

# Underlag till utvärdering av statsskuldshöjningen *2012*



# Innehåll

<b>1</b>	<b>Mål för statsskuldsförvaltningen</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Statsskuldens kostnad och risk</b>	<b>2</b>
2.1	Räntebetalningar på statsskulden	2
2.2	Genomsnittlig emissionsränta	2
2.3	Risker i statsskuldsförvaltningen	3
<b>3</b>	<b>Löptids- och andelsstyrning</b>	<b>5</b>
3.1	Löptiden i skuldslagen	5
3.2	Andelsstyrning	5
<b>4</b>	<b>Upplåning</b>	<b>7</b>
4.1	Nominell upplåning i kronor	8
4.2	Realupplåning	10
4.3	Valutaupplåning	11
4.4	Likviditetsförvaltning	12
<b>5</b>	<b>Positionstagning</b>	<b>14</b>
5.1	Begränsad förlust 2012	14
<b>6</b>	<b>Privatmarknadsupplåning</b>	<b>16</b>
<b>7</b>	<b>Marknads- och skuldvard</b>	<b>17</b>
7.1	Riksgäldens strategi	17
7.2	Marknadsåtagande	17
7.3	Investerarnas uppfattning om Riksgälden	18
<b>8</b>	<b>Måluppfyllelse &amp; resultat</b>	<b>20</b>

# 1 Mål för statsskuldsvärdningen

Riksgälden ansvarar för att förvalta den utestående statsskulden och ta upp nya lån till staten. Upplåningen görs huvudsakligen genom att ge 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 statsskuldsvärdningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden utan att ta för stora risker. Därutöver ska värdningen 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 Riksgälden säljer och desto lägre blir statens lånekostnader. Marknads- och skuldsvärdning är därför en del i uppdraget. Riksgälden har också mandat att ta positioner i derivat i syfte att minska kostnaderna för statsskulden.

Statsskuldsvärdningen 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 riskerna i värdningen av 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 tillgångsvärdare 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 värdning 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 2012

Enligt riktlinjerna för 2012 skulle statsskuldens sammansättning styras mot:

- 15 procent valutaskuld ( $\pm$  2 procentenheter)
- 25 procent real kronaskuld (långsiktigt)
- 60 procent nominell kronaskuld (residual)

Räntebindningstiden för de olika skuldslagen skulle styras mot:

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronaskuld: 7 - 10 år
- Nominell kronaskuld:
  - Löptider upp till 12 år: 2,7 - 3,2 år
  - Löptider över 12 år: 60 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 15 miljarder kronor.

I riktlinjerna står också att Riksgälden 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

Räntebetalningarna på statsskulden var 27,2 miljarder kronor 2012. Det är 0,5 miljarder kronor lägre än anslaget som var 27,7 miljarder kronor.

Jämfört med 2011 minskade räntebetalningarna med 7,2 miljarder kronor. Minskningen beror i huvudsak på att valutaförluster/vinster förbättrades med 6,7 miljarder kronor mellan 2011 och 2012. Det beror främst på att valutakursförlusterna 2011 var höga på grund av starkare schweizerfranc.

Därutöver bidrog högre överkurser vid emission till att sänka ränteutgifterna mellan 2011 och 2012. Det förklaras främst av att kupongen på det tioåriga referenslånet har legat betydligt över marknadsräntorna under 2012.

De låga marknadsräntorna har också inneburit ökade kursförluster i samband med marknadsvärdande byten av statsobligationer. Mellan 2011 och 2012 ökade kursförlusterna med 2,7 miljarder kronor till totalt 12,5 miljarder kronor. I egentlig mening är detta emellertid inte en utgiftsökning eftersom bytena gör att ränteutgifterna blir lägre kommande år då lån med relativt sett hög kupong byts mot lån med lägre kupong. De totala ränteutgifterna sett över en längre period ökar därmed inte till följd av byten.

### 2.2 Genomsnittlig emissionsränta

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att minimera den långsiktiga kostnaden med beaktande av risk. Enligt regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen ska det övergripande kostnads måttet vara den genomsnittliga emissionsräntan. Idén är att spegla den kostnad som skulden i genomsnitt löper till. De faktorer som bidrar till kostnaden är räntan, inflationskompensationen och valutakursvinster eller förluster.

#### Metod för att mäta kostnad

Att definiera kostnaden för statsskulden har genom åren varit en svår uppgift. Tidigare har Riksgälden saknat ett mått som mäter kostnaden på ett konsekvent och riktigt sätt för alla skulds slag och instrument. Framför allt har det varit svårt att definiera kostnaden för de skulds slag där alla kassaflöden inte är kända i förväg. Det handlar om på vilket sätt förändringar i KPI-index och växelkurser ska påverka kostnaden för realskulden respektive valutaskulden.

I riktlinjeförslaget inför 2013, som publicerades hösten 2012, presenterades en metod för att räkna ut kostnaden, inklusive inflationskompensation i realskulden och växelkurseffekter i valutaskulden, som gör att det går att jämföra alla skulds slag och instrument på likvärdig grund.

Detta kostnads mått ger en korrekt bild av den genomsnittliga emissionsräntan för hela portföljen. I grunden innebär det nya kostnads måttet att kostnaden för ett lån är det belopp som lånats ställt i relation till de avtalade framtida kassaflöden som lånet ger upphov till. En stor del av skuldens avtalade kassaflöden är dock okända på förhand. Till exempel är inte kassaflödena kända för ett valutalån eftersom de beror på den framtida växelkursutvecklingen. Kostnaden för ett valutalån blir alltså känd först när lånet har förfallit.

I och med detta är kostnaden för skulden i dag alltid okänd. Dagens kostnad beror på vad som kommer att hända i framtiden. Det är dock möjligt att skatta kostnaden givet antagna scenarier för bland annat växelkurser och inflation. I dagsläget saknar Riksgälden dock tekniskt stöd för att göra detta och kan därför inte presentera kostnaden för 2012 enligt den nya metoden.

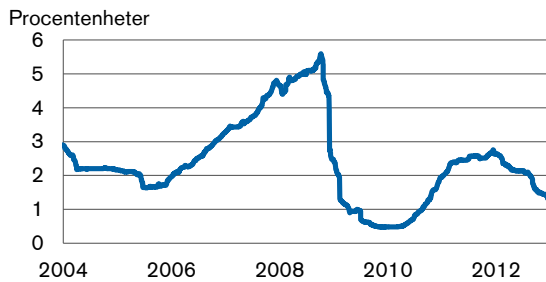
#### Kvalitativ utvärdering av kostnaden 2012

Även om Riksgälden ännu inte kan mäta kostnaden kvantitativt så går det att göra en kvalitativ bedömning av hur kostnaden har påverkats det senaste året av de tre faktorer som primärt driver kostnaden; refinansiering av lån som förfallit, utveckling av de korta räntorna och förändring av kronans växelkurs.

Under 2012 förföll en statsobligation som introducerades 2002 och en realobligation som introducerades 2005. Båda dessa obligationer hade emitterats till räntenivåer högre än dagens ränteläge. När obligationer förfaller och sedan refinansieras till lägre räntor blir kostnaden lägre.

Riksgäldens strategi är att i huvudsak finansiera skulden med tioåriga statsobligationer och därefter förkorta löptiden med ränteswappar. Därför är en stor del av den nominella kronskulden exponerad mot tremånaders Stibor (rörlig bankränta i kronor). Diagrammet nedan visar utvecklingen för tremånaders Stibor de senaste tio åren. Under 2012 var Stibor i genomsnitt 2,0 procent. De senaste tio åren har genomsnittet varit 2,5 procent. Räntan för statsskuldväxlar hade under 2012 en liknande utveckling.

DIAGRAM 1. UTVECKLING TREMÅNADERS STIBOR



Under 2012 stärktes kronan med i genomsnitt 5,6 procent mot de valutor som ingår i valutariktmärket, vilket bidrar till att sänka kostnaden. Kronförstärkningen påverkar kostnaden för valutaskulden på olika sätt beroende på hur valutaexponeringen är skapad.

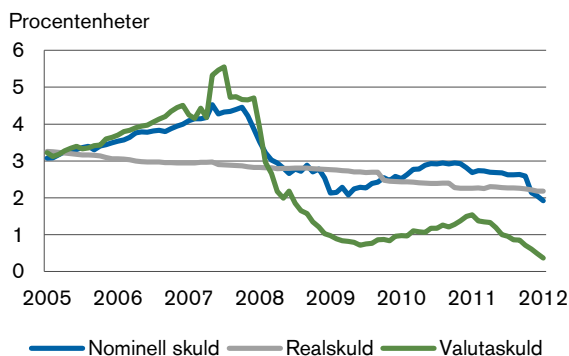
Ungefär hälften av skuldens valutaexponering är skapad med korta terminskontrakt vilket gör att kronförstärkningen slår igenom på kostnaden direkt. Den andra hälften är skapad genom längre åtaganden där det framför allt är den framtida kronkursen som avgör vad kostnaden slutligen blir.

För valutaskulden gäller också att kostnaden påverkats av det låga ränteläget. Eftersom löptiden i valutaskulden är kort slår de lägre räntorna snabbt in i kostnaden.

#### Kvantifiering med emissionsränta

Riksgälden har ännu inte tekniskt stöd på plats för att beräkna kostnaden enligt den princip som presenterades i riktlinjerna för 2013. I detta avsnitt redovisas därför genomsnittlig emissionsränta mätt på traditionellt sätt i syfte att kunna jämföra med tidigare år. På detta sätt fångas dock inte den verkliga kostnaden för 2012. Den genomsnittliga emissionsräntan ger endast en ögonblicksbild av kostnaden vid en tidpunkt, inte en uppskattning av vad kostnaden varit för hela året. Det tar heller inte med alla komponenter som ingår i kostnaden men ger ändå en kvantitativ indikation av hur en viss del av kostnaden har förändrats.

DIAGRAM 2. GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR



Det bör nämnas att kostnaderna för skuldslagen i diagrammet nedan inte är jämförbara med varandra eftersom inflations- och valutakursutvecklingen inte ingår i kostnaden för real- och valutaskulden. Kostnaderna är heller inte direkt jämförbara eftersom skuldslagen har olika löptid.

Den genomsnittliga emissionsräntan för den nominella kronskulden var 1,9 procent den 31 december 2012. Det var en minskning med 0,8 procentenheter jämfört med vad den var samma dag ett år tidigare (se den kvalitativa utvärderingen ovan för en förklaring av förändringen).

Den genomsnittliga realräntan i den utestående realskulden var 2,2 procent den 31 december 2012. Det var en minskning med 0,1 procentenheter jämfört med ett år tidigare. Detta speglar dock inte hela kostnaden för realskulden eftersom inflationskomponenten inte är medräknad.

Den genomsnittliga räntan i den utestående valutaskulden var 0,4 procent den 31 december 2012. Det var en minskning med en procentenhet jämfört med samma dag ett år tidigare. Inte heller detta speglar hela kostnaden för valutaskulden eftersom valutakursutvecklingen, som till stor del avgör kostnaden inte ingår i beräkningen.

## 2.3 Risker i statsskuld förvaltningen

Enligt regeringens riktlinjer för statsskuld förvaltningen ska det övergripande riskmålet vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.

#### Metod för att mäta risken

En viktig fråga att ta ställning till är över vilket tidsintervall variationen ska mätas, eller annorlunda uttryckt vilken tidsperiod som kostnaden ska räknas ut för (månadsbasis, årsbasis etc.) när variationen beräknas. Detta avgör om det är kort- eller långsiktig kostnadsvariation som fångas upp. Ju längre tidsperioden är desto mer av den kortsiktiga kostnadsvariationen försvinner. Frågan är om staten ska beakta risken att kostnaden blir hög på kort eller lång sikt. I riktlinjeförslaget inför 2013 års riktlinjer diskuterade Riksgälden denna fråga och kom fram till att fem år var en rimlig tidsperiod.

Som tidigare nämnts kan Riksgälden i dagsläget inte mäta den genomsnittliga emissionsräntan kvantitativt, och därmed inte heller variationen i denna. Det bör dock noteras att ett variationsmått inte generellt kan användas för att uttrycka vad risken är i dag. Variationen kan bara räknas ut för en historisk tidsperiod. Den kostnadsserie som variationen mäts för måste då vara i form av realiserade kostnader, det vill säga den får inte vara beräknad utifrån antagna scenarier för inflation, växelkurs etc. Det innebär att variationen i praktiken först kan mätas långt i efterskott eftersom skulden består av långa åtaganden med i många fall okända framtida kassaflöden.

Variationsmålet är ändå lämpligt som överordnat riskmått i valet av den strategiska portföljen. Men i praktiken när dagens risk ska kvantifieras eller bedömas kan inte ett variationsmått användas. Risken analyseras i stället genom att studera de riskfaktorer som påverkar den framtida kostnaden och därmed driver risken. När det i framtiden är möjligt att räkna ut den genomsnittliga emissionsräntan enligt det nya kostnadsmålet kan Riksgälden göra kvantitativa studier av risken genom att stressa riskfaktorerna och se hur det påverkar den framtida kostnaden. I dag är det endast möjligt att göra en kvalitativ analys av det slaget.

### Kvalitativ utvärdering av risken

De riskfaktorer som driver kostnaden är förändringar i räntor, inflation och valutakurser. På vilket sätt kostnaden påverkas beror på hur skuldportföljen är exponerad mot dessa riskfaktorer. Skuldens sammansättning har i stort varit oförändrad de senaste åren. Vid en bedömning av de olika riskfaktorerna ser Riksgälden inget skäl till att risken för en oväntad uppgång av kostnaden tydligt skulle ha förändrats jämfört med tidigare.

En särskild risk som Riksgälden tar hänsyn till är refinansieringsrisken. I strikt mening avser det risken att staten inte lyckas låna för att täcka förfallande lån. Men i praktiken innebär det snarare risken att staten måste betala mycket höga räntor för att investerarna ska vara beredda att alls låna ut pengar. Det handlar alltså om risken att kostnaden blir oväntat hög. Genom att begränsa refinansieringsrisken minskar därmed den överordnade risken som är kostnadsvariationen.

Riksgälden beaktar refinansieringsrisken genom att se till att inte för stora belopp måste lånas om vid ett enskilt tillfälle och genom att bidra till att skapa en välfungerande statspappersmarknad.

Merparten av upplåningen sker i statsobligationer vars förfall sprids ut över tiden. Riksgälden strävar efter en förfalloprofil som inte är ojämn så att alltför stora enskilda förfall inträffar. När ett förfall sker behöver inte hela beloppet lånas om under en kort tidsperiod. Riksgälden planerar upplåningen i ett två-till treårigt perspektiv och emitterar regelbundet små volymer i auktionerna. På så sätt sprids refinansieringen ut över lång tid och när en obligation förfaller har den till stor del redan ersatts av nya obligationslån.

På en fungerande marknad med god likviditet och tillfredsställande marknadsdjup kan Riksgälden låna utan att påverka marknadspriserna. En viktig del för att åstadkomma detta är att upplåningen genomsyras av förutsägbarhet och transparens. Detta är en viktig del av Riksgäldens strategi.

Svenska statspapper framstår som en trygg placering då oron för den statsfinansiella utvecklingen i många andra länder ökat. Den svenska staten har mycket stor trovärdighet som låntagare tack vare starka statsfinanser, en egen valuta och en egen centralbank. Dessa faktorer i kombination med strategier för upplåning och marknadsvård gör att refinansieringsrisken för svensk del är liten.

TABELL 1. GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR (GER)<sup>1</sup>

	Statsobligationer			Statsskuldväxlar <sup>4</sup>			Realobligationer <sup>5</sup>		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
Total skuld <sup>2</sup> (mdkr)	557	547	540	92	72	105	212	216	192
Upplåning <sup>3</sup> (mdkr)	58	41	59	307	229	254	8	6	7
GER total skuld (%)	3,99	3,80	3,33	1,03	1,30	0,94	2,47	2,32	2,25
GER upplåning (%)	2,63	2,42	1,60	0,47	1,60	1,13	0,51	0,55	-0,01

<sup>1</sup> För att jämföra den genomsnittliga emissionsräntan för nominella respektive reala instrument måste den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer justeras för inflationen.

<sup>2</sup> Övertagna lån ingår ej.

<sup>3</sup> Emmitterad volym i auktioner

<sup>4</sup> Inklusive likviditetsväxlar.

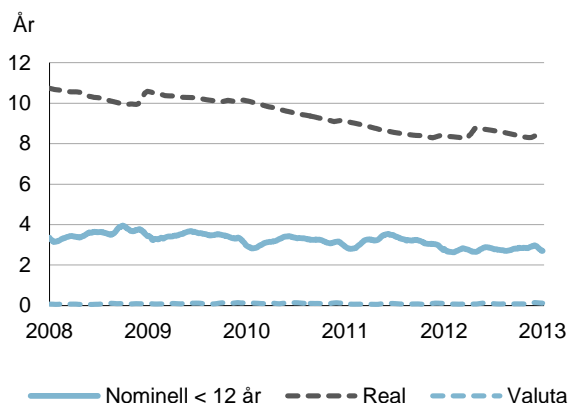
<sup>5</sup> Total skuld för realobligationer inkluderar upplånen inflation.

# 3 Löptids- och andelsstyrning

## 3.1 Löptiden i skuldslagen

Regeringen beslutade i riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2012 att löptiden för den nominella kronskulden för löptider till och med tolv år ska vara mellan 2,7 och 3,2 år. Styrintervallet ersatte det tidigare riktvärdet på 3,1 år i syfte att öka flexibiliteten i upplåningen eftersom en alltför snäv styrning av statsskulden riskerar att bli ineffektiv. För löptider längre än tolv år ersattes taket på 65 mdkr med ett riktvärde på 60 mdkr. Regeringens ambition är att på längre sikt öka andelen skuld i det långa löptidssegmentet och därigenom i viss utsträckning minska refinansieringsrisken.

DIAGRAM 3. SKULDSLAGENS RÄNTEBINDNINGSTID, 30 DAGARS GLIDANDE MEDELVÄRDE

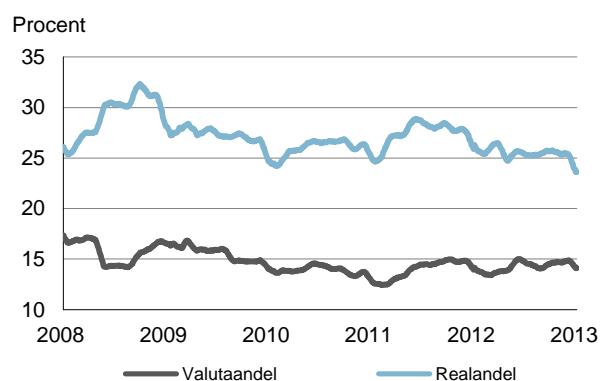


För realskulden beslutade regeringen att den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år. Det innebar en breddning av intervallet med ett år i syfte att öka den operativa flexibiliteten i ljuset av en minskande statsskuld. För valutaskulden beslutade regeringen att löptiden ska vara 0,125 år, oförändrat jämfört med föregående år.

## 3.2 Andelsstyrning

För 2012 beslutade regeringen att statsskulden ska bestå av 25 procent realskuld. Andelen valutaskuld ska uppgå till 15 procent och resten av statsskulden ska utgöras av nominell kronskuld. Beslutet togs i enlighet med Riksgäldens förslag och innebar ingen förändring jämfört med 2011.

DIAGRAM 4. SKULDANDELAR 2008-2012, 30 DAGARS GLIDANDE MEDELVÄRDE



Realskuldens andel var 25,5 procent i genomsnitt under 2012. Vid två specifika tillfällen gick andelen ner med två procentenheter. Det hände dels i april då en realobligation förföll, dels i december då den nominella kronskulden ökade av säsongsmässiga skäl.

Andelen valutaskuld uppgick till 14,3 procent i genomsnitt under 2012 och låg hela året inom styrintervallet på  $\pm 2$  procentenheter.

### **Fortsatt stor osäkerhet kring situationen i euroområdet under 2012**

Oron över den ekonomiska utvecklingen i Grekland kvarstod. Efter att parlamentet röstat igenom ytterligare åtstramningar fram till 2014 beslöt sig långivarna under hösten för att godkänna ytterligare stödutbetalningar till landet. Sedan Grekland fått en ny koalitionsregering i juni skiftade marknadens fokus delvis över till Spanien. Landets skuldproblem, svaga banksystem och allmänt svaga ekonomiska utsikter är de starkast bidragande faktorerna till denna oro. Oron minskade visserligen efter att euroländerna utlovat stöd på upp till 100 miljarder euro för att rekapitalisera skuldtungda spanska banker. Samtidigt är de statsfinansiella problemen stora och landets upplåningskostnader höga vilket gör att det finns stora förväntningar på att Spanien kommer att ansöka om ett stödprogram för att ECB ska kunna stödköpa landets statsobligationer.

### **Blandade utsikter för den ekonomiska tillväxten**

Tillväxtutsikterna har generellt försämrats för euroområdet under 2012. I de skuldtungda länderna har utsikterna varit fortsatt negativa och för de länder som hittills klarat sig relativt väl, som Tyskland och Frankrike, har utsikterna försämrats. Bidragande orsaker till detta är de besparingar som flera länder nu genomför samt skuldnedväxlingen i banksektorn som påverkar bankernas utlåning.

För USA är tillväxtutsikterna något bättre. Ekonomin har återhämtat sig under 2012 men stor osäkerhet råder inför 2013. Det så kallade budgetstupet undveks i sista stund vid årsskiftet genom att vissa skattelättnader för låg- och medelinkomsttagare behölls. Samtidigt återstår tuffa förhandlingar om utgiftsminskningar och skuldtaket, som måste höjas senast i slutet av februari för att undvika att landet tvingas ställa in vissa betalningar. Förhandlingarna kommer sannolikt att ha en stor påverkan på den amerikanska konjunkturen under det kommande året.

### **Flertalet åtgärder har vidtagits för att dämpa oron**

Euroländerna har under 2012 tagit en rad initiativ för att minska oron på de finansiella marknaderna och risken för att krisen sprider sig. Till följd av de höga statsobligationsräntorna för skuldtungda euroländer meddelade ECB i september att man har för avsikt att börja stödköpa statsobligationer på andrahandsmarknaden i syfte att pressa ner räntorna. Stödköpen kan göras av statsobligationer med löptider på upp till tre år. För att detta ska vara aktuellt måste landet i fråga först ha ansökt om stödlån från ESM eller EFSF och därmed förbundit sig till vissa villkor. Euroländerna beslutade också att ESM ska kunna bidra med kapital direkt till banker efter det att en gemensambanktillsyn har upprättats.

Som svar på de svaga ekonomiska utsikterna och oron på marknaderna har flera centralbanker genomfört åtgärder för att stimulera ekonomin. ECB har sänkt sin viktigaste styrränta till 0,75 procent från 1 procent tidigare. I slutet av augusti höll ECB-chefen Mario Draghi ett uppmärksammat tal där han lovade att ECB skulle göra vad som krävdes för att hålla ihop valutasamarbetet. Utvecklingen på de finansiella marknaderna har sedan dess varit positiv med en stigande euro och minskade kreditspreadar mellan länder.

Riksbanken har sänkt reporäntan till 1,0 procent genom tre sänkningar om 0,25 procent. I USA har Federal Reserve fortsatt att pressa ner de långa räntorna genom nya kvantitativa lättnader. I november tog Federal Reserve nästa steg genom att förankra penningpolitiken till ett slags reallt mål. De lovade de att behålla de kvantitativa lättnaderna tills arbetslösheten har fallit under 6.5%. Centralbankerna i både Storbritannien och Japan har också valt att stimulera den inhemska ekonomin genom att utöka sina köp av värdepapper.

### **Svensk ekonomi fortsätter att stå emot bra**

Sverige har fortsatt starka statsfinanser och en relativt låg statsskuld som andel av BNP. Effekterna av osäkerheterna i omvärlden påverkar dock den aggregerade efterfrågan och tillväxten var betydligt lägre under 2012 än under 2011. En stark efterfrågan på svenska statspapper har gjort det möjligt att fortsätta att låna till rekordlåga räntor. Den svenska kronan har också stärkts under året.



# 4 Upplåning

Statens upplåning sker i huvudsak genom att Riksgälden emitterar statsobligationer och statsskuldväxlar. En del av upplåningen görs med realobligationer, som ger investerarna ett inflationsskydd. Riksgälden lånar även i utländsk valuta och av privatpersoner samt andra mindre placerare.

Statens budget visade underskott på 25 miljarder kronor för 2012. Det ska jämföras med 2011 då statens budget visade ett överskott på 68 miljarder kronor. Till följd av att statens budget gick från över- till underskott ökade upplåningen under året. Samtidigt ersattes en något mindre volym förfallande lån än föregående år.

Det långfristiga upplåningsbehovet kunde finansieras till mycket 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 en oro över euroområdet. 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.

TABELL 2. STATENS UPPLÅNING

Miljarder kronor	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Nettolånebehov<sup>1</sup></b>	<b>-135</b>	<b>176</b>	<b>1</b>	<b>-68</b>	<b>25</b>
Diskrepans mellan affärsdag och likviddag	-9	-20	25	11	-6
Privatmarknad, säkerheter m.m., netto <sup>2</sup>	-17	6	2	-9	-1
Penningmarknad, förfall <sup>3</sup>	234	111	209	178	159
Kapitalmarknad, förfall, byten och återköp	89	179	37	125	130
<b>Upplåningsbehov, brutto</b>	<b>161</b>	<b>452</b>	<b>275</b>	<b>238</b>	<b>307</b>
<b>Penningmarknad, upplåning<sup>4</sup></b>	<b>111</b>	<b>209</b>	<b>178</b>	<b>159</b>	<b>206</b>
Statsskuldväxlar	139	115	85	72	105
Commercial paper <sup>5</sup>	6	25	55	43	77
Likviditetsförvaltningsinstrument <sup>6</sup>	-33	69	39	45	24
<b>Kapitalmarknad, upplåning</b>	<b>50</b>	<b>243</b>	<b>97</b>	<b>79</b>	<b>101</b>
Statsobligationer	47	110	58	41	59
Reala statsobligationer	3	3	8	6	7
Obligationer i utländsk valuta	0	130	31	31	35
<b>Upplåning, brutto</b>	<b>161</b>	<b>452</b>	<b>275</b>	<b>238</b>	<b>307</b>

<sup>1)</sup> Ett negativt lånebehov innebär att statens budget visar överskott

<sup>2)</sup> Förändring i privatmarknadslån och säkerheter, netto

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

<sup>4)</sup> Utestående stock per den sista december

<sup>5)</sup> Kortfristiga lån i utländsk valuta

<sup>6)</sup> Övrig kort upplåning i likviditetsförvaltningen

I likhet med tidigare perioder med begränsat lånebehov prioriterades Riksgälden upplåning i statsobligationer och

obligationsupplåningen ökade jämfört med föregående år. För att säkerställa god likviditet i marknaden för statsobligationer har Riksgälden fortsatt att erbjuda byten till den tioåriga obligationen som komplement till emissionerna i ett försök att bidra till förbättrad likviditet i marknaden. Riksgälden erbjöd även byten till det tvååriga referenslånet.

Upplåningen i statsskuldväxlar och realobligationer ökade något under året. Trots det ligger den upplåningen kvar på låga nivåer. Riksgälden gav inte ut några lån i utländsk valuta förutom för vidareutlåning till Riksbanken.

## Lång upplåning ökar gradvis

Mot slutet av 2011 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. Riksgälden valde efter att ha fört en dialog med marknadsaktörer att i mars introducera en ny statsobligation, med 20-årig löptid, lån 1056. Försäljningen skedde genom syndikering i form av byten mot lån 1054 och 1047.

Totalt såldes 11 miljarder kronor i syndikeringen. Därmed ökade volymen obligationer med löptid längre än 12 år till 53 miljarder kronor. Riksgälden hade kunnat emittera en större volym för att nå riktvärdet på totalt 60 miljarder kronor men bedömde att räntan då skulle ha blivit för hög i förhållande en rimlig teoretisk nivå. Utgångspunkten har varit att riktvärdet ska uppnås inom ramen för det övergripande målet om kostnadsminimering med beaktande av risk, det vill säga utan att åsamka skattebetalarna omotiverade merkostnader. Mot den bakgrunden var det inte möjligt att sälja en större volym.

Riksgäldens ambition är att stocken av långa obligationer ska öka gradvis i en takt som anpassas efter marknadsförutsättningarna så att inte kostnaden blir för hög. Under perioder har efterfrågan på långa löptider varit mycket stark från livbolagssektorn som behöver matcha sina åtaganden. Så var fallet under 2009 vilket Riksgälden kunde utnyttja genom att ge ut en större volym av en 30-årig obligation. På senare tid har efterfrågan på långa statspapper varit betydligt mindre. En viktig orsak till det är att Finansinspektionen ändrat principen för hur diskonteringsräntan för livbolagens åtaganden ska fastställas.

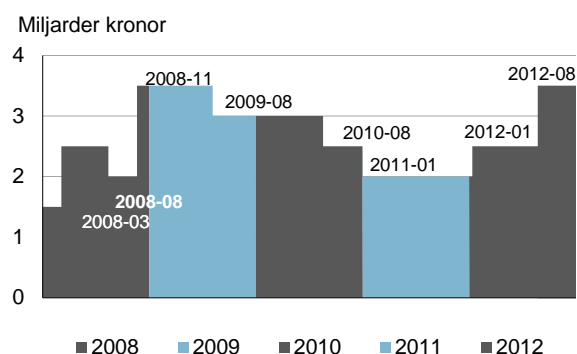
Riksgälden bevakar löpande efterfrågesituationen på marknaden och sonderar efterfrågan i olika löptidssegment inför varje auktion i statsobligationer. På så sätt kan auktionstillfällen då intresset för långa löptider är stort utnyttjas till att fylla på i de långa lånen. Det kan på sikt också bli aktuellt att komplettera stocken med en ny 30-årig obligation eftersom det nu längsta lånet nu närmar sig en löptid på 25 år.

## 4.1 Nominell upplåning i kronor

### Statsobligationer

Huvuddelen av upplåningen under 2012 gjordes i statsobligationer. Emissionsvolymen ökade till 59 miljarder kronor från 41 miljarder kronor 2011, på grund av underskottet i statens budget. Anpassningen till det något högre lånebehovet gjordes dels genom att öka emissionsvolymen från 2 miljarder kronor till 2,5 miljarder kronor per auktion under första halvåret och 3,5 miljarder kronor under andra halvåret 2012. Anpassningen gjordes också genom att antalet auktioner ökades från 18 till 21.

DIAGRAM 5. UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV STATSOBLIGATIONER



Efterfrågan på obligationerna har varit god. Samtliga auktioner blev övertecknade och det kom in bud på i genomsnitt 2,12 kronor per utbudna krona. Det är något lägre än genomsnittet för 2011 men då har samtidigt emissionsvolymen per auktion nästan fördubblats.

Riksgäldens policy är att främst emittera i vissa standardlöptider, två-, fem- och tioåriga statsobligationer. Den upprätthålls genom att regelbundet ge ut nya tioåriga obligationer som vartefter de förkortas övergår till att bli fem- och tvååringar.

TABELL 3. EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH SNITTRÄNTA PER LÅN UNDER 2012<sup>1</sup>

Lån	Förfalldatum	Kupong	Antal auktioner	Såld volym	Ränta <sup>1</sup>
1051	2017-08-12	3,75	4	12 000	1,16
1054	2022-06-01	3,50	13	35 500	1,68
1057	2023-11-13	1,50	3	10 500	1,68
1053	2039-03-30	3,50	1	1 000	2,08
Totalt				59 000	

<sup>1)</sup> Genomsnittlig ränta i auktionerna

Under året introducerades två nya statsobligationer. I mars emitterade Riksgälden 11 miljarder kronor genom en syndikering i lån 1056, en ny 20-årig obligation med förfall juni 2032. Samtidigt köpte Riksgälden tillbaka motsvarande belopp i lån 1054 och 1047. I oktober introducerades lån

1057 med förfall i november 2023. Lån 1057 kommer i mars 2013 att ersätta lån 1054 som tioårigt referenslån.

Riksgäldens ambition är att snabbt bygga upp den utestående volymen i nya lån för att främja likviditeten i marknaden. I samband med introduktionen av lån 1057 erbjöd Riksgälden därför byten mot lån 1054 och 1047. Fram till introduktionen av lån 1057 dominerades emissionerna av lån 1054 som har varit tioårigt referenslån under hela 2012.

TABELL 4. TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSOBLIGATIONER

Procent	2008	2009	2010	2011	2012
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,54	2,35	2,33	2,43	2,12
Snittränta <sup>2</sup>	3,82	2,86	2,63	2,42	1,60

<sup>1)</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudna emissionsvolym, syndikeringen 2009 ingår inte.

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

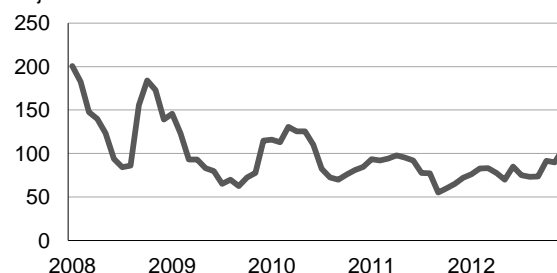
Snitträntan i auktionerna var betydligt lägre under 2012 jämfört med föregående år. Ur ett historiskt perspektiv såväl som ett internationellt perspektiv är räntorna mycket låga. Att efterfrågan på svenska statspapper är så hög och att räntorna därmed är så låga beror delvis på en fortsatt stor oro över den ekonomiska och politiska utvecklingen i euroområdet. Det beror också på att tillväxtutsikterna för omvärlden försämrats ytterligare vilket inte minst bidragit till lägre långa räntor. Detta har gynnat inflöden i valutor och statspapper med goda statsfinanser vilket lett till att det utländska ägandet av svenska statspapper nått rekordnivåer under 2012.

### Kort upplåning

#### Statsskuldväxlar

Den genomsnittliga stocken av statsskuldväxlar var drygt 82 miljarder kronor under 2012. Det innebär en liten ökning jämfört med 2011.

DIAGRAM 6. UTVECKLING AV VÄXELSTOCKEN 2008-2012



Efterfrågan på statsskuldväxlar var tidvis begränsad. Vid tre av 2012 års 26 auktioner skar Riksgälden ner emissionsvolymen. Det innebär att drygt 1 miljard kronor av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde inget problem för finansieringen eftersom växelupplåningen på kort sikt ersattes av upplåning inom likviditetsförvaltningen.

Staten har regelmässigt stora lånebehov i slutet av året. Riksgälden valde därför att komplettera växelupplåningen genom att ta upp commercial paper, korta lån i utländsk valuta. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen. Riksgälden gav också ut januariväxlar i begränsad volym via så kallad on tap-försäljning.

TABELL 5. TECKNINGSKVOT OCH SNITTRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

Procent	2008	2009	2010	2011	2012
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,35	2,32	1,91	1,80	2,15
Snittränta <sup>2</sup>	3,58	0,43	0,47	1,60	1,13

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

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

Den genomsnittliga räntan i auktionerna var 1,13 procent under 2012 vilket var betydligt lägre än 2011. De lägre emissionsräntorna speglar bland annat att Riksbanken sänkte reporäntan vid tre tillfällen från 1,75 procent i början av året till 1,0 procent i slutet av året.

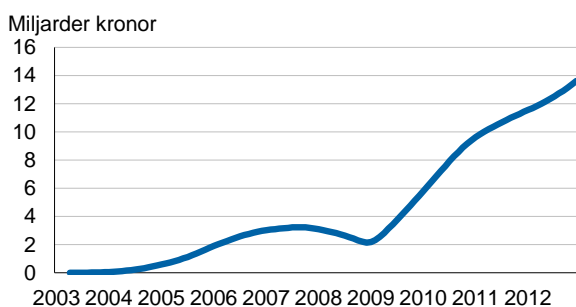
#### Ränteswappar

Under 2012 swappades 20 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort ränteeponering i kronor och 20 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var i linje med löptiden i obligationsupplåningen under 2012.

Vid upplåning via swappmarknaden emitterar Riksgälden först en statsobligation. I nästa steg byts den fasta obligationsräntan mot en rörlig bankränta i kronor (Stibor) för att förkorta räntebindningstiden.

Tack vare ränteswappar är det möjligt att hålla en kortare löptid i skulden än Riksgälden annars skulle göra. Förslagen till riktlinjer för löptiden bygger på möjligheten att göra omfattande volymer i swappar för att uppnå en relativt kort löptid och därmed sänka den förväntade räntekostnaden utan att öka refinansieringsrisken.

DIAGRAM 7. RÄNTESWAPPAR, ACKUMULERAT RESULTAT



Effekten på kostnaden beror på skillnaden mellan den fasta ränta som Riksgälden låser in vid en swaptransaktion och

den rörliga Stibor-ränta som Riksgälden sedan betalar fram till det att swappen förfaller. Swapparna har normalt en löptid på mellan fem och tio år och resultatet kan avläsas först när de förfallit. De swappar som gjorts under 2012 har således ett antal år kvar innan resultatet kan beräknas ex post.

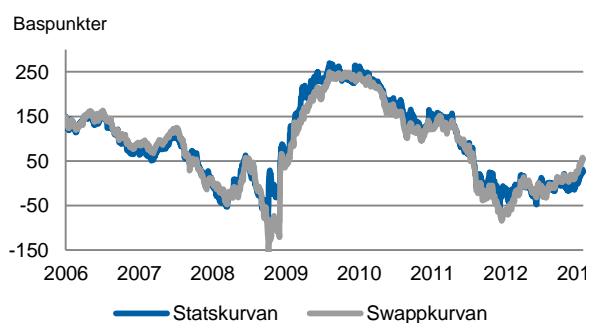
Diagram 7 visar det kalkylmässiga resultatet sedan swappar introducerades i kronupplåningen 2003. Resultatet motsvarar skillnaden mellan den rörliga ränta Riksgälden betalat och den fasta ränta Riksgälden erhållit hittills i swapparna. Sedan starten 2003 har användningen av swappar minskat kostnaderna för statskulden med knappt 14 miljarder kronor om upplåningen i statsobligationer tas för given.<sup>1</sup> De senaste fem åren har kostnadsbesparingen i genomsnitt varit 2,09 miljarder kronor per år; se tabell 6.

TABELL 6. BESPARING PER ÅR PÅ UTESTÅENDE SWAPPAR

Miljarder kronor	2008	2009	2010	2011	2012	Genomsnitt
Besparing	-1,00	3,32	3,94	2,01	2,19	2,09

Kostnadsfördelen av att förkorta löptiden via swappar kan illustreras med lutningen på swappkurvan, det vill säga skillnaden mellan den fasta ränta som Riksgälden erhåller och den rörliga ränta Riksgälden betalar. Alternativet till kort ränteeponering via swappar är att ersätta upplåning i statsobligationer med statskuldväxlar. Den relativa besparingen beror på motsvarande lutning på statskurvan. Diagram 8 visar skillnaden mellan den femåriga swappräntan och tremånaders Stibor (swappkurvan) tillsammans med skillnaden mellan den femåriga obligationsräntan och en tremånaders statskuldväxelränta (statskurvan).

DIAGRAM 8. KURVLUTNING MELLAN 3 MÅNADER & 5 ÅR



Generellt kan man säga att om lutningen på statskurvan över tiden är högre än lutningen på swappkurvan så är statskuldväxelupplåning ett billigare alternativ än upplåning via obligationer och swappar. Före 2008 var kort upplåning via swappade obligationer generellt sett billigare än upplåning i statskuldväxlar. De senaste åren skulle statskuldväxlar i

<sup>1</sup> I denna summa ingår även resultatet av 21 miljarder kronor swappar som förfallit under tiden 2003–2012.

stället ha genererat en marginell besparing jämfört med swappade obligationer. Över tiden är skillnaden mellan lutningen för swapp- respektive statskurvan försumbar.

Kostnadsskillnaden är marginell och valet mellan swappade statsobligationer och statskuldväxlar avgörs i praktiken av andra överväganden. Riksgälden prioriterar att upprätthålla likviditet och infrastruktur i marknaden för statsobligationer som är den största och viktigaste marknaden. En annan viktig aspekt är den högre refinansieringsrisken som är förknippad med statskuldväxlar.

### Resultat nominell kronupplåning

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

Riksgäldens bedömning är att upplåningen fungerat väl och att det funnits en god efterfrågan trots låga räntor. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare; se avsnitt 7. Räntan 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 2012 gav Riksgälden ut 6,5 miljarder kronor i realobligationer; se Tabell 7. Den upplupna inflationskompensationen i realskulden minskade med knappt 4 miljarder. Samtidigt var volymen som köptes tillbaka större än den som emitterades emitterade i byten.

Under året förföll en realobligation. Lån 3106 förföll i april 2012 med en utestående volym vid förfallet på knappt 20 miljarder kronor. Sammantaget minskade den utestående realskulden med cirka 23 miljarder kronor till 193 miljarder.

TABELL 7. FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2012

Utestående realstock 2011-12-30, mdkr	215,6
Auktioner	6,5
Förfall & nettot av byten	-25,4
Riksgäldsspar Real	-0,1
Övertagna obligationer	0,0
Inflationsuppräknings	-3,6
<b>Utestående realstock 2012-12-28</b>	<b>192,9</b>

Ökade emissionsvolymerna i den nominella stocken tillsammans med förfallet av lån 3106 har bidragit till en lägre andel realskuld under 2012 jämfört med föregående år. Realskuldens andel av den totala skulden uppgick i genomsnitt till 25,5 procent under 2012. Motsvarande siffra för 2011 var 27 procent. Enligt regeringens riktlinjer ska skuldens andel långsiktigt styras mot 25 procent. Upplåningen i realobligationer var 7 miljarder kronor under

2012. Det är en ökning gentemot förra årets 6 miljarder kronor.

Realräntorna sjönk under 2012 jämfört med föregående år. Genomsnittet av emissionsräntorna var -0,01 procent under året, vilket är betydligt lägre än föregående år då snittet var 0,55 procent. Skillnaden mellan nominell ränta och realränta är ett mått på den förväntade inflationen. En negativ realränta indikerar således att inflationen förväntas överstiga den nominella räntan för motsvarande löptid.

TABELL 8. AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

Miljarder kronor	2008	2009	2010	2011	2012
Emissionsvolym <sup>1</sup> , miljarder kr	-1,40	-1,80	11,90	0,60	7,18
Såld volym <sup>2</sup> , miljarder kr	2,60	3,00	7,70	6,00	6,50
Teckningskvot <sup>3</sup>	3,18	4,96	5,34	5,24	5,83
Snittränta <sup>4</sup> , procent	1,79	1,46	0,51	0,55	-0,01
BEI <sup>5</sup> , procent	2,11	1,67	1,73	1,89	1,48

<sup>1)</sup> Totalt emitterad volym i auktionsverksamheten under året, netto efter rena auktioner, byten och uppköp.

<sup>2)</sup> Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

<sup>3)</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

<sup>4)</sup> Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna.

<sup>5)</sup> 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 en obligations 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.

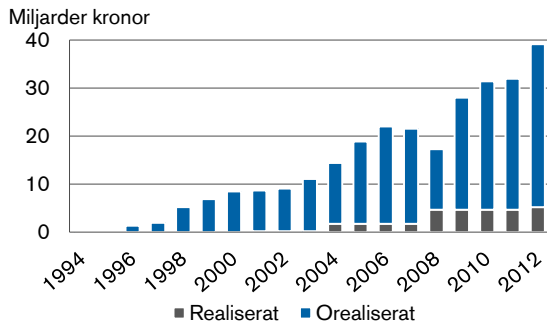
Den faktiska inflationstakten sjönk något under året. Inflationsuppräknings för realobligationerna var 0,4 procent under 2012 mätt som utvecklingen av KPI.<sup>1</sup> Break even-inflationen under 2012 var i genomsnitt 1,48 procent i auktionerna. Om 2012 års realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv kan avgöras först när respektive obligation har förfallit och den realiserade inflationen kan beräknas.

### Resultat för realupplåningen

Inflationstakten sjönk under 2012 och var klart lägre än den genomsnittliga break even-nivån i realskulden. Det kalkylmässiga resultatet, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, ökade med cirka 7,2 miljarder kronor under året; se diagram 9.

<sup>1</sup> Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning. Siffran avser därför inflationen under perioden oktober 2011 till oktober 2012.

DIAGRAM 9. REALOBLIGATIONER, KALKYLMÄSSIGT RESULTAT



Det positiva resultatet beror på att den genomsnittliga inflationen sedan starten 1994 har varit klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå Riksgälden har emitterat till. Det orealiserade ackumulerade resultatet härrör främst från stora emissionsvolymerna under åren 1995–1997.

I Prosperas undersökning får realmarknaden ett lågt betyg vad gäller likviditet och prisinformation; se kapitel 7. Det beror i huvudsak beror på att emissionsvolymerna är liten och att många investerare har en buy-and-hold-strategi, vilket försämrar likviditeten på marknaden.

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

### 4.3 Valutaupplåning

Upplåning i utländsk valuta sker antingen genom att Riksgälden emitterar obligationer i utländsk valuta (kapitalmarknadsupplåning) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron-/swappupplåning); se faktaruta 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.

När lånebehovet är litet prioriterar Riksgälden upplåning i statsobligationer och refinansierar därför lån i utländsk valuta genom kron-/swappupplåning. Kapitalmarknadsupplåningen under 2012 avsåg endast refinansiering av lån till Riksbanken. Sammantaget uppgick upplåningen till 35 miljarder kronor under året. Det gjordes genom emission av treåriga obligationslån, två i dollar och ett i euro. Dollarlånet på 2,25 miljarder dollar och eurolånet på 1,5 miljarder euro togs upp på våren. Det andra dollarlånet som var på 1 miljard dollar emitterades i oktober.

Därutöver refinansierades löpande en utestående stock på cirka 7 miljarder kronor i commercial paper för Riksbanken. Commercial paper emitterades också som en del av likviditetsförvaltningen; se avsnitt 4.4. Under året sålde Riksgälden commercial paper för motsvarande 141 miljarder kronor med en genomsnittlig löptid på 66 dagar. Kostnaden uppgick till 11 räntepunkter under USD Libor.

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

Under 2012 motsvarade kron-/swappupplåningen 20 miljarder kronor. Upplåningen avsåg refinansiering av valutaswappar, valutalån och vidareutlåning till Irland.

#### Kron-/swappupplåning

*Det första steget i en kron-/swapptransaktion är att låna på den svenska obligationsmarknaden. Därefter görs en swap i vilken Riksgälden 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 Riksgälden kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med motparten. Slutresultatet blir att Riksgälden ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.*

*När swappen förfaller betalar Riksgälden tillbaka det lånade beloppet i utländsk valuta i utbyte mot kronor. Det ska enligt avtalet ske till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan Riksgälden betala obligationsförfallet. För att kunna betala tillbaka beloppet i utländsk valuta måste Riksgälden först köpa den utländska valutan till rådande växelkurs. Detta skapar en valutaexponering eftersom den framtida växelkursen är okänd då swapptransaktionen ingås. Kron-/swappupplåningen ger således samma valutaexponering som om Riksgälden emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.*

#### Resultat för valutaupplåningen

Utbudet av obligationer med hög kreditvärdighet har varit begränsat under året. Det har lett till att statens lån har ökat i värde i andrahandsmarknaden och att Riksgälden har kunnat ta upp nya lån till mycket förmånliga villkor. Ett stabilt värde på andrahandsmarknaden är viktigt för att investerare ska anse att svenska statspapper är attraktiva även i framtida emissioner.

Både i dollar och euro blev upplåningen rekordbillig i relation till respektive swappkurva. Jämfört med stater och stora

internationella låntagare lånade Riksgälden till de vid upplåningstillfället lägsta nivåerna för syndikerade lån. De låga nivåerna jämfört med 2011 beror dels på ett lägre ränteläge globalt, dels på investerarens allt större behov av säkra papper i kombination med svenska statens begränsade lånebehov. Den stora efterfrågan på svenska statsobligationer bör ses som ett gott betyg på statens konkurrenskraft på kapitalmarknaden.

TABELL 9. RELATIV UPPLÅNINGSKOSTNAD FÖR OBLIGATIONER I UTLÄNDSK VALUTA OCH KRON/VALUTASWAPPAR

Räntepunkter relativt USD Libor					
	2008	2009	2010	2011	2012
Obligationer <sup>1</sup>	-	3	0	-9	-15
Räntepunkter relativt Euribor					
	2008	2009	2010	2011	2012
Obligationer <sup>2</sup>	-	20	-	-55	-51
Kron/valutaswappar <sup>3</sup>	-73	-46	-73	-97	-100

<sup>1)</sup> Tre månaders rörlig bankränta

<sup>2)</sup> Sex månaders rörlig bankränta

<sup>3)</sup> Tre månaders rörlig bankränta

Dollarlånen emitterades i genomsnitt till 15 räntepunkter under tre månaders USD Libor och eurolånet till 51 räntepunkter under sex månaders Euribor. Efter provisioner motsvarar det cirka 12 räntepunkter i dollar respektive 48 räntepunkter euro.

Via basswappar kan Riksgälden översätta dollarlånen till termer av Euribor för att kunna jämföra med nivåer för lånen i euro. En sådan jämförelse visar att räntan för dollarlån är betydligt lägre än för eurolån. Sedan 2002 har dollarlån varit den främsta och mest gynnsamma källan för Riksgäldens direkta upplåning i utländsk valuta. Val av emissionsvaluta under 2012 har styrts av Riksbankens önskemål.

Förmånliga villkor framför allt under första halvåret 2012 gjorde det möjligt att låsa in en mycket attraktiv swappspread. Kostnaden för kron/valutaswappar blev 100 räntepunkter under Euribor. Swappupplåningen var alltså billigare än kapitalmarknadsupplåningen under 2012.

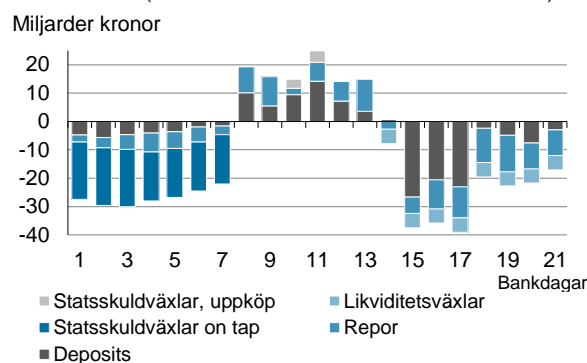
I sammanhanget bör noteras att ett viktigt motiv för valutaupplåning på kapitalmarknaden är att sprida den underliggande finansieringen på fler marknader och bygga en bred investerarbäsa. Detta skapar förutsättningar för en långsiktigt låg kostnad för hela statsskulden. När Riksgälden tar upp ett kron-/swapplån innebär detta ofta att Riksgälden avstår från att göra motsvarande swappar på kronmarknaden. Annorlunda uttryckt går Riksgälden miste om billig kronupplåning när Riksgälden använder swappar i valutaupplåningen.

## 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. Statsskuldväxlar används dels för finansiering av den underliggande statsskulden, dels till att parera svängningar i kassaflödena mellan årets månader. Variationer i växelupplåningen blir således en del av likviditetsförvaltningen. Ändringar i prognosen för kassaflödena pareras i första hand genom revideringar av planen för växelupplåningen.

Därutöver används är banklån respektive banktillgodohavanden (deposits), repor, löpande försäljning och uppköp av statsskuldväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skraddarsydd löptid), trepartsrepor (repor mot korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna) och commercial paper. Riksgälden gör transaktioner i både kronor och utländsk valuta.

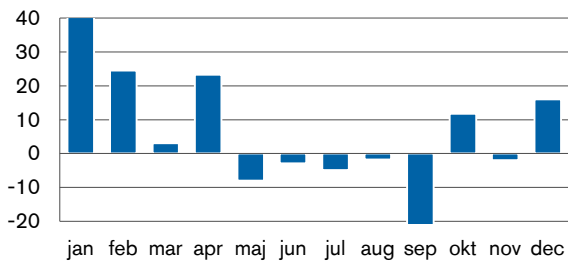
DIAGRAM 10. LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN EN TYPMÅNAD (POSITIVA TAL MOTSVARAR ÖVERSKOTT)



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 avvikelserna från mönstret snarare är regel än undantag 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. December och januari är 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 då påbörjades resulterade i fler motparter och nya instrument i likviditetsförvaltningen. Riksgälden arbetar kontinuerligt för att förbättra och effektivisera likviditetsförvaltningen. Under 2012 har Riksgälden bland annat startat ett projekt som syftar till att ge ännu bättre systemstöd för likviditetsprognoser. Limiter ses också kontinuerligt över kontinuerligt.

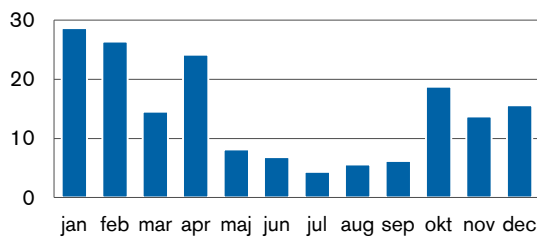
DIAGRAM 11. NETTOSKULD I LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN I SNITT PER DAG 2012<sup>1</sup> (MILJARDER KRONOR)



1) Negativa tal motsvarar överskott

Diagrammet ovan visar den dagliga skulden, nettot av skulder och placeringar, inom likviditetsförvaltningen. En del av likviditetsförvaltningen avser något längre löptider än dagslån och placeringar. Ett snävare mått visas i diagram 12. Det är den dagliga ställningen på dagslånemarknaden, dvs. banklån och banktillgodohavanden.

DIAGRAM 12. NETTOSKULD PÅ DEPOSITMARKNADEN I SNITT PER DAG 2012 (MILJARDER KRONOR)



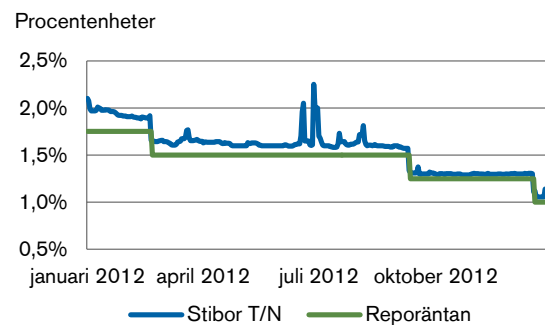
Under perioder har det varit fråga om förvaltning av likviditetsöverskott. Riksgälden har även hanterat överskott i utländsk valuta. I likviditetsförvaltningen är det underliggande låne- eller placeringsbehov i kronor som styr verksamheten. I de fall Riksgälden behöver låna svenska kronor växlas alla tillgångar i utländsk valuta över till svenska kronor med hjälp av valutaswappar, det vill säga Riksgälden säljer valuta och erhåller kronor under en bestämd löptid för att vid förfall växla tillbaka kronor till valuta till en förutbestämd växelkurs.

#### Mindre osäkerhet på dagslånemarknaden i kronor

Den finansiella krisen som startade 2008 har fortsatt att påverka marknaden. Osäkerheten har rört bankernas syn på möjligheten att finansiera sig. Flertalet av de svenska storbankerna har behållit ett överskott på pengar på löptider på en dag eller längre. Det innebär att bankerna är villiga att betala extra för att låna pengar en eller ett par dagar i förskott, ofta väsentligt mer än de kan låna till i dagslånemarknaden. Riksgälden har därför arbetat aktivt för att ha ett litet upplåningsbehov i dagslånemarknaden. Riksgälden har främst använt omvända repor i bostads- och statspapper, där Riksgälden kunnat placera pengar till en bättre avkastning än till reporäntan. Riksgälden har även köpt tillbaka statsskuldväxlar före förfall. På det sättet har Riksgälden både kunnat tillgodose marknadens behov av finansiering och samtidigt uppnått målet att låna så billigt som möjligt med beaktande av risk.

När oron för tillgång till likviditet i eurozonen var som störst, påverkades även dagslånemarknaden i kronor. Skillnaden mellan dagslåneräntan och räntan bankerna var villiga att betala för att låna i förskott ökade under den tiden markant. I takt med att eurooron dämpades minskade även oron på dagslånemarknaden. Skillnaden mellan Riksbankens reporänta och stiborfixingen för morgondagen till dagen efter syns i diagram 13. Diagrammet visar att skillnaden mellan dagslåneräntan och stiborfixingen var som störst under delar av sommaren för att sjunka till minimala nivåer under andra halvan av 2012.

DIAGRAM 13. STIBORFIXING TOMORROW/NEXT OCH RIKSBANKENS REPORÄNTA UNDER 2012

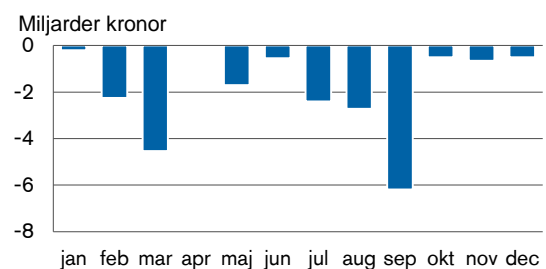


#### Flöden i utländsk valuta

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 slutgiltigt betalningen. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt över årets månader. Riksgäldens styrelse beslutar om maximal avvikelser från en sådan jämn växlingsbana. Under 2012 var avvikelserna mindre än denna limit för samtliga 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 samt prissättningen på terminsmarknaden. Oron i Europa har till och från under 2012 gjort att prissättningen i terminsmarknaden varierat kraftigt.

DIAGRAM 14. NETTOSKULD I LIKVIDITETSFÖRVALTNINGEN I UTLÄNDSK VALUTA I SNITT PER DAG 2012<sup>1</sup>



1) Negativa 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 Riksgälden justera skuldens löptid och fördelning mellan valutor baserat på bedömningar av framtida ränte- och växelkursrörelser. Riksgälden kan ta valutapositioner och ränte-positioner, men i det senare fallet endast i utländsk valuta.

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

Under 2012 fick det totala risktagandet enligt riktlinjerna inte överstiga 450 miljoner kronor mätt som en daglig Value at Risk (VaR). Riksgäldens styrelse har av detta fördelat 220 miljoner kronor i daglig VaR till löpande 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 Riksgälden även ett antal externa förvaltare.

TABELL 10. ÅRLIGT RESULTAT AV POSITIONSTAGNING

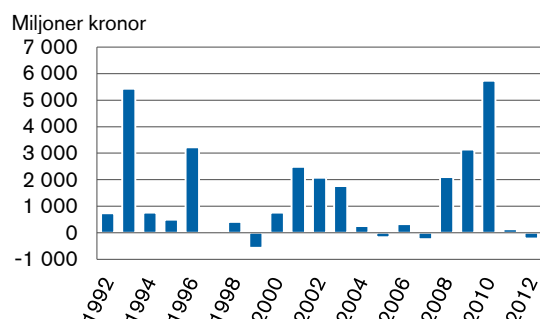
Miljoner kronor	2008	2009	2010	2011	2012	Genomsnitt
Egen positions- tagning	1892	3048	5464	134	-185,3	2071
Varav						
Strategisk	1587	2623	6051	285	0	2109
Löpande	305	426	-587	-151	-185	-38
Extern positions- tagning	187	90	263	-1	-25	103
<b>Totalt resultat</b>	<b>2079</b>	<b>3138</b>	<b>5727</b>	<b>133</b>	<b>-210</b>	<b>2173</b>

## 5.1 Begränsad förlust 2012

Positionstagning är en verksamhet där resultatet ofrånkomligen varierar mellan enskilda år. Den utvärderas därför i femårsperioder. Under åren 2008–2012 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 och den sista biten avvecklades sommaren 2011. Den externa förvaltningen gav ett överskott på 103 miljoner kronor per år. Den interna löpande förvaltningen gav ett underskott på 38 miljoner kronor per år.

Under 2012 gav verksamheten en förlust på 210 miljoner kronor; se tabell 10.

DIAGRAM 15. ÅRLIGT RESULTAT AV POSITIONSTAGANDE



### Löpande positionstagning

Finansmarknaderna fortsatte att präglas av politiska skeenden snarare än den makroekonomiska utvecklingen. Räntor på flera håll i världen föll till nya nya rekordnivåer. I både Tyskland, Frankrike, Schweiz och Danmark uppträdde under året negativa nominella räntor på korta löptider. Realräntor har fortsatt att falla till ännu mer negativa nivåer.

Den svårbedömda miljön visade sig i det svaga resultatet för både den interna och externa positionstagningen som bägge gav ett negativt resultat. Den egna löpande positionstagningen gav en förlust på 185 miljoner kronor medan den externa löpande förvaltningen gav ett negativt resultat på 25 miljoner kronor; se tabell 10. Bägge resultaten motsvarar cirka 0,10 procent av nominellt förvaltad belopp.

Förlusten kan till största delen hänföras till årets andra kvartal. Under första kvartalet befann sig räntor i en stark uppåtgående trend drivet av förbättringar på den amerikanska arbetsmarknaden och likviditetsinjektioner av ECB i Europa. Detta förbyttes dock snabbt under andra kvartalet till kraftigt fallande räntor då återhämtningen på arbetsmarknaden kom av sig samtidigt som oron för utvecklingen i framför allt Grekland eskalerade. Under sommaren noterades de hittills lägsta nivåerna på flera räntemarknader. En amerikansk tioårig obligation föll till 1,38 procent%, en tysk tio åring till 1,17 procent, en svensk tioåring till 1,17 procent som lägst under sommaren. En tysk tvåårig obligation noterades som lägst till -0,09 procent.

Sent under augusti höll ECB-chefen Mario Draghi ett tal där han lovade att ECB skulle göra vad som krävdes för att rädda valutasamarbetet. Detta tillsammans med nya kvantitativa lättnader från Federal Reserve gjorde att riskapiten att återigen förbättrades. Tioårsräntor i USA handlade återigen upp till nivåer strax under 2 procent. Makrodata visade under hösten på en modest återhämtning.



### Positioner i den löpande interna förvaltningen

För Riksgäldens positionstagning har miljön varit krävande. Ett positivt resultat vändes till ett negativt då räntorna föll tillbaka i snabb takt under april och maj månad. Till viss del har det negativa resultatet motverkats av lyckosamma positioner för flackare kurvor i Europa samt positioner för stigande räntor från negativa absoluta nivåer. Riksgälden har inom ramen för positionstagningen betalat negativa räntor i ränteswappar i schweizerfranc samt indirekt betalat negativa räntor genom räntefutures på en tysk tvåårig obligation.

Riksgälden har under året haft position för en starkare dollar mot australiensiska dollar, euron samt den japanska yenen. Taktiska förändringar har gjort att den korta positionen i australiensiska dollar har varit gynnsam trots att valutan har stärkts något under året. Mot euron har Riksgälden inte lyckats anpassa exponeringen lika väl till marknadsrörelserna och eurons appreciering tyngde därför resultatet. Mot slutet av året började yenen försvagas kraftigt och denna position gav därmed överskott.

### Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i den egna aktiva förvaltningen, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar Riksgälden sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltare tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. PIMCO, IPM och Mellon har varit anlitade under hela året. Förvaltningsavtalet med Amundi sades upp under februari. Från och med november har Alliance Bernstein anlitats.

Förvaltarnas riskmandat beräknas på nominella referensportföljer som totalt motsvarar 6 eller 8 miljarder kronor per förvaltare. Resultatet utvärderas kontinuerligt både i absoluta och relativa termer.

### Riskjusterat resultat

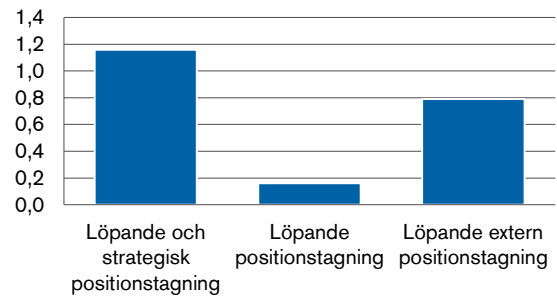
Den så kallade informationskvoten är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat.<sup>1</sup> En hög informationskvot innebär att förvaltningen uppnått ett starkt resultat i förhållande till den risk man tagit för att uppnå resultatet. Diagram 16 visar det riskjusterade resultatet för strategiska positioner, den löpande positionstagningen samt den externa förvaltningen som grupp. Informationskvoten för den totala förvaltningen visar den samlade positionstagningen och tar därmed hänsyn till alla diversifieringseffekter.

<sup>1</sup> 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.

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

DIAGRAM 16. RISKJUSTERAT RESULTAT

Informationskvot



### Diversifiering

Alla de externa förvaltare har samma mandat och kan ta positioner på samma marknader med samma typ av instrument. Trots detta kan Riksgälden observera tydliga positiva diversifieringseffekter. De har alla unika förvaltningsstilar, är baserade i olika länder och har olika infallsvinklar.

Den samlade positionstagningen visar ett bättre riskjusterat resultat än den genomsnittlige enskilde förvaltaren. De externa förvaltarens resultat hade under 2012 en standardavvikelse på i genomsnitt 47 baspunkter av förvaltad belopp. Adderar Riksgälden ihop de enskilda förvaltare till en grupp minskar standardavvikelsen för gruppens resultat till 28 baspunkter.

Riksgälden observerar samma fenomen för hela den löpande positionstagningen även om effekten är mindre eftersom den interna positionstagningen är dominerande i storlek. Hela den löpande positionstagningen hade en standardavvikelse under 2012 motsvarande 15 baspunkter av förvaltad belopp samtidigt som standardavvikelsen för den interna löpande positionstagningen var 18 baspunkter.

### Informationsöverföring

Förutom att fungera som en diversifiering av positionstagningen är syftet också att de externa förvaltare ska bidra med kunskaps- och informationsöverföring. Framst sker detta genom att Riksgälden får daglig insyn i förvaltarens enskilda och samlade positioner. Förvaltarens positioner har varierat kraftigt under året och sinsemellan. Detta speglar den svårbedömda utvecklingen och avsaknaden av trender under året.

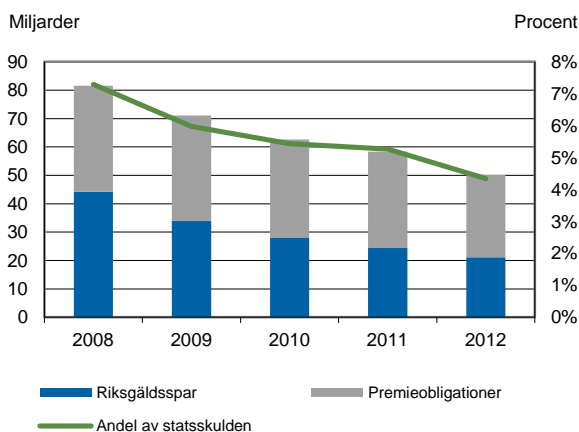
Utöver den löpande utvärderingen av positioneringen har Riksgälden haft regelbundna möten och telefonkonferenser med förvaltare. Den regelbundna kontakten ökar förståelsen för de olika förvaltningsprocesserna samt ger från tid till annan idéer som kan användas även i den egna förvaltningen.

# 6 Privatmarknadsupplåning

Riksgälden lånar inte bara på den institutionella marknaden utan också av privatpersoner och mindre investerare för att finansiera statsskulden. Riksgälden erbjuder sparprodukterna premieobligationer och Riksgäldsspar. Vid årets slut var 50,1 miljarder kronor, eller 4,3 procent av statsskulden, finansierade på detta sätt; se diagram 17.

Målet för privatmarknadsupplåningen är att den ska vara billigare än den upplåning Riksgälden gör via statsskuldväxlar och statsobligationer. Under 2012 minskade privatmarknadsupplåningen kostnaden för statsskulden med 129 miljoner kronor. För femårsperioden 2008–2012 var den samlade kostnadsbesparingen 804 miljoner kronor; se Tabell 11.

DIAGRAM 17. PRIVATMARKNADSUPPLÅNING, TOTALT OCH SOM ANDEL AV STATSSKULDEN 2008-2012



## Låg ränta krymper marknadsandel

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid årets slut för 3,3 procent av räntesparmarknaden i Sverige, vilken innefattar bankinlåning, räntefonder och privatobligationer. Det är en minskning med 0,9 procentenheter jämfört med föregående årsskifte. Räntesparmarknaden har vuxit samtidigt som sparande i Riksgälden har minskat. Den låga räntan på statspapper gör att Riksgälden har svårt att konkurrera med annat sparande.

## Nya premieobligationer i april

I april sålde Riksgälden nya premieobligationer för 2 miljarder kronor. På grund av den låga marknadsräntan var det osäkert in i det sista om Riksgälden skulle kunna ge ut premielånet. Utlovningsprocenten, den ränta som årligen lottas ut som skattefria vinster, blev 0,80 procent och garantiräntan 0,50 procent.

Höstens planerade premielån fick ställas in eftersom räntan då var för låg för att räcka till en rimlig vinstplan. Sammanlagt under året minskade den utestående volymen av premieobligationer med cirka 5 miljarder kronor.

Resultatet för premieobligationer blev 126 miljoner kronor under 2012. Det är 5 miljoner kronor lägre än under 2011. Resultatet påverkades av att den utestående volymen minskade. Samtidigt blev kostnaderna lägre i och med att Riksgälden bara gav ut ett nytt premielån.

Preskriberade oinlösta obligationer har stor effekt på resultatet. Premieobligationer preskriberas tio år efter förfall och pengarna tillfaller då staten. Under 2012 preskriberades färre obligationer än 2011, vilket försämrade resultatet jämfört med 2011. Räknar man bort intäkterna från preskriberade obligationer förbättrades i stället resultatet 2012 med 9 miljoner kronor. Den här effekten upphör från och med 2013 eftersom alla äldre obligationer nu är preskriberade.

## Minskat utflöde från Riksgäldsspar

Den utestående volymen i Riksgäldsspar minskade med 3 miljarder kronor under 2012. Minskningen skedde i lägre takt än 2011. Under de senaste åren har låga räntor gjort det svårt att locka kunder. På konton med rörlig ränta gick räntan under 2012 ned från 1,50 till 0,75 procent i takt med att Riksbanken sänkte reporäntan.

Konton med fast ränta är kopplade till räntan på statspapper. Räntan låg under en procent för alla löptider under merparten av året. Konton med fast ränta står endast för en mindre del av inlåningen i Riksgäldsspar. Sedan den 10 december öppnar Riksgälden inte längre några nya konton med fast ränta. Det beror på att intresset är så svagt att det inte är lönsamt att erbjuda dessa konton. Redan gjorda insättningar löper till förfall enligt avtal med kunden.

Vinsten för Riksgäldsspar blev 4 miljoner kronor under 2012. Det är cirka 8 miljoner kronor mindre än föregående år. Försämringen beror på det minskade sparandet.

TABELL 11. BESPARING PRIVATMARKNADSUPPLÅNING

Miljoner kr	2008	2009	2010	2011	2012	Genomsnitt
Premieobligationer	106	170	171	130	126	141
Riksgäldsspar	38	36	12	11	4	20
<b>Summa</b>	<b>144</b>	<b>206</b>	<b>183</b>	<b>142</b>	<b>129</b>	<b>161</b>

# 7 Marknads- och skuldvard

## 7.1 Riksgäldens strategi

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

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvård 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 Riksgälden rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. I den beskrivs samverkan mellan 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. Varje år frågar Riksgälden investerare och återförsäljare bl.a. hur de uppfattar Riksgäldens kommunikation.

Investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Även i årets undersökning värderas Riksgäldens upplåningsverksamhet högre för sin transparens jämfört med andra skuldkontor av återförsäljare och utländska investerare.

Riksgälden följer en långsiktig plan och arbetar kontinuerligt med svenska och internationella motparter. Resor till utländska investerare i Europa, Östeuropa, Centralasien, Mellanöstern och Nordamerika genomfördes under 2012. I övrigt deltar Riksgälden regelbundet som talare på investerarseminarier.

En mer detaljerad beskrivning av ovanstående principer finns i Riksgäldens finans- och riskpolicy.

## 7.2 Marknadsåtagande

Riksgälden har ett antal marknadsvårdande åtaganden gentemot sina 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 det kassamässiga finansieringsbehovet ser ut.

Dessa marknadsåtaganden innebär:

- Tillgång till en obegränsad repofacilitet vad gäller statsobligationer och realobligationer. Begränsad repofacilitet vad gäller statsskuldväxlar.
- Byten mellan realobligationer till ränta baserad på rådande marknadsförhållanden och efterfrågan samt en viss premie. Bytesfaciliteten upphör när lånen blir kortare än ett år.
- Reposwappar i samtliga instrument med fast prissättning till en begränsad volym. Reposwappar betyder att Riksgälden byter ett statspapper mot ett annat (med avtal om återlämning), vilket till skillnad från vanliga repor gör att det inte uppstår något kassaflöde.
- Erbjuder byten för att öka volymen i benchmarkobligationer med 2, 5, och 10 år till förfall.

Löpande byten i realobligationer ökade under 2012 och uppgick till 11,2 miljarder kronor vilket kan jämföras med 8,8 miljarder kronor 2011. De marknadsvårdande reporna är det marknadsåtagande som är mest efterfrågat. En marknadsvårdande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper med avtal om att sälja tillbaka det en dag senare. Under 2012 gjorde Riksgälden marknadsvårdande repor i statsobligationer för i genomsnitt 0.7 miljarder kronor per bankdag. 2011 var denna siffra 2 miljarder.

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

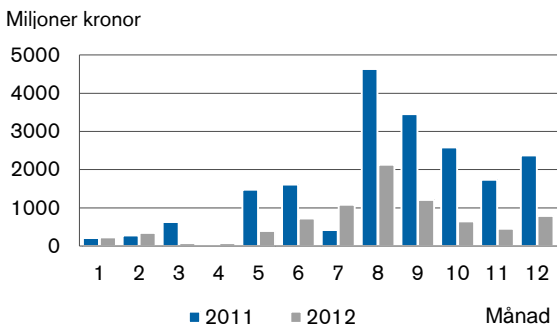
Våra marknadsvårdande repor upprätthåller en fungerande repomarknad och erbjuder en sista utväg för investerare som efterfrågar instrumenten det råder brist på. Detta begränsar risken för investerare att handla med statspapper, vilket är viktigt för en likvid marknad.

Efterfrågan på statspapper varierar mycket under året, dels till följd av efterfrågan och läget på de finansiella marknaderna, dels till följd av rena säsongsvariationer. Efterfrågan på statspapper och andra typer av säkra placeringar ökar normalt vid årsskiftet.

Den dagliga genomsnittliga repovolymen i statsobligationer minskade något under 2012 jämfört med föregående år. Riksgälden gör bedömningen att det i dagsläget inte är nödvändigt att genomföra några större förändringar i

marknadsåtagandena. Villkoren för marknadsvårdande repor i statsskuldväxlar förändrades under hösten för att bidra till bättre likviditet. Riksgäldens sammantagna bedömning är att repoåtagandet har fortsatt positiva effekter på marknadens stabilitet. Det är viktigt att marknaden fungerar väl även i orostider. Det sänker statens lånekostnader och bidrar till att upprätthålla en god, långsiktig relation med Riksgäldens investerarebas.

DIAGRAM 18. MARKNADSVÅRDANDE REPOR I STATSOBLIGATIONER, DAGSGENOMSNIITT



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 Riksgäldens återförsäljare sedan många år bidragit till infrastrukturen. Riksgäldens marknadsåtagande är också en viktig förklaring.

Men god likviditet är en förutsättning för att kunna låna kostnadseffektivt på marknaden. Riksgälden erbjöd under 2012 marknaden att vid ett par auktioner göra byten till den nya tioåriga benchmarkobligationen. På så sätt kan utestående volym benchmarkobligationer ökas utan att påverka lånebehovet. Bytena har tagits emot positivt av marknaden och Riksgälden kommer fortsätta erbjuda byten under 2013.

### 7.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden

TNS Sifo Prospera har för nionde året i rad på Riksgäldens uppdrag frågat svenska och utländska investerare samt återförsäljare hur de uppfattar Riksgäldens upplåningsverksamhet. Undersökningen gjordes under perioden 19 november till 18 december 2012. Totalt 8 återförsäljare och 48 svenska och utländska investerare deltog. Svarsfrekvensen uppgick till 95 procent, i linje med föregående års undersökning.

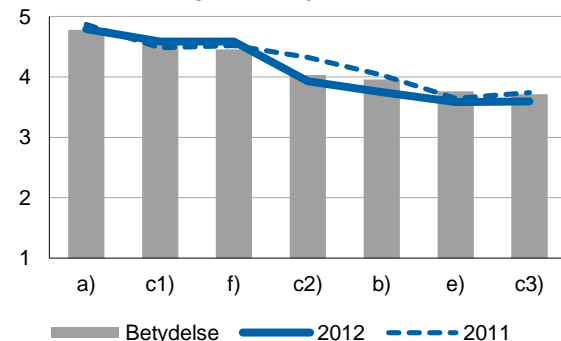
Förtroendet för Riksgäldens upplåningsverksamhet är fortsatt högt och för andra året i rad ökade värderingen. Den största ökningen sker hos internationella investerare och Riksgäldens återförsäljare. Värderingen hos svenska investerare är i linje med föregående år.

De tydligaste styrkorna är information om statens lånebehov, information om volymer och villkor för statsobligationer. Svenska aktörer ger gott betyg för lyhördheten och information avseende statsskuldväxlar. Riksgälden får även högt betyg för marknadsvård i statspappersrepor och information om realobligationer. Svagheter ligger i kontakten med främst svenska investerare. 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 information om statsobligationer och marknadsvårdande repor.
- Riksgälden värderas högre för transparens jämfört med utländska skuldkontor. Det anser majoriteten av återförsäljarna och de utländska investerarna.
- Återförsäljarna ger ett högt betyg för marknadsvården i repor med statspapper och personlig kontakt, 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 statsobligationer. Likviditeten i andrahandsmarknaden för statsskuldväxlar och realobligationer har förbättrats från en låg nivå jämfört med föregående år.
- Riksgäldens webbplats är fortsatt den viktigaste och vanligaste informationskanalen för statens lånebehov, finansiering, auktionsvillkor och resultat. Överskådligheten och sökvägarna kan dock förbättras.

Sammantaget är helhetsintrycket något mer positivt jämfört med föregående år.

DIAGRAM 19. VÄRDERING AV RIKSGÄLDEN SVENSKA INVESTERARE 2012



Förklaring: Betygsskalan är från 1 till 5. Värden på eller över 4 tolkas erfarenhetsmässigt som utmärkta, kring 3,5 som "ganska bra" och värden under 3 som underkända.

## Områden som täcks av undersökningen

### Kommunikation

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

### Upplåning – Bra information om volymer och andra villkor för

- c1 statsobligationer
- c2 realobligationer
- c3 statsskuldväxlar (svenska aktörer)

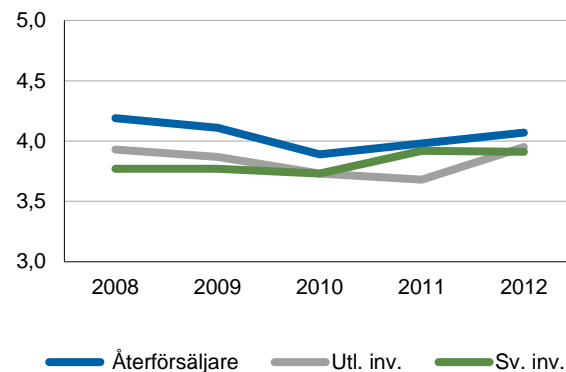
### Marknadsvård – Bra marknadsvård genom (återförsäljare)

- d1 repor i statspapper
- d2 byten av realobligationer

### Generellt

- e marknadens önskemål (svenska aktörer)
- f tydligt/konsekvent agerande

DIAGRAM 20. 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. Värdet över 4 tolkas erfarenhetsmässigt 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. Riksgälden har utarbetat strategier för förvaltningen som Riksgälden 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 Riksgälden ska arbeta operativt för att säkerställa att långsiktigt kunna låna till attraktiva villkor. Bland annat arbetar Riksgälden aktivt med marknadsvård och strävar efter öppenhet, tydlighet och förutsägbarhet.

Att exakt utvärdera huruvida strategierna leder till att nå det övergripande målet är inte möjligt. Det finns ingen entydig måttstock för att utvärdera riktlinjebesluten. Riksgäldens förslag till riktlinjer utgår från en bedömning av hur skulden bör hanteras för att nå målet. Sedan systemet med årliga riktlinjer infördes 1998 har regeringen i allt väsentligt följt Riksgäldens 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 arbetet med riktlinjeförslagen givit ett viktigt bidrag till att uppnå det övergripande målet för statsskuld förvaltningen.

Det är inte heller möjligt att kvantifiera effekten av policy för marknadsvård m.m. Med hjälp av den årliga enkätundersökningen kan däremot konstateras att Riksgälden åtnjuter starkt förtroende bland såväl svenska som utländska investerare och står sig väl i jämförelse med andra statliga låntagare. Därmed visar mätningen en hög grad av måluppfyllelse för strategin.

Räntorna på svenska statspapper är låga i förhållande till andra statsräntor. De låga räntorna beror givetvis främst på förväntningar om penningpolitiska styrräntor och statsfinanserna, men utan en väl fungerande statspappersmarknad och stort förtroende för upplånings-verksamheten hade inte efterfrågan på svenska statspapper varit lika stark. Förra året noterades den svenska tioårsräntan som lägst nära 1 procent; se diagram 21.

DIAGRAM 21. TIOÅRIG STATSRÄNTA UNDER 2012



Sammantaget bedömer Riksgälden att målen uppnåddes genom att följa de principer som regeringen och Riksgälden har satt upp för statsskuld förvaltningen. Några exempel:

## Operativ förvaltning med hänsyn till målen

Riksgälden förvaltade statsskulden i enlighet med gällande riktlinjer för andelar och löptider. Även inom ramen för riktlinjerna planerade Riksgälden upplåningen med hänsyn till målet om långsiktig kostnadsminimering. Ett exempel på det är att emissioner i statsobligationer prioriterades framför annan upplåning eftersom upplåningsbehovet var begränsat. För att nå löptidsmålet för den nominella kronskulden kombinerades upplåningen med ränteswappar. Statsobligationsmarknaden är Riksgäldens viktigaste lånemarknad och för att säkerställa god framtida beredskap är det viktigt att upprätthålla infrastruktur och likviditet i den marknaden.

För att minimera finansierings- och refinansieringsrisker i förvaltningen hanterar Riksgälden kommande lånefall löpande under en lång tidsperiod. Upplåningen fördelades därför jämnt över året i 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. Riksgälden strävar efter att vara så öppna och tydliga som möjligt i kommunikation med marknaden. I 2012 års enkätundersökning fick Riksgälden fortsatt betyget utmärkt för tydlighet, kommunikation och konsekvent agerande. Riksgälden värderades också högre än andra statliga skuldkontor vad gäller transparens.

## Marknadsvård

Riksgälden arbetade aktivt med marknadsvårdande åtgärder under 2012. Bland annat erbjöds byten i statsobligationer vid flera tillfällen i syfte att öka den utestående volymen i referenslånen. Riksgälden ändrade även villkoren för marknadsvårdande repor i statsskuldväxlar för att bidra till bättre likviditet i marknaden. Värdet av repoåtagandet bekräftades i enkätundersökningen där Riksgäldens marknadsvård i statspappersrepor fick gott betyg.

## Positionstagning

Genom derivatpositioner i utländsk valuta kan skuldens exponering justeras i syfte att sänka kostnaden. Den senaste femårsperioden har Riksgälden sparat i genomsnitt 2,2 miljarder kronor per år, till största delen tack vare positionen för en starkare krona som byggdes upp under 2009. För 2012 blev resultatet dock att kostnaden ökade med 212 miljarder kronor.





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