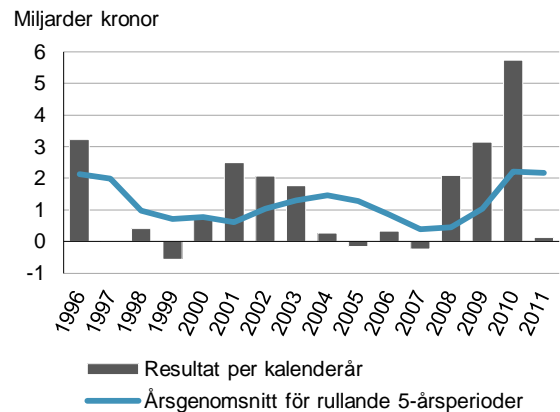
Positionstagning är en verksamhet där resultatet ofrånkomligen varierar mellan enskilda år. Den utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2007–2011 har vinsten i genomsnitt varit 2,2 miljarder kronor per år. Det i särklass största bidraget kommer från den strategiska positionen för starkare krona som byggdes upp under 2009. Den externa förvaltningen gav ett överskott på 101 miljoner kronor per år. Den interna löpande förvaltningen gav ett underskott på 42 miljoner kronor per år.

Under 2011 gav verksamheten en vinst på 133 miljoner kronor; se tabell 12.

TABELL 12. RESULTAT AV POSITIONSTAGNING

Miljoner kronor	2007	2008	2009	2010	2011	Genomsnitt
Intern	-203	1 892	3 048	5 464	134	2 067
<i>Strategisk</i>	0	1 587	2 623	6 051	285	2 109
<i>Löpande</i>	-203	305	426	-587	-151	-42
Extern	-35	187	90	263	-1	101
Totalt	-238	2 079	3 138	5 727	133	2 168

FIGUR 18. ÅRLIGT RESULTAT AV POSITIONSTAGANDE



Strategiska positioner

Under första halvåret 2011 fortsatte vi att gradvis avveckla vår strategiska position för en starkare krona gentemot euron. Positionen byggdes upp under 2009 baserat på bedömningen att kronan vid en kurs på 11 kronor mot euron var kraftigt undervärderad. Vi ökade därför skulden i euro och minskade skulden i kronor. I juni 2011 var positionen helt avvecklad och den totala realiserade vinsten blev 8,1 miljarder kronor. Huvuddelen av vinsten uppstod under 2010 då kronan stärktes markant. Av det totala resultatet härrör 285 miljoner kronor från 2011.

Löpande positionstagning

Året präglades av stor osäkerhet på de finansiella marknaderna. Den ogynnsamma miljön visade sig i det svaga resultatet för både den interna och externa positionstagningen. Den externa förvaltningen gav i princip ett nollresultat medan den egna löpande positionstagningen gav en förlust på 151 miljoner kronor medan; se tabell 12.

Förlusten kan hänföras till det första halvåret. Då pekade statistik enligt vår bedömning mot en fortsatt återhämtning i världsekonomin, en förhoppning som grusades under sensommaren. Under andra halvåret förbättrades resultatet successivt i takt med att vi positionerade oss för en mer negativ utveckling.

Fläckare kurvor och en starkare dollarkurs mot euron har gett vinster medan positioner för högre räntor, svagare yen och svagare schweizerfranc bidragit negativt till resultatet.

Räntepositioner i den löpande interna förvaltningen

Under första halvåret befann sig räntor i en uppåtgående trend i takt med att återhämtningen i världsekonomin tycktes vara på allt stabilare mark. Detta förbyttes dock snabbt under sommaren till kraftigt fallande räntor då återhämtningen avstannade samtidigt som oron för utvecklingen i södra Europa eskalerade. USA blev nedgraderat för första gången någonsin i samband med den politiska låsningen som uppstod gällande höjningen av budgettaket. Den europeiska krisen som länge såg ut att vara isolerad till ett fåtal perifera länder spred sig under hösten och hotade hela valutaunionen. De europeiska finansmarknaderna uppvisade tydliga tecken på stress. Den tyska tioåringen noterades kring 2,3 procent och den amerikanska kring 2,0 procent.

Riksgälden var under 2011 positionerad för flackare räntekurvor i både Europa och USA. Detta var en lyckosam strategi då kurvorna flackade kraftigt under året i takt med att de långa räntorna föll till rekordlåga nivåer.

Från tid till annan försökte vi dock att positionera sig oss högre räntor, vilket har varit en mindre lyckad strategi. Under årets sista kvartal tog vi även en position för lägre tyska räntor i förhållande till amerikanska. Den positionen har ännu inte har burit frukt.

Valutapositioner i den löpande interna förvaltningen

Även valutamarknaden har drivits av den kraftiga förändringen i synen på risk. Euron och den australiensiska dollarn är exempel på valutor som stärktes under första halvåret för att under andra halvåret handla betydligt svagare. Dollarn och framför allt den japanska yenen stärktes tvärt emot under årets sista månader. Schweizerfrancen var en av de mest volatila valutorna under året. I samband med att den europeiska skuldkrisen eskalerade stärktes schweizerfrancen mycket kraftigt. Den schweiziska centralbanken såg sig till slut nödgad att införa ett golv mot euron och samtidigt lova att försvara detta med obegränsade medel. Sett över året som helhet var dock valutarörelserna förhållandevis små om än under hög volatilitet.

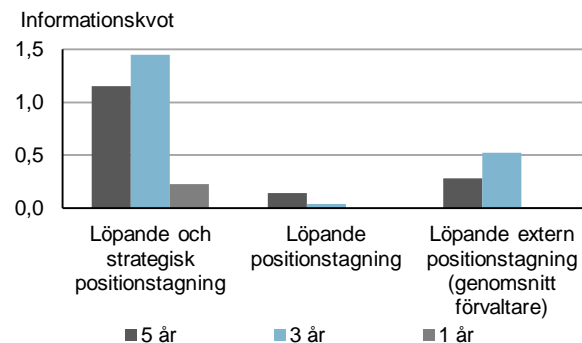
Riksgälden var under större delen av året positionerat för en starkare dollar. I svallvågorna efter tsunamin och kärnkraftsolyckan i Japan var positionen tagen framför allt mot den japanska yenen för att under det andra halvåret vara koncentrerad kring en kort position i euro.

Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i Riksgäldens egen aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar vi sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under 2011 anlätades fyra olika externa förvaltare: PIMCO, IPM, Mellon och Amundi.

Förvaltarnas riskmandat beräknas på nominella referensportföljer som totalt motsvarar 6 eller 8 miljarder kronor per förvaltare. Det totala resultatet för de externa förvaltarna var -1 miljon kronor under 2011.

FIGUR 19. RISKJUSTERAT RESULTAT



Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten¹ är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. En hög informationskvot innebär att förvaltningen uppnått ett starkt resultat i förhållande till den risk man tagit för att uppnå resultatet. Figur 19 visar det riskjusterade resultatet för våra strategiska positioner, den löpande positionstagningen samt den externa förvaltningen. Informationskvoten för den externa förvaltningen är mätt som ett genomsnitt av de vid varje period aktiva förvaltarens resultat för att bättre kunna ses som ett benchmark.² För informationskvoten för den totala förvaltningen visar vi den samlade positionstagningen och tar därmed hänsyn till alla positiva diversifieringseffekter.

Informationsöverföring

Förutom att fungera som en diversifiering av positionstagningen är syftet också att de externa förvaltarna ska bidra med kunskaps- och informationsöverföring. Framst sker detta genom att vi får daglig insyn i förvaltarens enskilda och samlade positioner. Förvaltarens positioner speglade det svårbedömda utvecklingen då det i stort sett under hela året inte har funnits någon tydlig trend att följa och då har det heller inte funnits någon konsensusbild kring utvecklingen.

Utöver den löpande utvärderingen av positioneringen träffade vi också under året samtliga förvaltare. Extra fokus lades på att följa utvecklingen och att i så stor utsträckning som möjligt förstå processen hos Amundi som under en längre period har uppvisat ett svagt 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.

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

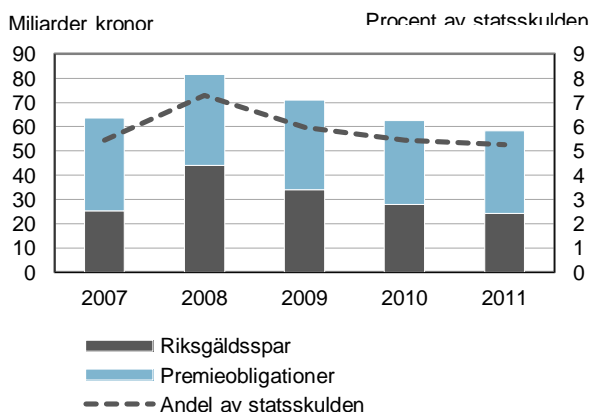
² Vi har först räknat ut informationskvoten för varje förvaltare aktiv under perioden och sedan vägt detta efter hur stor del av perioden de har varit aktiva. På detta sätt tar vi inte hänsyn till några positiva korrelationseffekter dem emellan utan resultatet visar bättre på de externa förvaltare som benchmarkgrupp.

6 Privatmarknadsupplåning

Riksgälden lånar också från privatpersoner och mindre investerare för att finansiera statsskulden. Vi erbjuder våra kunder premieobligationer och Riksgäldsspar. Vid årets slut var 58,3 miljarder kronor, eller 5,3 procent av statsskulden, finansierad på privatmarknaden; se diagram 20. Målet för privatmarknadsupplåningen är att den ska vara billigare än den upplåning vi gör på marknaden för statsskuldväxlar och statsobligationer.

Under 2011 minskade upplåningen på privatmarknaden kostnaderna för statsskulden med 141 miljoner kronor; se tabell 13. För femårsperioden 2007–2011 blev den samlade kostnadsbesparingen jämfört med statspappersmarknaden 846 miljoner kronor.

FIGUR 20. PRIVATMARKNADSUPPLÅNING, TOTALT OCH SOM ANDEL AV STATSSKULDEN 2007-2011



Minskad marknadsandel

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod i slutet av 2011 för sammanlagt 4,2 procent av den svenska räntesparmarknaden, en minskning med 0,5 procentenheter jämfört med året innan. Nedgången beror både på att inlåningen hos oss har minskat samtidigt som den totala räntesparmarknaden har vuxit. Räntesparmarknaden innefattar bankinlåning, räntefonder och privatobligationer.

Nya premieobligationer trots osäkerhet

Resultatet för premieobligationer blev 130 miljoner kronor under 2011, vilket är 41 miljoner kronor lägre än under 2010. Försämringen beror på lägre intäkter på utestående premieobligationer. Till detta kom att antalet äldre obligationer i pappersform som kunder inte har löst in minskade. Tio år efter förfall preskriberas obligationerna och pengarna tillfaller staten.

I april och november gav vi ut nya premieobligationer, samtidigt som två obligationer förföll. På grund av det låga ränteläget var det osäkert om vi skulle kunna sälja någon premieobligation under hösten. När villkoren fastställdes var räntan i motsvarande löptid på statspappersmarknaden 1,36 procent, vilket räckte till en utlottningsprocent på 0,60 procent och en garantiränta på 0,30 procent. Trots låg ränta och mindre marknadsföring än normalt sålde vi premieobligationer för 2,9 miljarder kronor i november, vilket motsvarar 76 procent av volymen i den premieobligation som samtidigt förföll.

Den totala volymen av premieobligationer minskade under året med 0,6 miljarder kronor till 33,9 miljarder kronor.

Något mindre överskott för Riksgäldsspar

Resultatet för Riksgäldsspar försämrades under året med 1 miljon kronor till 11 miljoner kronor. Intäkterna blev lägre på grund av att den utestående volymen minskade. Minskningen dämpades dock av att intäkterna var lägre än normalt även föregående år. På grund av den låga reporäntan kunde vi då inte ta ut vår normala marginal på rörligt sparande, vilket vi gjorde under hela 2011. Lägre marknadsföringskostnader bidrog också till att dämpa resultatförsämringen 2011.

Under året steg reporäntan och därmed räntan på rörligt sparande, samtidigt som räntan på fast sparande nådde rekordlåga nivåer. Utflödet från framför allt rörliga konton, som står för 80 procent av de insatta medlen, var stort under de första åtta månaderna. Men i september vändes nettoutflödena till nettoinflöden och fortsatte så året ut. Det ökade intresset berodde till stor del på den tilltagande oron på finansmarknaderna.

Sammanlagt minskade volymen i Riksgäldsspar med 3,7 miljarder kronor till 24,4 miljarder kronor. Antalet kunder minskade med 10 procent till 118 000.

TABELL 13. BESPARING PRIVATMARKNADSUPPLÅNING

Miljoner kr	2008	2009	2010	2010	2011
Premieobligationer	106	170	171	171	130
Riksgäldsspar	38	36	12	12	11
Summa besparing	144	206	183	183	141

7 Marknads- och skuldvard

7.1 Vår strategi

Målet i statsskuldsvårningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. För att uppnå detta vill vi bidra till att skapa en attraktiv marknad för statsobligationer, statsskuldväxlar och realobligationer med en bred och stabil investerarbaserad.

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvard främst om att sätta upp principer för den operativa verksamheten. Principerna avser bland annat Riksgäldens upplåningsstrategi som är att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och att upprätthålla effektiva försäljningskanaler.

I enlighet med principen om öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation publicerar vi rapporten Statsupplåning – prognos och analys, normalt tre gånger per år. I den beskriver vi samspillet mellan våra prognoser över lånebehovet, de riktlinjer som regeringen har fastställt och upplåningens fördelning på olika instrument. Syftet är att underlätta för marknadens aktörer att följa och bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken och Riksgäldens agerande.

Även investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Riksgälden följer en långsiktig plan och arbetar kontinuerligt med svenska och internationella motparter. Under året besökte vi investerare i Central- och Östeuropa, Nordamerika och Asien.

En mer detaljerad beskrivning av ovanstående principer finns i vår Finans- och riskpolicy.

7.2 Marknadsåtagande

Riksgälden har ett antal marknadsvardande åtaganden gentemot våra återförsäljare för att underhålla likviditeten i statspapper. Syftet är att minska osäkerheten vid bristsituationer, eliminera risker vid transaktionsproblem samt att kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Dessa åtaganden gäller vid förfrågan oavsett hur vårt eget kassamässiga finansieringsbehov ser ut.

Dessa marknadsåtaganden innebär:

- Tillgång till en obegränsad repofacilitet vad gäller nominella och reala statsobligationer. Begränsad repofacilitet vad gäller statsskuldväxlar.
- Byten mellan realobligationer till ränta baserad på rådande marknadsförhållanden.

- Likviditetsneutrala veckovisa reposwappar i samtliga instrument till fast prissättning till en begränsad volym.
- Erbjudande om byten för att öka volymen i benchmarkobligationer med två, fem, och tio år till förfall.

Löpande byten i realobligationer uppgick till 8,8 miljarder kronor 2011 vilket kan jämföras med 2,3 miljarder kronor 2010. I april 2012 förfaller realobligation 3106. När en realobligation närmar sig förfall får små förändringar i KPI stort genomslag på räntan. Det gjorde att många aktörer under slutet av 2011 valde att i byta in 3106 mot en längre obligation. Det kan vara en förklaring till den ökade volymen.

De marknadsvardande reporna är det överlägset mest nyttjade marknadsåtagandet. En marknadsvardande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av oss med avtal om att sälja tillbaka det en dag senare. Under 2011 gjorde vi marknadsvardande repor i statsobligationer för i genomsnitt 21 miljarder kronor per bankdag. Motsvarande siffra 2010 var 24 miljarder.

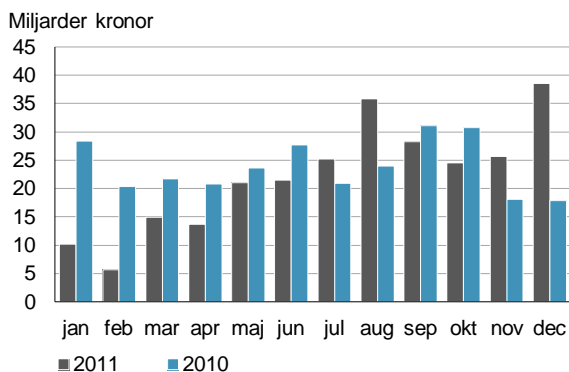
De marknadsvardande reporna erbjuds mot en fastställd ränta i förhållande till Riksbankens reporänta. Eftersom vi vill att repomarknaden i största möjliga utsträckning ska hanteras av marknadsaktörerna själva är denna ränta lägre än Riksbankens reporänta. Marknadsvardande repor görs på en nivå 40 baspunkter under reporäntan.

Under perioder med stora portföljflyttningar uppstår lätt bristsituationer, vilket gör det svårt för aktörer att hitta det efterfrågade instrumentet på marknaden. Sådana bristsituationer förvärras om investerare inte repar ut sitt innehav. Under 2011 ökade efterfrågan på svenska statspapper bland utländska investerare. Många av dessa investerare är centralbanker eller andra stora aktörer som köper direkt i våra auktioner men som sällan är aktiva i repomarknaden. Det innebär att våra auktioner inte nödvändigtvis ökar utbudet i repomarknaden med samma volym som vi emitterat. Behovet av att vända sig till Riksgälden för att få tag på ett visst statspapper kan därför komma att öka. Riksgäldens marknadsvardande repor upprätthåller således en fungerande repomarknad och erbjuder en sista utväg för investerare som efterfrågar instrumenten. Detta begränsar risken för investerare att handla med statspapper, vilket är signifikant för en likvid marknad.

Efterfrågan på statspapper varierar mycket under året, framför allt till följd av läget på de finansiella marknaderna men även på grund av rena säsongvariationer. Efterfrågan

på statspapper är och andra typer av säkra placeringar ökar normalt vid årsskiftet.

FIGUR 21. MARKNADSVÅRDANDE REPOR I STATSOBLIGATIONER, GENOMSNITTLIG VOLYM



Bortsett från ett fåtal tillfällen var den dagliga repovolymen i linje med ett långsiktigt genomsnitt vilket indikerar att den svenska obligationsmarknaden är likvid trots den statsfinansiella oron i Europa. Därmed såg vi inte den uppgång i repovolym som den finansiella oron gav upphov till 2008. I dagsläget bedömer vi det inte som nödvändigt att genomföra några större förändringar av vårt marknadsåtagande.

Vår sammantagna bedömning är att repoåtagandet har fortsatt positiva effekter på marknadens stabilitet. För vår del är det viktigt att marknaden fungerar väl även i orostider. Det sänker våra lånekostnader och bidrar till att vi kan upprätthålla en god, långsiktig relation med vår investerarbas.

Slutligen bör det understrykas att repomarknaden i Sverige är en mycket viktig orsak till att räntemarknaden fungerar så väl i ett internationellt perspektiv. Den väl fungerande repomarknaden är ett resultat av många faktorer, inte minst har våra återförsäljare sedan många år bidragit till infrastrukturen. Riksgäldens marknadsåtagande är också en viktig förklaring.

Minskat upplåningsbehov har skapat oro på marknaden för att utbudet av nominella obligationer ska minska till en nivå så att likviditeten påverkas. En god likviditet är en förutsättning för att Riksgälden ska kunna låna kostnadseffektivt på marknaden. Via byten kan vi öka utestående volym i två, fem och tioårs benchmark obligationer utan att påverka lånebehovet. Under 2011 erbjöd vi marknaden att i ett par auktioner göra byten till den tioåriga benchmarkobligationen. Bytena togs emot positivt av marknaden och Riksgälden kommer fortsätta erbjuda dessa byten under 2012.

7.3 Investeringarnas uppfattning om Riksgälden

TNS Sifo Prospera frågade för åttonde året i rad på Riksgäldens uppdrag svenska och utländska investerare samt återförsäljare hur de uppfattar Riksgäldens upplåningsverksamhet. Undersökningen gjordes under perioden 24 november till 14 december 2011. Sju återförsäljare och 51 svenska och utländska investerare deltog. Svarsfrekvensen uppgick till 96 procent, en något högre siffra jämfört med 2010.

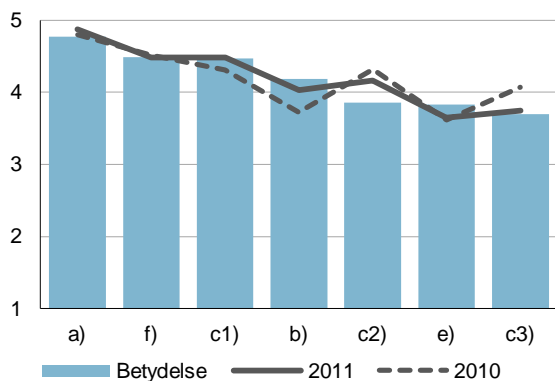
Förtroendet ökade generellt för 2011 från en redan hög nivå 2010. Ökningen är framför allt bland svenska investerare men också hos återförsäljare. Hos utländska investerare är värderingen i princip oförändrad.

Riksgäldens tydligaste styrkor är information om statens lånebehov, emissionsvolym och villkor för nominella statsobligationer. Svenska aktörer ger Riksgälden gott betyg för kontakterna, lyhörtheten och information avseende statsskuldväxlar. Riksgälden får mycket högt betyg för marknadsvård via statspappersrepor.

Svagheter ligger i kontakten med främst svenska men även internationella investerare och information om realobligationer. Nedan följer en sammanfattning av undersökningens resultat.

- Tydlig information om statens lånebehov och finansiering bedöms fortsatt ha störst betydelse. Riksgälden fick högt betyg för prognostisering av statens lånebehov och finansiering. Därefter följer ett tydligt och konsekvent agerande och information om nominella obligationer.
- Riksgälden värderas högre för sin transparens jämfört med utländska skuldkontor. Det anser majoriteten av återförsäljarna och de utländska investerarna.
- Återförsäljarna ger ett högt betyg för Riksgäldens marknadsvård i repor med statspapper, en förbättring jämfört med föregående år.
- Svenska investerare tycker inte att Riksgälden är tillräckligt lyhörd och efterfrågar mer kontakt. Utländska investerare värderar kontakterna högt och efterfrågar mer information om realobligationer.
- Investerarna är fortsatt nöjda med likviditeten i nominella obligationer. Likviditeten i andrahandsmarknaden för statsskuldväxlar och realobligationer har försämrats jämfört med för ett år sedan.
- Fler svenska investerare är aktiva i primärmarknaden jämfört med för ett år sedan.
- Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste och vanligaste informationskanalen för statens lånebehov, finansiering, auktionsvillkor och resultat. Prestandan och sökvägarna kan dock förbättras.

FIGUR 22 VÄRDERING AV RIKSGÄLDEN
SVENSKA INVESTERARE 2011



Förklaring: Betygsskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt respektive mycket betydelsefull och värden under 3 som underkänt respektive oviktigt.

Områden som täcks av undersökningen

Kommunikation

- a Tydlig information om lånebehov/finansiering
- b Bra kontakter med investerare och återförsäljare

Upplåning

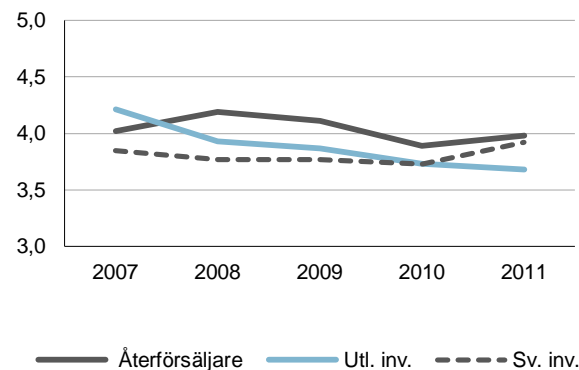
Bra information om volymer och villkor

- d1 Nominella obligationer
- d2 Realobligationer
- d3 Statsskuldväxlar

Generellt

- e Lyhördhet för marknadens önskemål
- f Tydligt och konsekvent agerande

FIGUR 23 VIKTAT PROFILVÄRDE FÖR RIKSGÄLDEN



Förklaring: Det viktade profilvärdet har beräknats med utgångspunkt från årets värdering där betyget i vart och ett av fallen vägs med respektive faktors betydelse. Betygsskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkta, under 3 som underkända.

8 Måluppfyllelse & resultat

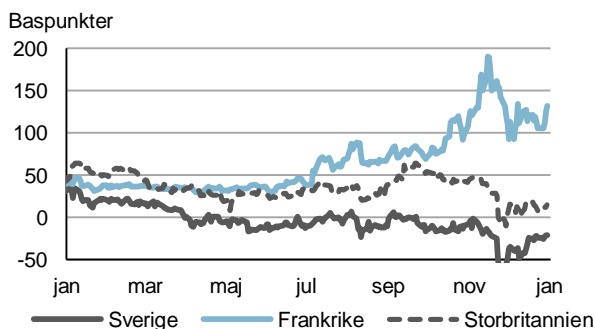
Det övergripande målet för förvaltningen av statsskulden är att minimera de långsiktiga kostnaderna för skulden utan att ta för stora risker. Vi har utarbetat strategier för förvaltningen som vi bedömer på bästa sätt skapar förutsättningar för att nå målet. Det handlar inte bara om strategier i termer av riktlinjer för statsskuldens sammansättning och löptid. Det handlar också om principer för hur vi ska arbeta operativt för att säkerställa att vi långsiktigt kan låna till attraktiva villkor. Bland annat arbetar vi aktivt med marknadsvård och strävar efter att vara öppna, tydliga och förutsägbara i vårt agerande.

Att exakt utvärdera huruvida strategierna leder till att vi når det övergripande målet är inte möjligt. Det finns ingen entydig måttstock för att utvärdera riktlinjebesluten. Riksgäldens förslag till riktlinjer utgår från vår bedömning av hur skulden bör hanteras för att nå målet. Sedan systemet med årliga riktlinjer infördes 1998 har regeringen i allt väsentligt följt våra förslag. Riksdagen har hittills funnit att regeringens riktlinjer varit förenliga med målet. Eftersom det är riksdagen som satt upp och tolkar målet, talar detta för att Riksgäldens arbete med riktlinjeförslagen givit ett viktigt bidrag till att uppnå det övergripande målet för statsskuldsvältningen.

Det är inte heller möjligt att kvantifiera effekten av vår policy för marknadsvård m.m. Däremot kan vi med hjälp av vår årliga enkätundersökning konstatera att Riksgälden åtnjuter starkt förtroende bland såväl svenska som utländska investerare och står oss väl i jämförelse med andra statliga låntagare. Därmed visar mätningen en hög grad av måluppfyllelse för vår strategi.

Vi kan också se att räntorna på svenska statspapper är låga i förhållande till andra statsräntor. De relativt sett låga räntorna beror givetvis främst på förväntningar om penningpolitiska styråtgärder och statsfinanserna, men utan en väl fungerande statspappersmarknad och stort förtroende för vår upplåningsverksamhet hade inte efterfrågan på våra lån varit lika stark. Förra året noterades den svenska tioårsräntan som lägst mer än 50 baspunkter under den tyska; se figur 11.

FIGUR 24 RÄNTESKILLNAD MOT TYSK TIOÅRIG STATSRÄNTA UNDER 2011



8.1 Strategier för skuldens förvaltning

Sammantaget bedömer Riksgälden att vi uppnådde målen genom att följa de principer som vi och regeringen har satt upp för statsskuldsvältningen. Vi nämner här några exempel:

Operativ förvaltning med hänsyn till målen

Vi förvaltade statsskulden i enlighet med gällande riktlinjer för andelar och löptider. Även inom ramen för riktlinjerna planerade vi upplåningen med hänsyn till målet om långsiktig kostnadsminimering. Ett exempel på det är att vi prioriterade emissioner i nominella statsobligationer framför annan upplåning då upplåningsbehovet var litet. Statsobligationsmarknaden är vår viktigaste lånemarknad och för att säkerställa god framtida låneberedskap det viktigt att upprätthålla infrastruktur och likviditet iden marknaden. Löptidsmålet för den nominella kronskulden uppnåddes sedan genom att vi kombinerade obligationsupplåningen med ränteswappar.

För att minimera finansierings- och refinansieringsrisker i förvaltningen hanterar vi kommande låneförfall löpande under en lång tidsperiod. Vi fördelade därför upplåningen jämnt över året i våra reguljära auktioner och i likviditetsförvaltningen.

Öppen och tydlig kommunikation

Skuldproblematiken i Europa har satt fokus på behovet av transparens i redovisningen av statsskuld och upplåning för att skapa förtroende hos investerare. Vi strävar efter att vara så öppna och tydliga som möjligt i vår kommunikation med marknaden. I 2011 års enkätundersökning fick Riksgälden betyget utmärkt för tydlighet, kommunikation och konsekvent agerande. Riksgälden värderades också högre än andra statliga skuldkontor vad gäller transparens.

Marknadsvård

Vi arbetade aktivt med marknadsvårdande åtgärder under 2011. Bland annat erbjöd vi kompletterande byten i statsobligationer för att minska risken att likviditeten försämrats på grund av att emissionsvolymen är liten. Periodvis erbjöd vi även relativt stora volymer i marknadsvårdande repor, bland annat då efterfrågan på statsobligationer ökade markant inför årsskiftet. I Prosperaenkäten gav återförsäljarna Riksgäldens marknadsvård i repor med statspapper ett högre betyg än föregående år.

Positionstagning

Genom att ta derivatpositioner i utländsk valuta kan vi justera skuldens exponering i syfte att sänka kostnaden för skulden. Den senaste femårsperioden har vi sparat i genomsnitt 2,2 miljarder kronor per år, till största delen tack vare positionen för en starkare krona som byggdes upp under 2009.



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