

# Underlag till utvärdering av statsskuldsförvaltningen

*2008 och 2009*



# Innehåll

<b>Innehåll</b>	<b>0</b>
<b>1 Mål för statsskuldshöveln</b>	<b>1</b>
<b>2 Statsskuldens kostnad och risk</b>	<b>3</b>
2.1 Räntebetalningar på statsskulden	3
2.2 Genomsnittlig emissionsränta – ett mått på statsskuldens kostnad	3
2.3 Risk i genomsnittlig emissionsränta	4
<b>3 Strategiska beslut</b>	<b>6</b>
3.1 Löptiden i de enskilda skuldslagen	6
3.2 Valutaamortering	6
3.3 Valutaskuldens fördelning	7
3.4 Andelsstyrning	8
3.5 Aktiv förvaltning	8
<b>4 Upplåning</b>	<b>11</b>
4.1 Lånestrategi	11
4.2 Utmaningar under 2008 och 2009	11
4.3 Nominell upplåning i kronor	12
4.4 Realupplåning	16
4.5 Valutaupplåning	17
4.6 Likviditetsförvaltning	19
<b>5 Aktiv förvaltning i utländsk valuta</b>	<b>22</b>
5.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2008–2009	22
5.2 Resultat och utvärdering 2005–2009	24
<b>6 Privatmarknadsupplåning</b>	<b>25</b>
<b>7 Marknads- och skuldård</b>	<b>27</b>
7.1 Vår strategi	27
7.2 Marknadsåtagande	27
7.3 Extra emissioner i statsskuldväxlar	28
7.4 Investerarnas uppfattning om Riksgålden	30
<b>8 Måluppfyllelse &amp; resultat</b>	<b>32</b>

# 1 Mål för statsskuldsvärdningen

Riksgälden ansvarar för att förvalta statsskulden: refinansiera och förvalta utestående skulder och att ta upp nya lån till staten. Upplåningen görs huvudsakligen genom att Riksgälden 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 både på 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 vi säljer och desto lägre blir statens lånekostnader. Marknads- och skuldvärd är därför en del i Riksgäldens uppdrag. Riksgälden bedriver också en aktiv värdning i utländsk valuta 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 kronskuld 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 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. Genom att ha en spridd löptidsstruktur minskar risken att räntekostnaden ökar snabbt till följd av stigande marknadsräntor. 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. Riksgäldens styrelse har även möjlighet att fatta beslut om ränte- och valutapositioner i utländsk valuta.

## Riktlinjer 2008

I riktlinjerna för 2008 står att statsskuldens sammansättning ska styras i riktning mot:

- 15 procent valutaskuld. Amorteringar på valutaskulden ska ske med  $40 \pm 15$  miljarder kronor under året.
- 25 procent real kronskuld. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelsetervall kring andelen för realskulden.
- 60 procent nominell kronskuld.

I riktlinjerna anges att statsskuldens samlade löptid ska styras i riktning mot 4,8 år vid slutet av 2008.

Riksgälden får ta aktiva positioner med derivatinstrument. Syftet är att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs mot andra valutor. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.

I riktlinjerna står också att vi ska låna direkt från privatpersoner och andra mindre placerare, till exempel genom premieobligationer. Målet är att nå största möjliga besparing i förhållande till upplåning via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

## Uppdrag 2008

Regeringen ger i riktlinjerna Riksgälden i uppdrag att

- fortsatt se över den analys och de bedömningar som ligger till grund för regeringens beslut om målandelar för valuta- och realskulden.
- se över repofacilitetens funktion och utformning.

## Ändringsbeslut 2008

- I augusti 2008 fattade regeringen ett ändringsbeslut om övergång från amortering till andelsstyrning av

valutaskulden. Detta som en följd av att andelen hade kommit nära målet om 15 procent.

- I oktober 2008 beslöt regeringen att ge Riksgälden möjlighet att ta upp lån till staten för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider om det behövs för att värna den finansiella stabiliteten.

## Riktlinjer 2009

I riktlinjerna för 2009 står att statsskuldens sammansättning behålls oförändrad jämfört med föregående år och ska styras i riktning mot:

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

I riktlinjerna anges att löptiden för de olika skuldslagen ska vara:

- Valutaskuld: 0,125 år
- Real kronskuld: 10,1 år (vid slutet av 2009)
- Nominell kronskuld: 3,5 år

Riksgälden får ta aktiva positioner med derivatinstrument. Gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Inom nämnda gräns får Riksgälden ta positioner i svenska kronor gentemot andra valutor på maximalt 15 miljarder kronor. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs mot andra valutor. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.

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 via statsobligationer eller statsskuldväxlar.

Regeringen ger Riksgälden rätt att under 2009 ta upp lån till staten för att tillgodose behovet av statslån med olika löptider om det behövs för att värna den finansiella stabiliteten. Riksgälden ges rätt att ha utestående lån i detta syfte till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för ändamålet att motverka en akut brist på statspapper och samtidigt underlätta bankernas och bostadsinstitutens finansiering. Nämnda lån påverkar inte SSK-måttet<sup>1</sup> och

<sup>1</sup> Riktvärdet för hur statsskulden ska fördelas mellan de olika skuldslagen anges i termer av alla framtida kassaflöden (nominell skuld plus kuponger och förväntad inflationskompensation). Det kan också uttryckas som marknadsvärdet av skulden beräknad med nollräntor samt förväntad inflationskompensation. Vi kallar detta mått för statsskuldens summerade kassaflöden (SSK).

därmed inte heller styrningen av skuldandelarna eller löptiden.

## Uppdrag 2009

Regeringen ger i riktlinjerna Riksgälden i uppdrag att:

- Se över den analys och de bedömningar som ligger till grund för regeringens beslut om löptid för den nominella skulden.
- Inom ramen för det statsskuldpolitiska uppdraget, analysera och redovisa de åtgärder som myndigheten vidtagit i samband med finans- och kreditoron.
- Senast den 30 april 2009 redovisa hur ett mer långsiktigt och sammanhållet system kan utformas med hänsyn till de krav som ställs inom ramen för skuld- och marknadsvården och uppgiften att tillgodose behovet av statslån i olika löptider. Dessutom bör Riksgälden redovisa de ytterligare åtgärder som, så långt som möjligt, kan bidra till att säkerställa statspappersmarknadens funktion i tider av stress i det finansiella systemet.
- Ta fram ett huvuddokument i syfte att ge en heltäckande bild av beslut som tagits genom åren och som påverkar den aktuella statsskuldsvårningen.

## Ändringsbeslut 2009

- I mars 2009 upphävde regeringen löptidsmålet för den nominella kronskulden, i syfte att öka beredskapen för större lånebehov och möjliggöra upplåning i långa obligationer.
- I maj 2009 beslöt regeringen att utöka Riksgäldens positionsmandat till max 50 miljarder kronor, mot bakgrund av den mycket svaga kronan och rådande osäkerhet om lånebehovet.

## Läsavisningar

I kapitel 2 redogör vi för kostnader och risk som statsskulden gav upphov till 2008 och 2009. I kapitel 3 sammanfattas de strategiska beslut vi har tagit under dessa två år. Därefter följer en genomgång av den operativa förvaltningen, se kapitel 4–6. Här beskrivs vår upplåningsverksamhet, den aktiva förvaltningen i utländsk valuta samt privatmarknadsupplåningen 2008 och 2009. I kapitel 7 följer en genomgång av den marknadsvård som vi bedrivit för att förbättra statspappersmarknadens funktionssätt. Avslutningsvis redovisas en sammantagen bedömning av resultat och måluppfyllelse.

## 2 Statsskuldens kostnad och risk

### 2.1 Räntebetalningar på statsskuden

#### Räntebetalningar på statsskuden 2008

Räntebetalningarna var 33,2 miljarder kronor under 2008. Det anvisade anslaget var 40,6 miljarder kronor. Skillnaden förklaras främst av högre överkurser vid emission än beräknat, vilket i sin tur förklaras av lägre marknadsräntor än de som låg till grund för beräkningarna av anslaget. De högre överkurserna motverkades något av att kursförlusterna vid återköp också blev högre. Även valutavinsterna blev högre än beräknat.

Jämfört med 2007 minskade räntebetalningarna med 14,0 miljarder kronor. Valutadifferenser förklarar 9,0 miljarder kronor och överkurser vid emission 4,5 miljarder kronor av skillnaden mellan åren. Storleken på valutakursdifferenserna beror på hur valutakurserna för lån i utländsk valuta utvecklar sig mellan tidpunkten för när lånet togs upp och när lånet förfaller. Under hösten 2008 hade Riksgälden också placeringar i utländsk valuta eftersom likviden för Vin & Sprit betalades i utländsk valuta. Placeringarna genererade vinster vid förfall eftersom kronan försvagats.

Räntor på lån i svenska kronor låg kvar på ungefär samma nivå som under 2007. Att räntebetalningarna inte minskade trots en fallande statsskuld beror bland annat på att realobligation 3101 förföll. En stor del av räntan på en realobligation betalas vid förfall. Räntor på lån i utländsk valuta minskade med drygt 1 miljard kronor. Löpande räntebetalningar låg totalt sett kvar på en oförändrad nivå jämfört med 2007.

#### Räntebetalningar på statsskuden 2009

Räntebetalningarna var 31,4 miljarder kronor under 2009. Det anvisade anslaget var 33,7 miljarder kronor. Skillnaden förklaras främst av lägre marknadsräntor än de som låg till grund för beräkningarna av anslaget. Det gav lägre räntor på lån i svenska kronor samt högre överkurser vid emission än beräknat. De lägre räntorna motverkades av att valutaförlusterna blev större än beräknat.

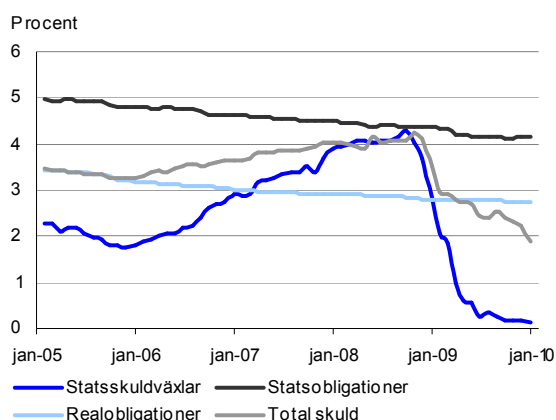
Jämfört med 2008 minskade räntebetalningarna med 1,8 miljarder kronor. Lägre marknadsräntor gjorde att räntor på lån i svenska kronor, utländsk valuta samt in- och utlåning sammantaget minskade med 17,7 miljarder kronor. Överkurser vid emission och kursförluster minskade med 2,8 respektive 2,3 miljarder kronor. Samtidigt ökade valutakursdifferenser med 20,4 miljarder kronor. Storleken på valutakursdifferenserna beror på hur valutakurserna för lån i

utländsk valuta utvecklar sig mellan tidpunkten för när lånet togs upp och när lånet förfaller. Vinsterna och förlusterna påverkas även av valutaterminer som vi använder för att uppnå den valutaexponering vi bestämt för varje valuta.

### 2.2 Genomsnittlig emissionsränta – ett mått på statsskuldens kostnad

Statsskuldens kostnad kan beräknas genom att periodisera räntebetalningarna. Med emissionsränta som kostnadsmått betraktas betalningarna som jämnt fördelade över instrumentets löptid. Måttet beräknas vid varje månadsslut som ett nominellt viktat medelvärde av historiska emissionsräntor. Genomsnittliga emissionsräntor för statsskuden som helhet och våra största låneinstrument i svenska kronor redovisas i Diagram 1.

Diagram 1 GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR



Anm.: Den totala statsskuldens emissionsränta är beräknad inklusive swappar och likviditetsförvaltningsinstrument.

Den genomsnittliga emissionsräntan för hela statsskuden steg marginellt under 2008 för att sedan sjunka kraftigt under hela 2009. De lägre marknadsräntorna slår igenom fullt ut på emissionsräntan i alla lån och instrument med korta löptider. Obligationsstockens emissionsränta förändras däremot betydligt långsammare eftersom stocken omsätts i långsammare takt. Vid utgången av 2009 var statsskuldens genomsnittliga emissionsränta 1,9 procent.

#### Nominella obligationer

Den genomsnittliga emissionsräntan för den totala stocken av nominella obligationer har gradvist sjunkit sedan 2007 då den var 4,48 procent. I slutet av 2009 hade den fallit till 4,15

procent. Den lägre genomsnittliga emissionsräntan förklaras av att emissionerna skett till lägre marknadsräntor än det historiska snittet. Vid utgången av 2008 hade vi sålt obligationer för motsvarande 47 miljarder kronor till en snittränta på 3,82 procent vilket var 0,31 procentenheter lägre än 2007. Under 2009 såldes nominella obligationer för 110 miljarder kronor till en ränta på 3,17 procent, vilket var 0,65 procentenheter lägre kostnad för nyupplåningen jämfört med året innan. I 2009 års genomsnittliga emissionsränta ingår 30-åringen som såldes till en ränta på 3,75 procent.

### Statsskuldväxlar

Den genomsnittliga emissionsräntan för utestående växlar förändras snabbt till rådande marknadsränta. Det beror på att hela växelstocken omsätts till nya räntenivåer inom loppet av sex månader. 2009 sjönk den genomsnittliga emissionsräntan följdenligt i takt med snabbt sjunkande marknadsräntor. Den genomsnittliga emissionsräntan för utestående stock växlar beräknades i december 2009 till 0,13 procent vilket kan jämföras med 2,82 procent i slutet av 2008. Under året emitterade vi drygt 300 miljarder kronor i växlar, en minskning från 2008 års volym på 450 miljarder kronor. Den utestående stocken var 115 miljarder kronor vid årsskiftet 2009 gentemot 139 miljarder kronor vid utgången av 2008.

### Realobligationer

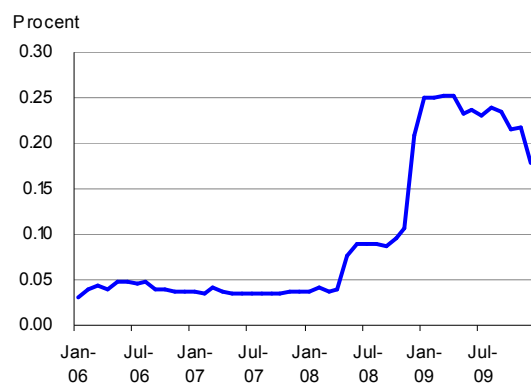
Den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationsstocken vid utgången av 2009 var 2,77 procent, vilket var en marginellt lägre ränta jämfört med året innan. För sålda obligationer 2009 var kostnaden 1,42 procent. Detta var 0,37 procentenheter lägre ränta jämfört med 2008. Den lägre upplåningskostnaden förklaras av den allmänna räntenedgången vi såg i såväl nominella som reala

obligationsmarknaden. Bruttoförsäljningen uppgick till drygt 10 miljarder kronor. En tredjedel av försäljningen skedde i rena auktioner. Resterande del var auktionerade och löpande byten.

## 2.3 Risk i genomsnittlig emissionsränta

Statsskuldens risk styrs bland annat av löptidsmål för de tre skuldslagen. Löptid anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid vilket bestämmer hur ofta statsskuldens löpande emissionsräntor förändras. Löptidsmålen syftar till att styra och begränsa risken i den förväntade kostnaden. Vi förväntar oss exempelvis att variationerna i statsskuldens kostnad blir högre vid ett kort löptidsmål än för ett långt löptidsmål. En osäkerhet om framtiden, det vill säga förväntad risk, ska inte förväxlas med ett historiskt utfall som vi ger exempel på i Diagram 2.

Diagram 2 RISKEN MÄTT SOM STANDARDAVVIKELSER PÅ MÅNADSFÖRÄNDRINGAR I GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR



Tabell 1 GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR (GER)<sup>1</sup>

	Nominella obligationer			Statsskuldväxlar <sup>4</sup>			Realobligationer <sup>5</sup>		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Total skuld <sup>2</sup> (mdkr)	511	508	505	180	139	115	216	207	200
Upplåning <sup>3</sup> (mdkr)	61	47	110	318	453	304	17	20	10
GER total skuld (%)	4,48	4,36	4,15	3,89	2,82	0,13	2,94	2,83	2,77
GER upplåning (%)	4,13	3,82	3,17	3,60	3,76	0,43	1,85	1,79	1,42

<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 och säljdelen i bytestransaktioner.

<sup>4</sup> Inklusiva likviditetsväxlar och extraväxlar utestående vid årsskiftet 2008/2009.

<sup>5</sup> Volymen realobligationer är inklusive upplupen inflation.

Förväntade risker är framåtblickande och kan till exempel beräknas med hjälp av Cost-at-Risk-tekniker. Diagram 2 redovisar inte förväntade risker utan variationer i månadsutfall. Risken beräknas som standardavvikelse på ett års rullande månadsförändringar i emissionsräntan. Variationen i den historiska emissionsräntan är ett sätt att beskriva risken "med facit i hand".

Ex post var risken stabil fram till mitten av 2008. Därefter ökar risknivån, vilket sammanföll med en ökad osäkerhet på finansmarknaden. En viss eftersläpning föreligger dock på grund av att risknivån räknas ut med hjälp av ett års historik. Under hösten 2008 kulminerade krisen. Vi såg framför allt sjunkande räntor på statsskuldväxlar och en allt svagare kronkurs.

Sammantaget föll kostnaderna medan risken steg eftersom skillnaden mellan enskilda månadsutfall ökade. I början av 2009 var den årliga kostnaden cirka 30 miljarder kronor samtidigt som variationen i den genomsnittliga emissionsräntan nådde sin höjdpunkt på 25 baspunkter. Resterande kvartalen under 2009 innebar fortsatt hög risk men med fallande risknivå.

Det är värt att lägga på minnet att statsskultsförvaltningen begränsas av flera restriktioner utöver olika löptidsmål. Riktlinjebeslutet innebär bland annat att vi beaktar statsskuldens andelar och tar hänsyn till hela statens balansräkning i ett så kallat ALM-perspektiv<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> ALM-perspektivet handlar om att se statsskuden i ett samlat balansräkningsperspektiv, på så sätt att skuldens egenskaper bör avvägas med hänsyn till storleken på och sammansättningen av statens tillgångar (i vid mening). Detta brukar betecknas som ett ALM-mässigt synsätt, där förkortningen kommer från engelskans "asset and liability management".

# 3 Strategiska beslut

## 3.1 Löptiden i de enskilda skuldslagen

Regeringen beslutade i 2008 års riktlinjer för statsskuldens förvaltning att löptidsriktvärdet för hela skulden, som skulle uppnås vid utgången av året, skulle vara 4,8 år. Nivån på den samlade löptiden baseras i praktiken på Riksgäldens analyser och överväganden kring respektive delskulds löptid. För 2008 innebar det att den nominella kronskuldens löptid skulle vara 3,5 år, realskuldens löptid 10,1 år och valutaskuldens löptid 0,125 år. Riktvärdet för den samlade löptiden beräknas genom att väga samman delarna med de föreslagna andelsriktvärdena, det vill säga 15 procent valutaskuld, 25 procent realskuld och 60 procent nominell skuld.

Den samlade löptiden var ett verktyg för regeringens styrning av statsskuldens löptid på en överordnad nivå. Genom att ange ett riktvärde för den samlade löptiden kunde regeringen besluta om inriktningen på en övergripande nivå och delegera genomförandet till Riksgälden. Riksgälden fördelade löptiden på delskulderna så att den samlade löptiden uppnåddes.

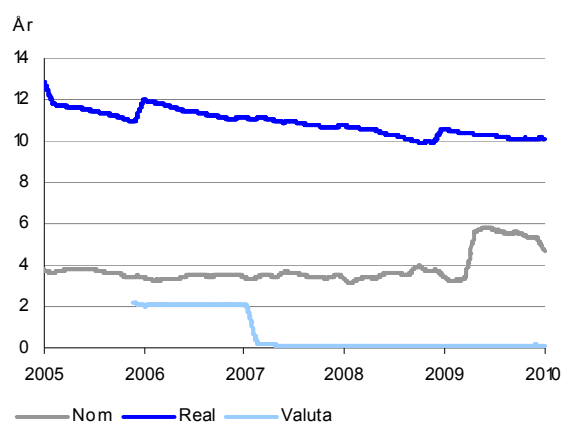
Inför 2009 beslutade regeringen i riktlinjerna om separata riktvärden för löptiden i respektive skuldslag. De skulle vara 3,5 år för den nominella kronskulden, 10,1 år för realskulden respektive 0,125 år för valutaskulden. De huvudsakliga skälen till förändringen var att skapa en tydligare styrning. Eftersom löptiden för valutaskulden målsatts till den kortast möjliga och löptiden för realskulden är svår att styra på kort sikt kom löptidsmålet i praktiken att avse löptiden för den nominella kronskulden.

Även styrningen av skuldandelarna förändrades något. Realskuldens riktvärde skulle från och med 2009 uppnås på lång sikt. Förändringen var rimlig i ljuset av att realandelen växte som en följd av att statsskulden som helhet minskade snabbt. Återköp av utestående obligationer bedömdes som olämpligt ur ett kostnadsperspektiv och långsiktig styrning framstod som ett bättre alternativ.

Redan tidigt under 2009 förändrades förutsättningarna för det innevarande årets riktlinjer. Prognoserna på det kommande lånebehovet reviderades uppåt i snabb takt samtidigt som räntorna föll kraftigt. Förutsättningarna för att ge ut statsobligationer med lång löptid framstod som mycket fördelaktiga. Regeringen upphävde, på Riksgäldens förslag, beslutet om riktvärde för den nominella kronskuldens löptid, vilket gjorde det möjligt för Riksgälden att ge ut en stor volym långa obligationer.

I mars steg löptiden som en konsekvens av att Riksgälden gav ut 30-åriga obligationer till en volym på 38 miljarder kronor. Resten av året kom räntebindningstiden för den nominella kronskulden att ligga omkring 5,5 år.

Diagram 3 SKULDSLAGENS LÖPTID



Anm.: 30 dagars glidande medelvärde.

## 3.2 Valutaamortering

Enligt regeringens ursprungliga riktlinjer för 2008 var riktvärdet för amorteringen av valutaskulden 40 miljarder kronor. Riksgälden gavs möjlighet att avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor.

Riksgälden amorterade sammanlagt 37 miljarder kronor under 2008. Förfallen tillsammans med andra återbetalningar i valutaskulden uppgick till 42 miljarder kronor. Under året gav vi inte ut några obligationer i utländsk valuta. Däremot skapade vi exponering i utländsk valuta motsvarande 5 miljarder kronor genom att låna i nominella statsobligationer och byta dem mot valutaupplåning genom swappavtal.

Regeringen beslutade den 28 augusti 2008 att slopa riktvärdet för amorteringstakten och i stället styra valutaskulden med ett riktvärde för dess andel av den totala skulden. Därmed gäller att andelen valutaskuld ska vara 15 procent av statsskulden. Kring denna andel ska ett styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter tillämpas.

Orsaken till övergången var att valutaskuldens andel hade kommit nära 15 procent och att regeringen redan i riktlinjerna



för 2007 beslutat om ett nytt styrsystem för statsskuldens förvaltning. Bakom förändringen låg ett flerårigt arbete med att reducera valutaskuldens storlek. Den omedelbara orsaken var dock att försäljningsinkomsterna för Vin & Sprit på motsvarande 50 miljarder kronor var i utländsk valuta.

Styrsystemet innebär bland annat att regeringen beslutar om riktvärden för andelen real kronskuld och för andelen valutaskuld. Riktvärdet för den reala kronskulden sattes till 25 procent och riktvärdet för valutaskulden till 15 procent. För det tredje skuldslaget nominell kronskuld sattes inget riktvärde eftersom dess andel blir en konsekvens av de övriga två andelarnas riktvärde.

Den svenska kronan försvagades mycket kraftigt under senare delen av 2008 till nivåer som Riksgälden bedömde var orimliga sett ur ett medelsiktigt perspektiv. Eftersom amorteringsmandatet inte längre var i kraft fanns det inte heller någon möjlighet att av strategiska skäl avvika från ett uppsatt mål för amorteringens storlek. Däremot tog Riksgälden en strategisk position för en starkare krona vilket beskrivs i avsnitt 3.5.

### 3.3 Valutaskuldens fördelning

Riksgälden bestämmer på uppdrag av regeringen fördelningen av valutaandelar i valutaskulden. Skulden är fördelad på flera valutor i en så kallad riktmarkesportfölj som Riksgäldens styrelse fastställer vart tredje år. Vid utgången av 2008 slutade 2006 års riktmarke att gälla, samtidigt som vi fastställde ett nytt för perioden 2009–2011.

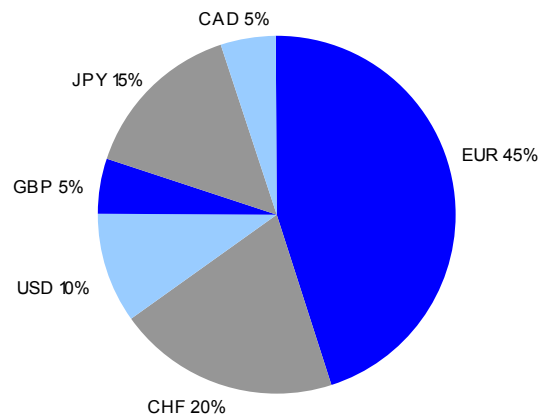
#### Ny riktmarkesportfölj 2009–2011

Syftet med valutariktmarket är att hitta en balans mellan låg förväntad kostnad och godtagbar risk. Historiskt sett har vi strävat efter en fördelning av valutor med syfte att begränsa risken eftersom valutaskulden varit önskat stor. Fokus på riskaspekten, det vill säga stabila kostnader i kronor räknat, har traditionellt inneburit en stor andel euro. Den totala andelen skuld i utländsk valuta befinner sig numera kring målet om 15 procent. Vår koncentration på att minimera risk har därför gradvis kunnat tonas ned.

Jämfört med föregående års riktmarkesportfölj<sup>3</sup> minskade euroandelen med 20 procentenheter medan skulden i schweizerfranc och japanska yen ökade med 4 respektive 11 procentenheter. Kanadadollar som tidigare inte ingått i riktmarkesportföljen fick en andel på 5 procentenheter.

<sup>3</sup> Riktmarkesportföljen 2006–2008 bestod av 65 % EUR, 16 % CHF, 10 % USD, 5 % GBP och 4 % JPY.

Diagram 4 VALUTARIKTMÄRKE 2009



Kanadadollar infördes i riktmarket främst för att minska variationen i kostnaden och de ökade andelarna i schweizerfranc och japanska yen syftar till att minska den långsiktiga kostnaden.

Riktmarkesportföljen väljs för en treårsperiod då upplåningskostnaden ska utvärderas mot en neutral referensportfölj. Referensportföljen<sup>4</sup> är en startportfölj vars sammansättning gett minst variabla kostnad. Under 2009 har riktmarkesportföljen i jämförelse med referensportföljen utvecklats i linje med vår förväntan om lägre kostnad (indikativt 5,8 miljarder kronor) men till en högre grad av variation i kostnaden (3 procentenheter högre än referensportföljens risk).

Den nuvarande sammansättningen innebar under 2009 en något högre kostnad i relation till det föregående riktmarket. Förstärkningen av kanadadollar var huvudskälet till kostnadsökningen, men samtidigt fick vi en motverkande effekt av den svagare växelkursutvecklingen i yen.

#### Utvärdering av 2006–2008 års riktmarkesportfölj

Föregående tre års valutariktmarke avslutades i slutet av 2008 och ska därför utvärderas i dess helhet. Kostnaden för våra aktiva val redovisas i termer av avvikelse gentemot 2006–2008 års referensportfölj<sup>5</sup>. I riktmarket 2006–2008 var andelen skuld i schweizerfranc 16 procent medan andelen skuld i euro var 65 procent. Det innebar en högre andel schweizerfranc och en mindre andel euro om 7 procentenheter i relation till 2006–2008 års jämförelseportfölj.

<sup>4</sup> Referensportföljen 2009–2011 består av 83 % EUR, 14 % AUD, 2 % GBP och 1 % CAD dvs. den riskminimerade portföljen. Referensportföljen är framtagen med så kallad "mean variance optimering" på historisk data.

<sup>5</sup> 2006–2008 riskminimerade portfölj bestod av 72 % EUR, 9 % CHF, 10 % USD, 5 % GBP och 4 % JPY.

Bakgrunden till att vi ökade andelen schweizerfranc var en bedömning om en fördelaktig räntedifferens och avsaknad av en motverkande växelkursutveckling som sammantaget skulle bidra till lägre upplåningskostnad. Kombinerat med ett stabilt förhållande mot svenska kronan ansåg vi det väl motiverat att öka andel skuld i schweizerfranc i relation till jämförelseportföljens högre euroandel.

Under utvärderingsperiodens två första år försvagades schweizerfrancen gentemot euron för att avslutningsvis stärkas. För hela perioden stärktes schweizerfrancen något mot euron. Den ofördelaktiga växelkursrörelsen uppvägdes emellertid av en lägre räntekostnad i Schweiz gentemot euromarknaden. Sett över hela treårsperioden blev valutaskuldens kostnad 200 miljoner kronor lägre jämfört med periodens riskminimerade portfölj. Avsteget innebar en marginellt högre variation i valutaskuldens kostnad.

### 3.4 Andelsstyrning

För 2008 beslutade regeringen att statsskulden skulle bestå av 25 procent realskuld. Andelen valutaskuld skulle under året amorteras med 40 miljarder kronor för att långsiktigt minska till 15 procent av totala skulden. Resterande del av statsskulden skulle utgöras av nominell kronskuld. På regeringens uppdrag fastställde Riksgälden ett avvikelseintervall kring realandelen till  $\pm 2$  procentenheter.

I augusti 2008 upphävde regeringen amorteringsmandatet för valutaskulden och beslutade samtidigt om andelsstyrning av densamma. Övergången genomfördes som en konsekvens av att andelen valutaskuld kom i närheten av 15 procent. Den snabba minskningen berodde på att inkomsterna för Vin & Sprit på motsvarande 50 miljarder kronor var i utländsk valuta. Eftersom måttet på skuldandelarnas storlek syftar till att visa skuldens exponering i olika skuldslag så minskade valutaskuldens andel samma dag som affären med Vin & Sprit var juridiskt bindande.

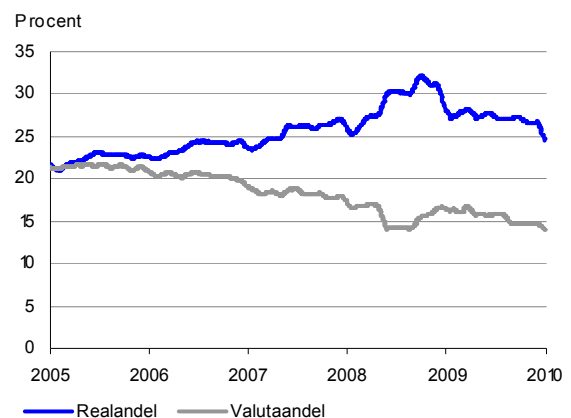
För 2009 beslutade regeringen att statsskulden långsiktigt skulle bestå av 25 procent realskuld. Andelen valutaskuld skulle uppgå till 15 procent och resten av statsskulden skulle utgöras av nominell kronskuld. På Riksgäldens förslag togs avvikelseintervallet kring realandelen bort. Anledningen till att regeringen ändrade styrningen av den reala kronskulden var att Riksgälden har begränsade möjligheter att påverka realskuldens storlek på kort sikt. Speciellt svårt är det att minska andelen realskuld samtidigt som den totala skulden faller snabbt.

Det är svårt att styra realandelen annat än i mycket grova drag. Det beror på att reallånemarknaden är tunn och att det inte finns vare sig korta realräntelån eller en tillräckligt utvecklad marknad för reala derivatinstrument. Större anpassningar, för att snabbt få ned andelen till önskad nivå, skulle sannolikt vara både dyrt och strida mot vår strävan att

agera transparent och förutsägbart. Det var därför rimligt av regeringen att justera formerna för styrningen inför 2009 och att acceptera relativt stora kortsiktiga svängningar i realandelen.

Regeringen fastställde inför 2008 även ett avvikelseintervall för amorteringstakten på  $\pm 15$  miljarder kronor. Och inför 2009 sattes ett styrintervall för valutaandelen på  $\pm 2$  procentenheter. Syftet med avvikelse-/styrintervall är främst att undvika kostnader till följd av styrande åtgärder som enbart framkallas av tillfälliga växelkursförändringar. Om amorteringstakten/valutaandelen till följd av valutakursförändringar skulle hamna utanför avvikelse-/styrintervallet, bör de åtgärder som vidtas ta sikte på att återföra amorteringstakten/valutaandelen innanför intervallet. Detta gäller till skillnad från då avvikelser har sitt ursprung i andra orsaker. I det senare fallet ska amorteringstakten/andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet.

Diagram 5 SKULDANDELAR 2005–2009



Anm.: 30 dagars glidande medelvärde.

### 3.5 Aktiv förvaltning

Vid sidan av den ordinarie finansieringen av statsskulden har Riksgälden möjlighet att ta positioner via så kallad aktiv förvaltning. En position innebär att vi ökar eller minskar exponeringen i ett visst tillgångsslag utifrån hur vi tror att värdet på det kommer att utvecklas. Vi kan ta valutapositioner i svenska kronor och ränte- och valutapositioner på de internationella marknaderna. Målet är att sänka statens kostnader utan att ta för stora risker. En vinst i den aktiva förvaltningen minskar statens räntekostnader med samma belopp. Aktiv förvaltning är ett normalt inslag i tillgångsförvaltning, men är ovanligt bland statliga skuldförvaltare.

## Position för starkare krona

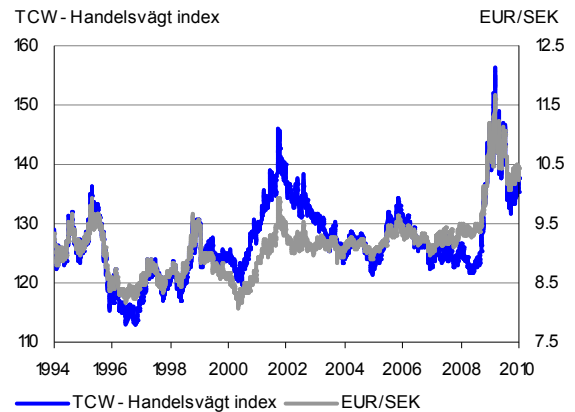
Under första kvartalet 2009 byggde Riksgälden upp en position på 15 miljarder kronor för en starkare krona gentemot euron. Det var det högsta tillåtna enligt regeringens riktlinjer. Vi bedömde att kronan var så svag att det fanns skäl att bygga upp en större position. På vårt förslag ändrade regeringen riktlinjerna så att vi kunde öka positionen till som mest 50 miljarder kronor. Vi fick också möjlighet att ta positioner i kronor utan att använda derivat och vid sidan av den limit som begränsar övrigt positionstagande; se nedan. Positionen byggdes gradvis upp till knappt 50 miljarder kronor fram till den sista december 2009.

Bakgrunden till vårt förslag att öka utrymmet för kronpositioner var också osäkerheten om valutalånebehovet under hösten 2009. Det rådde stor osäkerhet om det samlade lånebehovet eftersom krisen mycket väl skulle kunna utvecklas negativt med ökat upplåningsbehov. Ett snabbt ökat behov av upplåning behöver delvis täckas av valutaupplåning eftersom denna marknad ofta är djupare än marknaden för statspapper. En ökad valutaupplåning begränsas emellertid av utrymmet för valutaexponering i statsskulden. Det borde med tanke på den mycket svaga kronan bli billigare att i ett sådant läge acceptera en större valutaexponering än 15 procent av statsskulden jämfört med att ta upp valutalån och säkra valutaexponeringen.

Kronpositionen är strategisk, vilket innebär att vi uthålligt kan behålla den. En framtida avveckling kommer att göras över en lång period. Även om kronan har stärkts sedan bottennoteringarna i början av mars 2009 framstår den fortfarande som undervärderad.

Vi bedömer att kronkursen ligger långt ifrån nivåer som kan motiveras av mer fundamentala förhållanden. Den bör därför på sikt kunna stärkas väsentligt. Genom att öka valutaexponeringen när kronan är svag och reducera den igen när kronan har stärkts kan vi sänka kostnaderna för statsskulden.

Diagram 6 KRONANS KURSUTVECKLING



Per den 31 december 2009 visade den första delen av positionen en vinst på 0,8 miljarder kronor och den andra, där 33 miljarder kronor av 35 miljarder kronor gjorts, en vinst på 0,9 miljarder kronor.

## Vinst på strategisk dollarposition

I mars 2009 redovisade vi att en strategisk dollarposition resulterat i en vinst på cirka 2,5 miljarder kronor. Beslutet om positionen togs runt halvårsskiftet 2008 då dollarn var svag gentemot euron. Positionen, som uppgick till 1,6 miljarder dollar, togs till en genomsnittlig kurs på knappt 1,58 dollar per euro. Efter en kraftig förstärkning av dollarn stängde vi den till en genomsnittlig kurs kring 1,26 under första kvartalet 2009.

### **Turbulent period på de finansiella marknaderna**

Åren 2008 och 2009 kommer att gå till historien som en period då hela det globala finansiella systemet var nära en kollaps. Utvecklingen kunde stabiliseras tack vare kraftfulla insatser i form av statliga garantier och kapitaltillskott till banksektorn, samt åtgärder från centralbanker med kraftigt sänkta räntor och likviditetsstöd.

Under första halvåret 2008 började banker med stor exponering mot amerikanska bostadskrediter få problem med växande kreditförluster. De problemen växte sig allt större för att slutligen kulminera under hösten 2008 med konkursen i banken Lehman Brothers. När problemen på de finansiella marknaderna förvärrades under hösten 2008 stramades kreditillgången åt för företag och hushåll. Med ökad osäkerhet och stramare kreditförutsättningar skar företagen kostnaderna genom att permittera personal, krympa sina lager och lägga investeringar på is. På så sätt kom den finansiella krisen snabbt att förvärra situationen för redan sköra ekonomier.

Samtidigt pågick en kraftig riskreducering på de finansiella marknaderna där mer riskfyllda tillgångar i snabb takt avyttrades. Parallellt reducerades kreditexponeringen. Effekten på de finansiella marknaderna blev kraftiga nedgångar på de globala aktiemarknaderna och fallande obligationsräntor. På valutamarknaden stärktes främst den amerikanska dollarn och den japanska yenen när valutorna omvärderades.

För att motverka effekterna valde flera centralbanker att samordnat sänka styrräntorna under sista kvartalet 2008 och första kvartalet 2009. Följden blev att styrräntan i samtliga större länder hamnade på historiskt låga nivåer. Parallellt upprättades olika faciliteter för att tillgodose behovet av likviditet på de finansiella marknaderna. Bl.a. de brittiska och amerikanska centralbankerna valde även att introducera s.k. kvantitativa stimulanser genom att köpa olika räntepapper såsom bostadsobligationer på andrahandsmarknaden.

Under början på 2009 lade den amerikanska regeringen fram en rad program och stimulanser i ett försök att återupprätta förtroendet på de finansiella marknaderna. Avsikten var även att stimulera efterfrågan i den reala ekonomin. De flesta länder följde efter med liknande insatser. Det kan betraktas som slutet på den negativa utveckling som då hade pågått på de finansiella marknaderna i nästan ett år.

Priserna på finansiella tillgångar var vid den tidpunkten mycket tillbakapressade. Med omfattande statligt stöd och garantiåtaganden började tilltron återvända och en återhämtning inleddes på de finansiella marknaderna under våren. De större aktieindexen återtog delar av den nedgång som skedde under 2008. Även priserna på råvaror vände uppåt. På valutamarknaden försvagades åter de valutor som hade stärkts under krismånaderna. Samtidigt hölls obligationsräntorna tillbaka av låga styrräntor och liten risk för stigande inflation, med mycket ledig kapacitet i den globala ekonomin. De större centralbankerna behöll en stimulerande penningpolitik med låga räntor och frikostig tillgång på likviditet under hela 2009. Syftet var främst att främja kreditillgången för företag och hushåll.

Kraftfulla statliga stimulanser från de flesta länder, däribland USA och Kina, bidrog samtidigt till den ekonomiska återhämtning som skedde under andra halvåret 2009. Trots det fortsatte arbetslösheten att öka samtidigt som hushållens inkomstutveckling förblev svag.

### **Svensk ekonomi drabbades hårt**

Svensk ekonomi kom att beröras påtagligt av turbulensen på de finansiella marknaderna. Genom exportberoendet drabbades svenska företag direkt genom fallande orderingång till följd av den globala nedgången. Världshandeln minskade för första gången sedan andra världskriget. Samtidigt fick ett par svenska banker problem med stora kreditförluster i de baltiska länderna.

Dagarna efter Lehman-kraschen kollapsade den svenska statsskuldväxelmekanismen. För att ge stöd till den instabila finansmarknaden valde Riksgälden med mycket kort varsel att ge ut extra statsskuldväxlar. De extra medel vi fick in placerades i bostadsobligationer vilket gav ytterligare stöd till marknaden.

För att motverka den negativa utvecklingen valde Riksbanken att sänka styrräntan kraftigt under slutet på 2008 och början på 2009. Liksom andra mindre valutor försvagades även kronan mot de större valutorna. I takt med att förtroendet successivt återvände förbättrades även orderingången till den svenska exportindustrin under senare hälften av 2009.

# 4 Upplåning

## 4.1 Lånestrategi

Riksgäldens upplåning styrs i princip av två faktorer. Den ena är att täcka statens lånebehov och finansiera de förfallande lånen. Den andra är att statsskuldens sammansättning och löptid ska överensstämja med regeringens riktlinjer, justerat för eventuella avvikelser som vi beslutat inom de ramar som regeringen sätter.

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 inflationsskydd. Riksgälden lånar även i utländsk valuta och av privatpersoner samt andra mindre placerare.

## 4.2 Utmaningar under 2008 och 2009

Den tvåårsperiod som har passerat innebar stora utmaningar för statsskuldshöjningen. Under 2008 var överskottet i statsbudgeten rekordstort till följd av stora skatteintäkter och försäljningar av statliga tillgångar, bland annat Vin & Sprit. År 2009 uppstod i stället ett stort budgetunderskott till följd av konjunkturomsvängningen och vidareutlåning till Riksbanken i syfte att stärka valutareserven.

Under 2008 var överskotten så stora att vi hade svårt att fortsätta den normala utgivningen av statspapper i återkommande auktioner. Detta riskerade att negativt påverka likviditeten och på framför allt marknaden för nominella statsobligationer. Vi prioriterade i denna situation upplåningen i nominella statsobligationer genom att dra ned på upplåningen i statsskuldväxlar och refinansiering av förfallande valutalån. Utgivningen av realobligationer drogs ned till ett minimum eftersom andelen översteg de målsatta 25 procenten. Vi kom därför i praktiken att ersätta valutalån och statsskuldväxlar med nominella statsobligationer.

Under hösten 2008 och under 2009 när konjunkturen vek drog vi först upp upplåningsvolymerna i nominella statsobligationer och sedan upplåningen i obligationer i utländsk valuta. På detta sätt utnyttjade vi vår diversifierade statsskuld. När upplåningsbehovet steg kunde vi öka diversifieringen av upplåningen. Därmed undvek vi att utsätta marknaden för nominella statsobligationer för alltför stora påfrestningar.

Vi avstod från att, som många andra stater, snabbt dra upp den korta upplåningen. Med den osäkerhet som rådde ville vi minska finansieringsriskerna genom att ta upp flera lån med lång löptid.

Under våren 2009 tog vi upp flera lån i utländsk valuta i både dollar och euro. En bidragande orsak till den omfattande upplåningen i utländsk valuta var de diskussioner som vi under våren förde med Riksbanken om att fylla på valutareserven.

Vi ville vara ute i god tid med att ta upp valutalån att ha i beredskap om det skulle bli fråga om stora volymer till Riksbanken. I ett sådant läge är det viktigt att undvika en situation där vi under en mycket kort period skulle tvingas ta upp stora lån på den internationella kapitalmarknaden.

Under våren 2009 tog vi också upp ett stort lån i nominella statsobligationer då vi gav ut en 30-årig statsobligation. Svenska investerare hade under många år efterfrågat just en lång statsobligation. Försäkringsbolagen har haft ett uppdämt behov av att förlänga löptiden i sina tillgångar för att bättre kunna matcha sina skulder. Detta har också varit en del av de kriterier Finansinspektionen använt för att bedöma solvensen hos försäkringsbolagen.

Det fanns således en efterfrågan på de längre löptiderna som vi kunde utnyttja för att låna stora belopp på den svenska marknaden. I normala fall är den svenska kronmarknaden inte tillräckligt djup för att det ska vara möjligt att snabbt låna stora belopp med lång löptid.

Den globala krisen på de finansiella marknaderna, inte minst i samband med Lehman-kollapsen hösten 2008, innebar också stora utmaningar. Strax efter Lehman-kollapsen blev efterfrågan på statsskuldväxlar explosiv när investerarna drog sig för att köpa värdepapper med låg likviditet. I det läget framstod statsskuldväxlar helt plötsligt som det nära nog enda placeringsalternativet på räntemarknaden.

Det blev snabbt ohållbart att hantera den kraftigt ökande efterfrågan inom ramen för vårt vanliga system för att låna ut statsskuldväxlar via repor. Eftersom detta system inte har någon övre gräns och ingen mekanism för prisanpassningar kunde statsskulden ha vuxit på ett okontrollerat sätt. I stället valde vi att slopa åtagandet och gav i stället ut stora volymer statsskuldväxlar i ett antal extra auktioner.

De extra medel vi fick användes inte för finansiering. I stället placerade vi dem främst i omvända repor i bostadsobligationer, vilket gav ytterligare stöd till de instabila finansmarknaderna och försåg bankerna med likvida medel.

Tabell 2 FINANSIERING I STATSPAPPER

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Nettolånebehov<sup>1</sup></b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-103</b>	<b>-135</b>	<b>176</b>
Förändring av kassabehållning och privatmarknad <sup>2</sup>	24	-39	-35	57	-138
Förfall, uppköp m.m.	56	71	79	96	181
Statsobligationer	16	36	62	68	121
Valutalån	40	35	17	28	59
<b>Summa</b>	<b>66</b>	<b>13</b>	<b>-59</b>	<b>18</b>	<b>218</b>
<b>Statsskuldväxelupplåning, netto<sup>3</sup></b>	<b>-27</b>	<b>-78</b>	<b>-110</b>	<b>-32</b>	<b>-24</b>
<b>Obligationssupplåning, brutto</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>243</b>
Obligationer i utländsk valuta	25	20	5	0	130
Realobligationer <sup>4</sup>	12	7	5	3	3
Nominella statsobligationer <sup>5</sup>	56	64	41	47	110
<b>Finansiering</b>	<b>66</b>	<b>13</b>	<b>-59</b>	<b>18</b>	<b>218</b>

<sup>1</sup>) Ett negativt lånebehov innebär att statens budget visar överskott  
<sup>2</sup>) Förändring av likviditetshanteringsinstrument och privatmarknads-lån netto  
<sup>3</sup>) Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret  
<sup>4</sup>) Emissionsvolym i per auktionstillfälle, genomsnitt  
<sup>5</sup>) Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

## 4.3 Nominell upplåning i kronor

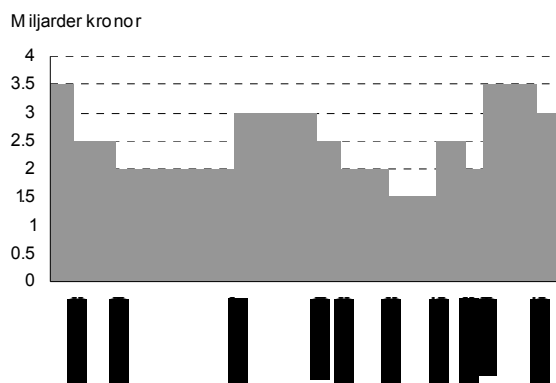
### Nominella statsobligationer

Merparten av upplåningen gjordes i vanlig ordning i nominella statsobligationer. Totalt emitterade vi 47 miljarder kronor 2008, vilket ökade till 110 miljarder kronor 2009. Den stora ökningen sista året beror på att vi hade stora förfall i nominella obligationer att täcka och därtill ett ökande lånebehov.

Nominella statsobligationer emitteras i auktioner som äger rum varannan vecka. I början av 2008 var emissionsvolymen endast 1,5 miljarder kronor vid varje emissionstillfälle. Från och med mars höjdes volymen till 2,5 miljarder kronor för att sedan sänkas till 2 miljarder kronor i augusti samma år som en följd av variationer i lånebehovet.

Därefter slog finanskrisen till på allvar och vi såg att statsfinanserna blev svagare. Därför höjde vi emissionsvolymen i nominella obligationer till 3,5 miljarder kronor vid varje tillfälle från och med november 2008. Därefter låg emissionsvolymen oförändrad till augusti 2009 då den sänktes till 3 miljarder kronor, och låg kvar på den nivån resten av året.

Diagram 7 UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA STATSOBLIGATIONER



Riksgälden har en policy att främst emittera i vissa standardlöptider, två-, fem- och tioåriga nominella obligationer. Detta upprätthålls genom att vi regelbundet ger ut nya tioåriga obligationer som vartefter de förkortas övergår till att bli fem- och sedan tvååringar. Under 2008 och 2009 behövde vi dock inte emittera någon ny tioåring eftersom det segmentet redan täcktes upp av en längre obligation vars löptid närmade sig tio år.

Den 23 mars 2009 introducerades en ny trettioårig statsobligation, lån 1053, med förfall den 30 mars 2039. Som nämnts ovan var det en del av en strategi att utnyttja en uppdämd efterfrågan på långa statsobligationer och samtidigt ta upp större lånevolymer som beredskap för ett snabbt ökande upplåningsbehov. På detta sätt kunde vi undvika en kraftig uppdragning av kort upplåning vilket i annat fall skulle ha lett till ökad refinansieringsrisk.

Det viktigaste skälet till att ta upp ett lån med lång löptid var emellertid att vi bedömde att ett sådant lån kunde ge kostnadsfördelar på lång sikt. Räntenivån på obligationer, särskilt med långa löptider, framstod i ett historiskt perspektiv som mycket låg. Bakgrunden var den starka efterfrågan på likviditet och låg kreditrisk i kombination med svenska placerares strävan att förlänga löptiden i sina räntetillgångar.

Ett 30-årigt lån kan ses som en ersättning för tre successiva 10-åriga lån under den kommande 30-årsperioden, alternativt som en ersättning för ett tjugouårigt lån kombinerat med ett tioårigt lån om tjugou år. Med andra ord kan man binda in en fördelaktig ränta genom att nu ge ut ett lån med mycket lång löptid.

Det kan naturligtvis inte uteslutas att en lång obligationsränta om tjugou år kan vara lägre än den var under våren 2009. Sannolikt finns dock inte så stort utrymme för att den ska vara mycket lägre. Däremot är det i ett historiskt perspektiv sannolikt att den är högre och det finns en betydande sannolikhet att den är väsentligt högre.

Utgivningen av en 30-årig statsobligation kan således ses som en mycket billig försäkring mot högre räntor och sannolikt som ett billigt lån i ett längre perspektiv.

Normalt ger vi ut nya obligationer genom att först auktionera ut en begränsad volym och sedan genomföra byten av kortare obligationer i utbyte mot den nya. I den här situationen var vi emellertid intresserade inte bara av ett nytt lån med låg ränta utan av att kunna ta upp ett stort lån.

Det rådde stor osäkerhet om hur stort intresset för en lång obligation var och stor osäkerhet om till vilken ränta det skulle vara möjligt att emittera en relativt stor volym. Det fanns en klar risk för att en annonserad upplåning på till exempel. 40 miljarder kronor som skulle erbjudas i en eller flera auktioner skulle medföra en kraftig uppgång av den ränta som investerarna skulle kräva jämfört med en rent teoretisk beräkning av var räntan borde ligga.

Vi valde i det läget att sälja den nya obligationen i en så kallad syndikering. Det innebar att våra återförsäljare gemensamt sålde obligationen åt oss i ett anbudsförfarande där vi erbjöd en icke i förväg fastställd volym till en förannonserad ränteskillnad gentemot vår 10-åriga obligation. Den nya obligationen kunde därmed säljas till en relativt liten prisosäkerhet. Försäljningen var också ett engångserbjudande. Den som inte deltog missade tillfället helt. Dessutom byggdes orderboken upp successivt med återkoppling till investerarna under försäljningsprocessen. När investerarna fick information om att intresset var stort kom de investerare som följer ett index för obligationerna att behöva lägga ännu större bud. Att denna mekanism skulle verka hade vi försäkrat oss om genom att de aktörer som publicerar obligationsindex hade lovat beräkna och publicera det nya indexet redan samma dag vi sålde obligationen.

Sammantaget sålde vi cirka 38 miljarder kronor till en ränta på 3,75 procent. Efter emissionstillfället har räntan hela tiden varit högre än så, vilket kan ses som en indikation på att vi lyckades fånga upp hela intresset för emissionen vid emissionstillfället snarare än att mellanhänder köpte på sig för att sedan sälja till lägre ränta på andrahandsmarknaden, till exempel till indexförvaltare.

Till saken hör även att det hade varit svårt att sälja samma volym i auktionsformen, inte bara till följd av prisosäkerheten, utan därför att våra återförsäljare hade haft svårt att köpa på sig obligationen och sedan sälja den vidare. Så långa obligationer har stor ränterisk som kan vara svår att gardera sig emot. En ränteuppgång hade inneburit stora förluster innan de kunnat säljas vidare eftersom återförsäljarna skulle haft svårt att säkra sig för ränterisken.

Under 2008 hade vi inga förfallande nominella statsobligationer. Däremot hade vi två stora förfall under

2009 för totalt 113 miljarder kronor. Riksgälden slutade erbjuda byten av statsobligationer med mindre än ett år till förfall mot växlar. Dels för att vi begränsat antalet utestående växlar till fyra med som längst sex månaders löptid, dels för att lånebehovet hade minskat. I stället erbjöd vi marknaden att delta i ett begränsat uppköp av lånet, motsvarande en femtedel av stocken.

Tabell 3 EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN

2008					
Lån	Förfalldatum	Kupong	Antal auktioner	Emitterad volym	GER <sup>1</sup>
1041	2014-05-05	6,75	4	9 999	3,60
1046	2012-10-08	5,5	1	2 000	3,24
1047	2020-12-01	5	1	1 499	4,18
1048	2009-12-01	4	1	1 500	3,95
1049	2015-08-12	4,5	1	2 500	4,10
1050	2016-07-12	3	3	6 499	4,12
1051	2017-08-12	3,75	1	2 500	4,49
1052	2019-03-12	4,25	9	20 498	3,74
TOTALT				46 995	

2009					
Lån	Förfalldatum	Kupong	Antal auktioner	Emitterad volym	GER <sup>1</sup>
1041	2014-05-05	6,75	4	13 500	2,35
1045	2011-03-15	5,25	1	3 500	1,17
1046	2012-10-08	5,5	2	6 499	1,96
1047	2020-12-01	5	2	5 999	3,37
1049	2015-08-12	4,5	1	3 000	2,80
1052	2019-03-12	4,25	12	39 197	3,26
1053	2039-03-30	3,5	1	38 075	3,75
TOTALT				109 770	

<sup>1</sup> Genomsnittlig emissionsränta

Tabell 4 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA STATSOBLIGATIONER 2005–2009

Procent	2005	2006	2007	2008	2009
Teckningskvot <sup>1</sup>	3,69	3,87	3,28	2,54	2,35
Snittränta <sup>2</sup>	3,04	3,60	4,07	3,82	2,86

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

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

Av Tabell 4 framgår att den genomsnittliga emissionsräntan sjönk något från 2007 till 2008, cirka 0,25 procentenheter. Därefter sjönk emissionsräntorna kraftigt och minskade från i genomsnitt 3,82 procent till 2,86 procent under 2009, en sammanlagd minskning över tvåårsperioden med hela 1,2 procentenheter. Detta speglar att obligationsräntorna sjunkit de senaste två åren.

Obligationsemissionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på 2,54 under 2008 och 2,35 under 2009 vilket är lägre än under 2007. Teckningskvoten visar förhållandet mellan den totala budvolymen i en auktion och vår utbudna emissionsvolym.

## Kort upplåning

### Statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar ökade från -110 miljarder kronor 2007 till -32 miljarder kronor 2008, det vill säga med 78 miljarder kronor. Det förklaras med att vi under 2007 hade ett mycket lågt lånebehov och därför drog ner växelupplåningen för att prioritera likviditeten i statsobligationer, men också med att vi gav ut extraväxlar och hade 52 miljarder kronor utestående vid utgången av 2008. Under 2009 ökade sedan finansieringen i statsskuldväxlar med ytterligare 8 miljarder kronor.

Tabell 5 FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULD-VÄXLAR, NETTO INKL. SWAPPAR

	2005	2006	2007	2008	2009
Finansiering med statsskuldväxlar, netto <sup>1</sup>	-27	-78	-110	-32	-24
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	56	44	27	0	0
Förändring av statsskuldväxelstocken	29	-34	-84	-32	-24
Ränteswappar, netto <sup>2</sup>	41	9	14	22	-13
Förändring av statsskuldväxelstocken inkl. swappar SEK, netto	70	-25	-70	-10	-37

<sup>1</sup> Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret

<sup>2</sup> Netto av ingångna och förfallande swappar

Diagram 8 UTVECKLING AV VÄXELSTOCKEN 2005-2009



Från och med 2008 tillämpar Riksgälden en ny policy för växelupplåningen med fyra utestående löptider upp till högst sex månader. Tidigare hade vi sex löptider upp till tolv månader. Den sista tolvmånadersväxeln emitterades i december 2007.

Under 2008 täckte de inkomna buden hela den erbjudna volymen i samtliga auktioner av statsskuldväxlar. Två av 2009 års 36 auktioner blev inte fulltecknade. I dessa auktioner skar vi ned volymerna, vilket innebar att 6,5 miljarder kronor eller 2,1 procent av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde dock inget problem för vår finansiering eftersom växelupplåningen på kort sikt ersätts av upplåning inom likviditetsförvaltningen och sedan successivt med kompenserande höjningar av följande växelauktioner.

Växelupplåningen var ojämnt fördelad över de två gångna åren. I december båda åren hade vi emellertid mycket stora lånebehov. Vi valde därför att komplettera växelupplåningen genom att ta upp commercial paper, se avsnitt 4.5. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 3,58 procent under 2008 vilket var marginellt lägre än året innan. Under 2009 däremot sjönk emissionsräntan i statsskuldväxlar mycket kraftigt, och var i genomsnitt 0,43 procent.

Tabell 6 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

Procent	2005	2006	2007	2008	2009
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,51	2,04	2,50	2,35	2,32
Snittränta <sup>2</sup>	1,80	2,52	3,60	3,58	0,43

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

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

### Ränteswappar

Under 2008 swappade vi 31 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort svensk ränteeponering och 5 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta. Under år 2009 swappades endast 5 miljarder kronor till kort svensk ränteeponering medan 50 miljarder kronor swappades till kort ränteeponering i utländsk valuta.

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. Denna teknik gör det även möjligt att bidra till likviditeten i obligationsmarknaden utan att skuldens samlade löptid ökar. God likviditet i obligationsmarknaden bör också bidra till att långsiktigt sänka upplåningskostnaderna.

Alternativet till kort ränteeponering via swappmarknaden är att låna i statsskuldväxlar om löptiden tas för given. Våra



förslag till riktlinjer för löptiden bygger på att vi kan göra omfattande swappar för att uppnå en relativt kort löptid.

Vinsten eller förlusten av att använda swappar, vid given löptid, beror på swappspreaden i förhållande till den genomsnittliga skillnaden mellan Stibor och motsvarande statsskuldväxelränta (den så kallade TED-spreaden). I det fall swappspreaden var högre vid kontraktstidpunkten än den genomsnittliga TED-spreaden under swappens löptid, kommer det ha varit mer fördelaktigt att swappa lång upplåning till kort jämfört med att låna direkt i statsskuldväxlar. En annan typ av vinst med att använda swappar är att vi kan låna med relativt kort löptid och på så sätt uppnå lägre kostnader.

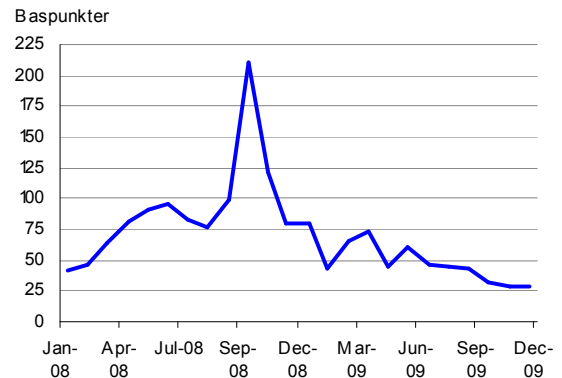
Likviditeten i swappmarknaden var förhållandevis god under både 2008 och 2009. Trots ökad riskaversion och tillfälligtvis minskad likviditet i räntemarknaden har vi kunnat handla swappar med bra villkor. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen under såväl 2008 som 2009. Swapparna gjordes relativt jämnt fördelat över åren. Under 2008 swappades 31 miljarder kronor med en swappspread på 72 baspunkter och 5 miljarder kronor med en swappspread på 25 baspunkter under 2009. Handeln av swappar under 2009 skedde främst i slutet av året.

Diagram 9 SKILLNAD MELLAN SWAPPRÄNTA OCH OBLIGATIONSÄNTA (SWAPSPREAD) 2008-2009



Swappspreaden (den femåriga) var i genomsnitt 73 räntepunkter under 2008 och 31 räntepunkter under 2009. Stigande interbankräntor under hösten 2008 höjde genomsnittet för TED-spreaden under året. Under 2009 har denna spread i takt med lugnare och stabilare marknader sakta sjunkit ner till en mer normal nivå i slutet av året.

Diagram 10 SKILLNAD MELLAN STIBOR OCH 3-MÅNADERS STATSSKULDVÄXLAR (TED-SPREAD) 2008-2009



Effekten på kostnaden av att använda ränteswapp låter sig inte enkelt uppskattas. Swapparna har normalt en löptid på mellan 5 och 10 år. Det är först när de förfallit som vi har facit. De swappar som gjorts under 2008 och 2009 har således ett antal år kvar innan skillnaden mellan swappspread och TED-spread kan beräknas.

En beräkning vi regelmässigt gör är hur stor skillnaden mellan swappspread och den löpande storleken på TED-spreaden är. Mätt på den utestående stocken swappar, som var 121 miljarder kronor vid utgången av 2009, var det ackumulerade resultatet en förlust på 775 miljoner kronor<sup>6</sup>. Noterade att här är även swappar som gjorts innan 2008 medtagna.

Den här värderingen kommer att variera en hel del innan den utestående stocken har förfallit.

En enkel jämförelse av kostnaden för swappupplåningen direkt mot växelupplåning är partiell. Med given löptid är det inte rimligt att ersätta swappade statsobligationer med statsskuldväxlar. Det skulle skapa alldeles för stor refinansieringsrisk och marknaden är sannolikt inte tillräckligt stor. I ett större perspektiv är det därför mer relevant att jämföra med obligationsräntan när swapparna värderas. Det är också så vi gör när vi tar fram förslag till riktlinjer för löptiden i den nominella kronskulden. Swappar innebär nämligen att vi kan hålla en kortare löptid i skulden än vi annars skulle göra.

### Resultat nominell kronupplåning

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

<sup>6</sup> I denna summa ingår även resultatet av 21 miljarder kronor swappar som förfallit under tiden 2003 – 2009.

De viktigaste besluten har varit att på ett tidigt skede av krisen öka upplåningen i obligationer snarare än den korta upplåningen och utnyttja den starka marknadspotentialen i långa löptider genom att ge ut en 30-årig obligation. Beslutet att ge ut den i form av en syndikering var också ett viktigt val som gjorde det möjligt att låna en stor volym till låga kostnader.

Vår bedömning är att auktionerna fungerat väl, även om inte alla växelauktioner var fulltecknade. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare, se avsnitt 7.4. 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.

#### 4.4 Realupplåning

Under 2008 emitterade Riksgälden 2,6 miljarder kronor i realobligationer. Den utestående reala skulden minskade från 216,8 miljarder kronor till 207,3 miljarder kronor vid utgången av året. Trots att den utestående realskulden minskade, ökade realskuldens andel av den totala skulden. Det beror dels på att den totala statsskulden minskade, dels på att vi numera tar hänsyn till alla framtida kupongutbetalningar och den framtida förväntade inflationen när andelarna beräknas. Realskuldens andel var den 31 december 2008 så stor som 28,2 procent vilket var över det av regeringen fastställda riktvärdet (25 procent).

Redan i slutet av 2007 beslöt vi att sänka upplåningen i realobligationer från 5 till 3 miljarder kronor i årstakt. Sänkningen var en anpassning till det minskade lånebehovet som bidrog till att realandelen växte till en storlek som översteg målet om 25 procent.

Under hösten 2007 övervägde vi även ett antal olika alternativ i vår upplåningspolicy för att undvika stora förfall och så långt som möjligt uppfylla målet om 25 procents realandel på ett kostnadseffektivt sätt. Vi valde att gå vidare med ett av alternativen.

Vi beslöt då att från och med år 2008 erbjuda kursriskneutrala byten från det kortare lånet 3105 till de längre lånen 3102 och 3104. Dessa byten innebär att vi köper tillbaka mer än vi säljer, vilket bidrar till att minska den något för stora andelen. Under 2008 och 2009 gjorde vi fyra sådana och stocken minskade med sammanlagt 8,9 miljarder kronor.

Vid utgången av 2009 hade realandelen minskat till 24,6 procent.

Tabell 7 FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2008-2009

Utestående realstock 2007-12-31, mdkr	216,8
Auktioner	2,6
Byten	-4,0
Riksgäldsspar Real	0,1
Löpande byten	1,7
Övertagna realobligationslån	-0,3
Inflationsuppräknings	4,1
Förfall, Lån 3101, 2008-12-01	-14,6
Repa inför förfall	0,8
Utestående realstock 2008-12-31, mdkr	207,3

Utestående realstock 2008-12-31, mdkr	207,3
Auktioner	3,0
Byten	-4,8
Riksgäldsspar Real	0,0
Löpande byten	-2,5
Övertagna realobligationslån	0,0
Inflationsuppräknings	-3,3
Utestående realstock 2009-12-31, mdkr	199,7

Den gångna tvåårsperioden präglades av sjunkande realräntor. Den genomsnittliga emissionsräntan för 2008 blev 1,79 procent, vilket var lägre än året innan. Under 2009 sjönk räntorna ytterligare och vi fick emittera realobligationer på historiskt låga nivåer. Genomsnittet på emissionsräntorna blev 1,46 procent för 2009.

Tabell 8 AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

	2005	2006	2007	2008	2009
Emissionsvolym <sup>1</sup> , miljarder kr	13,0	3,8	-6,8	-1,4	-1,8
Såld volym <sup>2</sup> , miljarder kr	12,1	6,7	5,0	2,6	3,0
Teckningskvot <sup>3</sup>	3,8	4,0	5,16	3,18	4,96
Snittränta <sup>4</sup> , procent	1,61	1,62	1,87	1,79	1,46
BEI <sup>5</sup> , procent	1,84	1,89	2,21	2,11	1,67

<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.

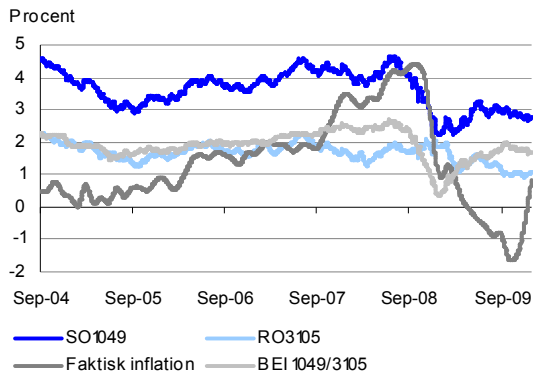
<sup>3</sup> Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym, rena auktioner.

<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 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.

Diagram 11 RÄNTOR, BEI OCH FAKTISK INFLATION 2005-2009



Diagrammet ovan visar utvecklingen av marknadsräntan för det nominella lånet 1049 (4,50 procent, augusti 2015) och det reala lånet 3105 (3,5 procent, 1 dec 2015). Diagrammet visar också att break even-inflationen varierade mellan 0,3 och 2,7 procent med ett genomsnitt på 1,5 procent under 2009.

Under 2008 föll break even-inflationen abrupt: från cirka 2,5 procent under våren till runt 1 procent för de längsta realobligationerna. Den sjuåriga realobligationen hade till och med en break even-nivå så låg som en halv procent. Detta speglar den aktuella konjunktursituationen, med förväntningar om fallande inflation det kommande året. Mot den bakgrunden var det ändamålsenligt att vi inte behövde ge ut mer än små volymer av våra reala lån.

Inflationen mätt som utvecklingen av KPI, var 4,0 procent under 2008<sup>7</sup>. Efter att inflationen tog fart under 2008 vände den och blev negativ under 2009 med -1,5 procent.

Break even-inflationen under 2009 blev i våra auktioner 1,67 procent.

Om dessa två års realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv avgörs först när respektive obligation förfaller och vi vet vad den realiserade inflationen blev.

I december 2008 förföll ett reallån – det tredje som förfallit sedan reallån introducerades. Lånet gav ett realiserat överskott på 2,9 miljarder kronor. De två reallån som förföll 2001 respektive 2004 genererade tillsammans en kostnadsbesparing på cirka 1,7 miljarder kronor. Därtill kommer det kalkylmässiga orealiserade resultatet som realupplåningen har ackumulerat sedan starten 1994. En stor del av det ackumulerade orealiserade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Den genomsnittliga inflationen sedan starten 1994 har fram slutet av 2008 varit cirka 1,7 procent, och fram till slutet av 2009 cirka 1,5

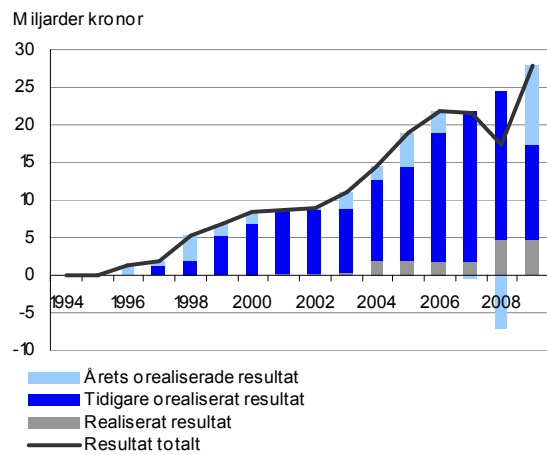
<sup>7</sup> Inflationen blev i genomsnitt 4,0 procent för perioden oktober 2007 till och med september 2008. Sedan blev den -1,5 för motsvarande period 2009. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

procent, vilket är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå vi har emitterat till.

### Resultat för realupplåningen

Det kalkylmässiga resultatet, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, minskade under 2008 med cirka 7 miljarder kronor. Det negativa resultatet förklaras av att den faktiska inflationen under året steg kraftigt och låg över den genomsnittliga break even-nivån i skulden. Därför uppstod ett underskott för året som minskade det ackumulerade överskottet sedan tidigare år. Under 2009 när inflationen vände ner igen blev resultatet 10,2 miljarder kronor.

Diagram 12 REALOBLIGATIONER, KALKYLMÄSSIGT RESULTAT



I Prosperas undersökning (se avsnitt 7) får realmarknaden ett lågt betyg vad gäller likviditet och prisinformation. Vår bedömning är att det i huvudsak beror på minskade emissionsvolymer och att många investerare har en buy-and-hold strategi, vilket minskar likviditeten på marknaden.

## 4.5 Valutaupplåning

Under 2008 amorterade vi totalt 37 miljarder kronor av valutaskulden. Riktvärdet för amorteringen var 40±15 miljarder kronor. Vi gav inte ut några obligationer i utländsk valuta under året. Däremot skapade vi exponering i valuta motsvarande 5 miljarder kronor genom att låna i statsobligationer och byta dem mot valutaupplåning genom swappavtal. Under samma år hade vi förfall på 42 miljarder kronor i valutaobligationer. I augusti 2008 beslutade regeringen att amorteringsmandatet skulle upphöra och att vi skulle övergå till att styra valutaandelen. Orsaken var att valutaandelen snabbt hamnat nära riktvärdet 15 procent till följd av valutainbetalningar från försäljningen av Vin & Sprit.

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 ränteeponering 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 emission av så kallade commercial paper med löptid på upp till ett år.

Som en följd av att överskottet i statsbudgeten 2008 vändes till ett underskott 2009 ökade statens upplåning kraftigt. I maj 2009 beslutades dessutom att Riksgälden skulle låna upp motsvarande 100 miljarder kronor i utländsk valuta för Riksbankens räkning för att förstärka valutareserven. Vår upplåning i utländsk valuta blev därmed omfattande. Sammantaget uppgick obligationsupplåningen i utländsk valuta till 130 miljarder kronor.

Tabell 9 OBLIGATIONSUPPLÅNING I UTLÄNSK VALUTA

Miljarder kronor	2005	2006	2007	2008	2009
Obligationer i utländsk valuta, upplåning	25	20	5	0	130
Varav					
Vidareutlåning	0	0	0	0	81
Exklusive vidareutlåning	25	20	5	0	49
Förfall, obligationer	-40	-35	-17	-28	-59
Förändring av obligationer i utländsk valuta	-15	-14	-11	-28	71
Kortfristig upplåning, inkl. terminer, netto	4	-5	3	-1	0
Förändring av valutaskulden	-11	-19	-8	-29	71
Valutaswappar, netto	-14	2	-28	-17	32
Förändring av valutaskulden inkl. swappar, netto	-25	-17	-36	-46	103

Under första halvåret 2009 tog vi upp tre dollarlån på obligationsmarknaden på sammanlagt 6 miljarder dollar. Vi emitterade även två obligationslån i euro, varav ett i maj på 4 miljarder euro och ett i september på 3 miljarder euro. Av dessa lån vidareutlånades motsvarande 73 miljarder kronor ut till Riksbanken. Därutöver tog vi upp motsvarande 24 miljarder kronor i commercial paper i dollar och euro för Riksbankens räkning. Commercial paper emitterades också som en del av likviditetsförvaltningen; se avsnitt 4.6. I oktober gav vi slutligen ut årets sista valutalån, ett dollarlån på 1 miljard dollar. Detta lån kom att ersätta en del av de commercial paper som vidareutlånades till Riksbanken, vilket innebär att vidareutlåningen i valutaobligationer till Riksbanken uppgick till totalt 80 miljarder kronor. Därtill kommer ett lån på knappt 1 miljard kronor i vidareutlåning till Island. Sammanlagt uppgick vidareutlåningen i valutaobligationer vid utgången av 2009 till 81 miljarder kronor.

Sedan 2002 har dollarlån varit den främsta och mest gynnsamma källa för Riksgäldens direkta upplåning i utländsk valuta. Det visade sig emellertid att marknaden för euroobligationer var det bästa sättet att på kort tid låna stora belopp i utländsk valuta. Vårens eurolån var det första på mer än tio år och intresset från investerare var mycket stort. Investerarbasen för obligationer i euro skiljer sig till stor del från den i dollar. Eurolånen gav oss därför möjlighet att bredda investerarbasen. En bred och stabil investerarbas med god likviditet för våra upplåningsinstrument bidrar till att ge låga upplåningskostnader och minska risken. I primärmarknaden såldes årets obligationer i stor utsträckning till centralbanker i framför allt Europa och Asien.

I finanskrisens spår med kreditoro, lägre riskaptit och globalt försämrade statsfinanser, ökade upplåningskostnaden generellt för låntagare på den internationella kapitalmarknaden. Utbudet av statspapper ökade kraftigt samtidigt som placerare till en början var avvaktande och krävde högre avkastning på sina investeringar. Osäkerheten inför eventuellt högre lånebehov senare under året, gjorde att Riksgälden valde att påbörja valutaupplåningen redan i januari. Från att tidigare ha lånat till en betydligt lägre ränta än den rörliga bankräntan, fick Riksgälden 2009 liksom andra statliga låntagare betala en väsentligt högre ränta. Tack vare svenska statens goda kreditvärdighet och jämfört med andra stater starka finansiella ställning, behöll vi dock vårt höga värde relativt andra stater. Under hösten minskade upplåningskostnaden.

Under 2009 motsvarade kron-/swappupplåningen 50 miljarder kronor och är den största volym som handlats ett enskilt år. Trots att likviditeten i swappmarknaden emellanåt var sämre än 2008 kunde den större volymen lånas på ett tillfredsställande sätt.

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 uppstår med andra ord en alternativkostnad när vi använder swappar i valutaupplåningen eftersom vi går miste om en lönsam form av kronupplåning. Upplåningskostnaden för obligationsupplåning och kron-/swappupplåning i Tabell 10 är därför inte direkt jämförbara.

### Resultat för valutaupplåningen

Trots det omfattande lånebehovet i utländsk valuta, det största hittills under 2000-talet, lyckades Riksgälden mycket väl med uppdraget. Våra lån behöll sitt höga värde i andrahandsmarknaden, vilket är viktigt både för att investerare ska anse dem attraktiva för framtida emissioner.

Villkoren jämfört med tidigare år försämrades visserligen betydligt men det gällde alla låntagare på kapitalmarknaden. Riksbankens behov av att förstärka valutareserven

påverkade både tidpunkt och val av valuta. Att uteslutande ha emitterat i dollar hade förmodligen inneburit en lägre kostnad men det hade inte kunnat genomföras med samma pressade tidsplan. De stora rörelserna på valuta- och räntemarknaderna under året gjorde det också svårt att uppskatta skillnaderna i upplåningskostnad för respektive marknad. En positiv effekt av att vi lånade i euro var att investerarsbasen för svenska staten breddades. De statliga låntagarna inom euroområdet är många och utbudet på statspapper är stort. Investerarna har således många alternativ att välja mellan. Den stora efterfrågan på svenska statens obligationer bör därför ses som ett gott betyg på vår konkurrenskraft på kapitalmarknaden.

Tabell 10 UPPLÅNINGSKOSTNADER FÖR OBLIGATIONER I UTLÄNDSK VALUTA OCH KRON/VALUTASWAPPAR

Räntepunkter jämfört med USD Libor	2005	2006	2007	2008	2009
Obligationer <sup>1</sup>	-31	-24	-33	-	1

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

Räntepunkter jämfört med Euribor	2005	2006	2007	2008	2009
Obligationer <sup>1</sup>	-	-	-	-	20
Kron/valutaswappar <sup>2</sup>	-21	-31	-54	-73	-46

<sup>1</sup> Sex månaders rörlig bankränta

<sup>2</sup> Tre månaders rörlig bankränta

Under 2008 lånade Riksgälden endast genom kron-/swappupplåning. Kostnaden uppgick då till 73 räntepunkter under den rörliga bankräntan för euro, (Euribor). Kostnaden för kron-/swappupplåning ökade 2009 jämfört med tidigare år.

Under 2009 täcktes 72 procent av lånebehovet i utländsk valuta genom att emittera dels dollarlån till en kostnad på motsvarande 1 räntepunkt över tre månaders USD Libor, den standardiserade bankräntan för dollar, dels eurolån på 20 räntepunkter över motsvarande sexmånaders Euribor. Efter provisioner motsvarar det cirka 3 respektive 23 räntepunkter över USD Libor respektive Euribor. Resterande del av lånebehovet för 2009, 28 procent, lånades i kronor som sedan swappades till utländsk valuta motsvarande en kostnad på 46 räntepunkter under Euribor. Swappupplåning var således billigare, men det hade inte varit fallet om vi markant ökat swappvolymen. Ju mer swappar vi gör, desto mindre förmånlig blir swappspreaden. Det hade inte varit möjligt att låna de stora volymer som krävdes under 2009 via swappar.

Commercial paper emitterades framför allt på löptider mellan en och tre månader till en genomsnittskostnad på cirka 87 räntepunkter under USD Libor respektive 24 räntepunkter under Euribor.

### Kron-/swappupplåning

*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 obligationsförfallet. 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.*

## 4.6 Likviditetsförvaltning

Riksgälden hanterar inte bara statens lång- och medelfristiga upplåning, utan också statens kortfristiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditetsförvaltningen sköts med de penningmarknadsinstrument som normalt används i kassaförvaltning av stora institutioner. Vi använder inte Riksbanken som motpart i likviditetsförvaltningen. Enligt svensk lag och EU:s grundlag är det inte tillåtet för staten att låna i centralbanken.

Det finns ingen skarp gräns mellan den längre upplåningen och likviditetsförvaltningen. Upplåningen i statsskuldväxlar används dels för långfristig finansiering, 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 schemat upp växelupplåningen.

De instrument som därutöver används är banklån respektive banktillgodohavande (deposits), repor, löpande försäljning och uppköp av statsskuldväxlar, likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider), trepartsrepor (repor mot en korg av säkerheter med en tredje part som hanterar säkerheterna), commercial papers och

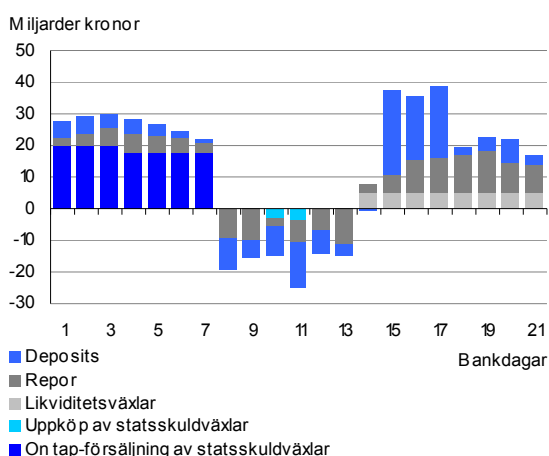
bostadsterminer (bostadsobligation med framskjuten likvid). Vi gör transaktioner i både kronor och utländska valutor.

Under 2008 och 2009 har likviditetsförvaltningen varit både mer omfattande och mer komplex än tidigare. Det hänger samman med att vi under 2008 tog emot likviditeten för försäljning av Vin & Sprit i utländsk valuta (euro och dollar) utan att växla dessa medel till kronor. Medlen användes sedan till att betala förfallande valutaobligationer. Vi kunde således ta emot utländsk valuta utan få någon exponering i valutarisk. Samtidigt kunde potentiella köpare av Vin & Sprit lägga mer aggressiva bud eftersom de skulle slippa valutarisken och kostnaderna för att köpa svenska kronor inför betalningen. I förlängningen fick staten bättre betalt för Vin & Sprit med detta upplägg.

Resultatet blev en mer omfattande likviditetsförvaltning i utländsk valuta än normalt. För att hantera detta på ett kostnadseffektivt sätt med betryggande säkerhet byggde vi upp ett större nätverk med motparter och införde nya instrument, bland annat trepartsrepor.

Likviditeten under en typmånad följer normalt ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skattebetalningar. (Se Diagram 13. Negativa tal innebär att staten har överskott i sina betalningar). Även om avvikelserna från det mönstret snarare var regel än undantag kan detta grundmönster ändå vara värt att lägga på minnet. Under 2008 och 2009 fanns naturligtvis samma grundmönster även om vi kom att ha överskott under de flesta av årets dagar, särskilt om överskotten i utländsk valuta räknas med.

Diagram 13 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, FINANSIERING UNDER EN TYPMÅNAD



Överskotten i likviditetsförvaltningen i svenska kronor var större under 2008–2009 än normalt. Under 2008 berodde det främst på försäljningen av Vasakronan och att vi samtidigt

kontinuerligt lånat genom att ge ut statsskuldväxlar. Enligt vår lånepolicy åtar vi oss att varannan vecka ge ut statsskuldväxlar med tre och sex månaders löptid. Under 2009 skapades överskottet främst genom att vi emitterade 38 miljarder kronor i ett 30-årigt lån i mars samtidigt som vi fortsatte att löpande ge ut statsskuldväxlar enligt vårt åtagande.

Saldot i likviditetsförvaltningen visade stora variationer under 2008–2009, från överskott på cirka 120 miljarder kronor till underskott på cirka 120 miljarder kronor. I ett första steg finansieras underskotten med löpande försäljning av statsskuldväxlar (korta växlar som tidigare emitterats vid auktioner) och likviditetsväxlar. Inom ramen för likviditetsförvaltningen såldes statsskuldväxlar för 41 miljarder kronor 2008 och 44 miljarder kronor 2009. Det kan jämföras med 40 miljarder kronor under 2007.

Under 2009 förändrades förutsättningarna för likviditetsförvaltningen i svenska kronor på grund av att Riksbanken ökade sin utlåning samtidigt som löptiden på dessa lån förlängdes. Den ökade likviditeten letade sig till dagslånemarknaden.

Till följd av överlikviditet i dagslånemarknaden var vi tvungna att placera till Riksbankens finjusterande ränta 10 baspunkter under Riksbankens reporänta. Normalt både lånar och placerar vi till Riksbankens reporänta. Den ökade likviditeten har också medfört att intresset från marknaden att göra omvända repor i bostadsobligationer varit ganska begränsat. Detta medförde bland annat att vi i den mån det var möjligt köpte commercial paper i svenska kronor. Under 2008 köpte vi för 33,5 miljarder kronor och under 2009 köpte vi för 500 miljoner kronor.

I Tabell 11 och Tabell 12 redovisas både ställning i genomsnitt per dag och omsättning i likviditetsförvaltning i svenska kronor. Förvaltningen i utländsk valuta berodde i hög grad på vårt åtagande att förvalta intäkterna från försäljningen av Vin & Sprit och upplåningen i utländsk valuta så att dessa senare vid behov kunde användas för utgifter i utländsk valuta. Mot den bakgrunden är det mindre meningsfullt att på sedvanligt sätt redovisa likviditetsförvaltningen i utländsk valuta tillsammans med förvaltningen i kronor.

Som framgår av tabellerna kunde en stor del av kassaupplåningen hanteras med repor. Det är då frågan om repor som våra återförsäljare efterfrågar inom ramen för vårt marknadsåtagande; se vidare under avsnittet marknadsvård. Vid överskott använde vi förutom repor uppköp av statsskuldväxlar och deposits.

Tabell 11 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, GENOMSNIITT PER DAG 2008 OCH 2009

Finansiering	2008		2009	
	Mdkr	Procent	Mdkr	Procent
Statsskuldväxlar	-;	7,0	-2,2	10,8
Likviditetsväxlar	-0,4	1,4	-0,1	0,5
Repor	-24,1	80,7	-9,5	47,0
Deposits	-3,3	10,9	-8,5	41,7
Summa finansiering	-29,9	100,0	-20,3	100,0
Placeringar	Mdkr	Procent	Mdkr	Procent
Uppköp av statsskuldväxlar	-7,7	27,2	-0,7	7,0
Omvända repor	-11,4	40,4	-2,3	22,2
Deposits	-9,1	32,3	-7,5	70,8
Summa placeringar	-28,3	100,0	-10,6	100,0

Tabell 12 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, GENOMSNIITTLIG OMSÄTTNING PER DAG

Miljarder kronor	2008		2009	
	Per dag	Mdkr	Per dag	Mdkr
Statsskuldväxlar, lån	-0,3	-70	-0,1	-29
Likviditetsväxlar, lån	0,0	-10	-0,1	-13
Statsskuldväxlar	-0,3	-80	-0,2	-42
Uppköp av statsskuldväxlar, placering	1,1	283	0,1	35
Repor, lån	-23,7	-5 985	-9,1	-2 274
Omvända repor placering	7,2	1 819	2,0	493
Repor, netto	-16,5	-4 166	-7,2	-1 781
Deposits, lån	-3,3	-820	-6,8	-1 703
Deposits, placering	6,3	1 588	4,9	1 232
Deposits	3,0	768	-1,9	-471
Summa	-12,7	-3 196	-9,1	-2 259

### Flöden i utländsk valuta

Likviditetshanteringen sköts normalt i svenska kronor. Det innebär att kortfristig behållning i utländsk valuta växlas till svenska kronor för att sedan förvaltas på kronmarknaden. Vid betalningar i utländsk valuta lånar Riksgälden i kronor och växlar sedan till rätt betalningsvaluta.

Vid vissa tillfällen gör vi avsteg från denna princip. Det kan

vara när låne- eller placeringsbehoven är mycket stora. För att undvika ett alltför stort beroende av, och därmed exponering i, kronmarknaden lånar eller placerar vi i utländsk valuta. December är normalt en månad med stora underskott. Så var fallet även 2008 och 2009. Riksgälden valde därför att ge ut commercial paper i utländsk valuta och säkra dessa med terminskontrakt.

I december 2008 var lånebehovet så stort som cirka 100 miljarder kronor. Vi lånade då motsvarande 5,5 miljarder kronor i commercial paper. Under 2009 lånade vi totalt motsvarande 12,8 miljarder kronor varav cirka 10 miljarder kronor i december (se avsnitt 4.5).

Alternativt hade vi kunnat använda deposit-upplåning eller emissioner av statsskuldväxlar. Men att låna ett så stort belopp med kort löptid på depositmarknaden hade medfört stora refinansieringsrisker. Depositupplåning med lång bindningstid hade å andra sidan varit ett mycket dyrt alternativ. Upplåning i statsskuldväxlar bedömdes inte heller vara ett realistiskt alternativ eftersom vi redan planerat att emittera stora växelvolymmer.

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.<sup>8</sup>

Riksgälden försöker i den dagliga hanteringen av växlingarna utnyttja tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna. Riksgälden höll sig under det gångna året inom den av styrelsen definierade kostnadsneutrala banan.

### Resultat för likviditetsförvaltningen

Resultatet för likviditetshanteringen var 84 miljoner kronor 2008, och 76 miljoner kronor 2009. Detta var en ökning jämfört med 2007 då resultatet var 60 miljarder kronor.

De löpande valutaväxlingarna gav inget resultat eftersom vi även under 2008 och 2009 avstod från att ta positioner när vi gjorde valutaväxlingar. För information om vår EUR/SEK-position se avsnitt 3.5.

<sup>8</sup> För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna görs varje månad en beräkning av återstående nettoväxlingar under året. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader och utgör Riksgäldens riktvärde. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat om ±500 miljoner kronor. Riktmärket inklusive avvikelsemandatet definierar en så kallad kostnadsneutral bana för nettoväxlingarna. Transaktioner inom intervallet betraktas som resultatneutrala och innebär att Riksgälden inte tar några aktiva positioner i kronväxlingar.

# 5 Aktiv förvaltning i utländsk valuta

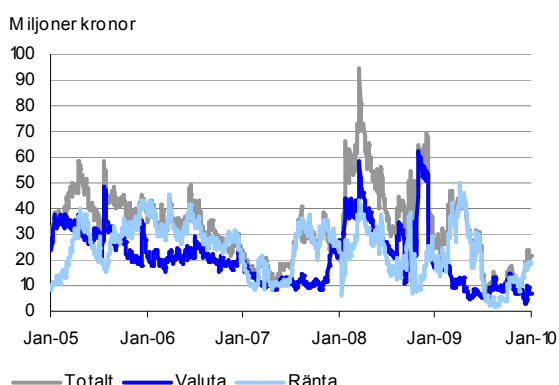
Regeringen har gett Riksgälden möjlighet att bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Det totala risktagande får dock inte överstiga 600 miljoner kronor mätt som en daglig Value-at-Risk (VaR). Riksgäldens styrelse har allokerat 220 miljoner kronor i daglig VaR till en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Den resterande delen finns tillgänglig för strategiska positioner; se avsnitt 3.5.

För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgälden ett antal externa förvaltare. Dessa bedriver förvaltning med samma mandat som Riksgälden men i betydligt mindre skala.

## 5.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2008–2009

Riksgäldens totala aktiva förvaltning resulterade i en vinst på 492 miljoner kronor under 2008 och 514 miljoner kronor 2009. Resultatet fördelade sig på 305 (2008) och 424 miljoner kronor (2009) för den egna förvaltningen och 187 (2008) och 90 miljoner kronor (2009) för den externa förvaltningen (se Tabell 13). Riksgälden tog positioner som gav ett genomsnittligt VaR-värde på 48 miljoner kronor under 2008 och 23 miljoner kronor under 2009. Vi utnyttjade med andra ord en relativt liten del av det totala riskmandatet under det sista året. Den låga risken berodde till stor del på den stora osäkerheten kring den ekonomiska utvecklingen i spåren av den finansiella krisen.

Diagram 14 RISKUTNYTTJANDE I DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN, VALUE AT RISK 2005–2009



### Räntepositioner

2008 var ett år som dominerades av den finansiella krisen. Detta ledde till att placerare sökte sig bort från riskfyllda

placeringar till likvida och säkra statsobligationer, vilket gav en press nedåt på obligationsräntorna under året.

Den finansiella oron fick en starkt dämpande effekt på den globala ekonomin 2009. För att motverka detta sänkte centralbanker runt om i världen de korta räntorna som slutade året på mycket låga nivåer.

Diagram 15 RESULTAT AV KORTRÄNTEPOSITIONER I MILJONER KRONOR 2008

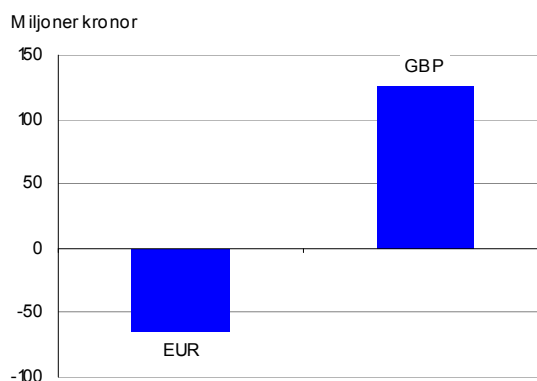
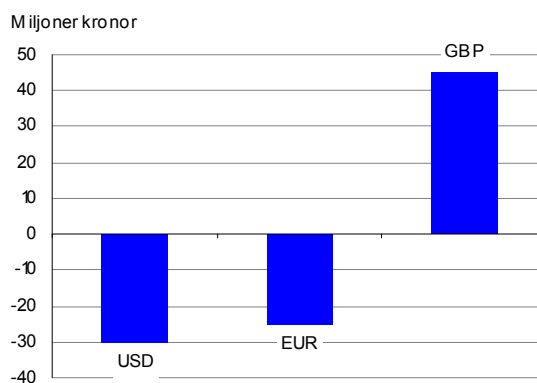


Diagram 16 RESULTAT AV LÅNGRÄNTEPOSITIONER I MILJONER KRONOR 2008



Riksgälden var positionerad för en mindre differens mellan korta räntor i Storbritannien och Europa under 2008, vilket låg bakom vinsterna på räntesidan. En position i långa räntor för en mindre differens mellan Storbritannien och Europa/USA gav en liten förlust (se Diagram 16).

Under 2009 hade vi vinstgivande positionerna för korta räntor upp i Storbritannien och ner i Europa och USA. På den långa



sidan hade vi motsatta positioner för en mindre räntedifferens mellan Storbritannien och Europa, som också gav en vinst (se Diagram 18).

Diagram 17 RESULTAT AV KORTRÄNTEPOSITIONER I MILJONER KRONOR 2009

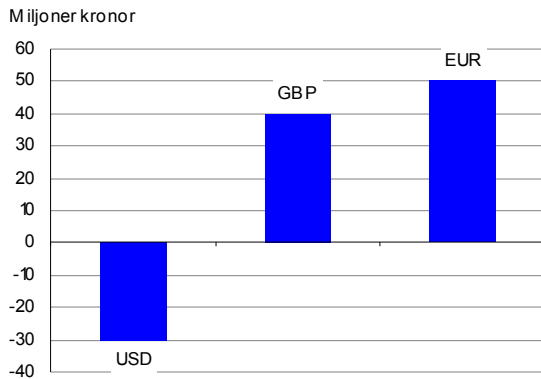
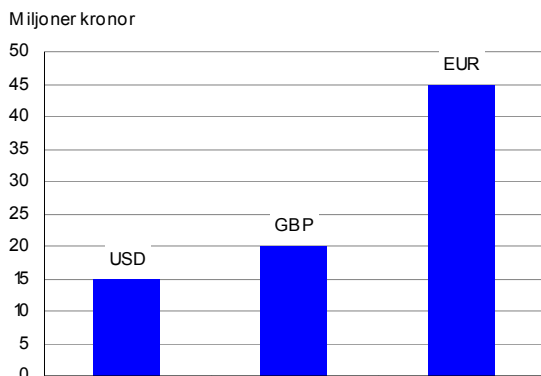


Diagram 18 RESULTAT AV LÅNGRÄNTEPOSITIONER I MILJONER KRONOR 2009



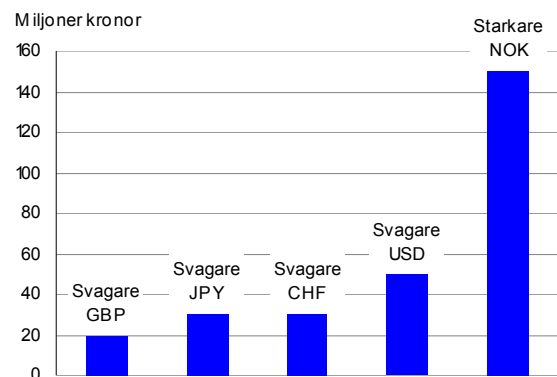
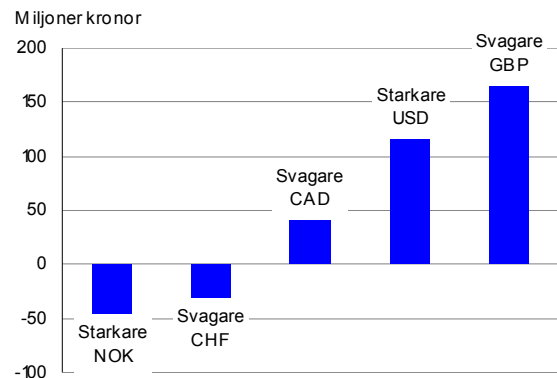
#### Valutapositioner

De två gångna åren präglades av den finansiella krisen, vilket gav upphov till kraftiga svängningar på valutamarknaden. Det innebar att risknivån i marknaden genomgående var hög men också att möjligheterna till vinstgivande positioner var goda.

Valutasidan stod, totalt sett, för ett mycket positivt resultat i den egna förvaltningen. 2008 var vinsten 261 miljoner kronor och 2009 var vinsten 286 miljoner kronor. Våra dominerande valutapositioner under 2008 var köp av dollar mot euro och mot pund. Positionerna baserades bland annat på en bedömning att dollarn skulle gynnas av den finansiella krisen när amerikanska institutioner och fonder tog hem pengar från andra valutor.

Riksgäldens dominerande valutaposition 2009 var köp av norska kronor mot euro. Bedömningen var att den norska kronan (liksom den svenska) hade försvagats överdrivet mycket under den värsta finansoron, trots goda ekonomiska fundamenta i den norska ekonomin. (se Diagram 19).

Diagram 19 RESULTAT AV VALUTAPOSITIONER I MILJONER KRONOR 2008 OCH 2009



#### 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 Riksgälden sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltare tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under 2008–2009 anlätades sju olika externa förvaltare: BlackRock, Bridgewater, CAAM, Fortis/BNP Paribas, IPM/First Quadrant, Mellon och PIMCO. De tre förvaltare som var aktiva hela tvåårsperioden är Fortis, IPM och PIMCO.

Förvaltarnas riskmandat beräknas på nominella referensportföljer som totalt motsvarar 6 eller 8 miljarder kronor per förvaltare. Det genomsnittliga resultatet för de externa förvaltare var 187 miljoner kronor under 2008 och 90 miljoner kronor under 2009. Det var ett mycket bra resultat långt över snittet för de senaste tio åren. Spridningen

mellan förvaltarna var stor med 1,7 procent och -1,1 procent som bästa respektive sämsta resultat. IPM/First Quadrant och PIMCO var de som lyckades bäst och som vida överskred kontorets avkastningsmål för den externa förvaltningen.

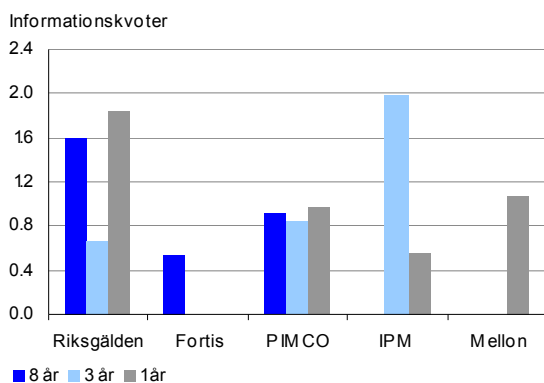
#### Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten<sup>9</sup> är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. Informationskvoten visar förhållandet mellan resultatet i förvaltningen och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt sett liten risk i relation till det resultat som presterats.

I diagram 20 visas det riskjusterade resultatet under de senaste åtta åren för Riksgälden och de externa förvaltare som varit verksamma under hela eller delar av denna period. Som framgår av diagrammet har IPM och Riksgälden det bästa riskjusterade resultatet följt av PIMCO.

Sett över en tioårsperiod från 1997 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse<sup>10</sup>, genomgående lägre för Riksgäldens aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna.

Diagram 20 RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN



<sup>9</sup> Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

<sup>10</sup> Beräknat på månadsdata.

## 5.2 Resultat och utvärdering 2005–2009

Den senaste femårsperioden gav ett positivt förvaltningsresultat på 677 miljoner kronor (se Tabell 13). Riksgäldens aktiva förvaltning har under denna period legat något under det resultat i procent som de externa förvaltarna presterat.

Sedan Riksgälden började med aktiv förvaltning 1992 har vi uppnått en kostnadsbesparing på drygt 12 miljarder kronor. Det positiva resultatet uppstod framförallt under åren 1992–1998 samt 2002–2004 och 2008–2009. Det är främst våra valutapositioner som förklarar de starka siffrorna den senaste perioden, medan räntepositionerna uppvisade ett mycket positivt resultat under den tidigare delen av perioden.

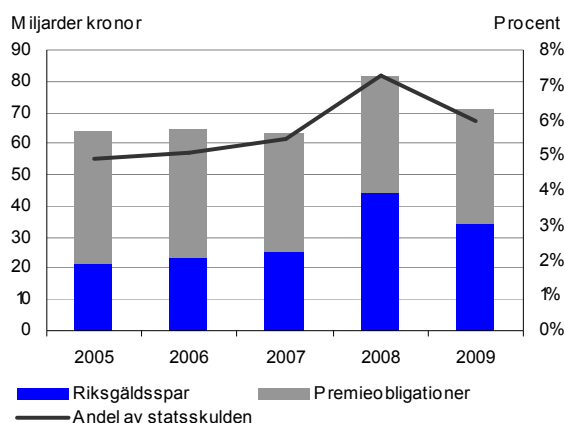
Tabell 13 RESULTAT AV AKTIV FÖRVALTNING I UTLÄNSK VALUTA 2005-2009

	2005	2006	2007	2008	2009	2005 - 2009
<b>Resultat i miljoner kronor</b>						
Total förvaltning	-430	339	-238	492	514	677
Riksgälden	-426	348	-203	305	424	448
<b>Varav:</b>						
Räntepositioner	187	367	-241	44	138	495
Valutapositioner	-613	-19	38	261	286	-47
Externa förvaltare	-4	-9	-35	187	90	229
<b>Resultat i procent av förvaltad belopp</b>						
Riksgälden	-0,25	0,21	-0,12	0,18	0,25	0,27
Externa förvaltare	-0,01	-0,03	-0,11	0,65	0,32	0,82

## 6 Privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden riktar sig till privatpersoner, mindre företag och organisationer. Den sista december 2009 var 71 miljarder kronor, eller 6 procent av statsskulden, upplånad på privatmarknaden.

Diagram 21. PRIVATMARKNADSUPPLÅNING, TOTALT OCH SOM ANDEL AV STATSSKULDEN 2005-2009



### Privatmarknadsupplåning ger kostnadsbesparing

Riksgälden säljer två produkter som är anpassade för privatsparare: premieobligationer och Riksgäldsspar. Tidigare sålde vi även statspapper via webben till privatmarknadskunder, men den försäljningen stängdes i mars 2009.

Under 2008 minskade privatmarknadsupplåningen kostnaderna för statsskulden med 144 miljoner kronor och under 2009 med 206 miljoner kronor. För femårsperioden 2005-2009 blev den samlade kostnadsbesparingen 805 miljoner kronor.

Tabell 14 BESPARING PRIVATMARKNADSUPPLÅNING<sup>1</sup>

Miljoner kr	2005	2006	2007	2008	2009
Premieobligationer	98	150	149	106	170
Riksgäldsspar	10	27	23	38	36
Riksgäldskonto	-2	-	-	-	-
Summa besparing	106	177	171	144	206

<sup>1</sup> Statspapper ligger utanför kostnadsbesparingen, eftersom vi betalar samma ränta till privatpersoner som till institutionella placerare.

### Ökat intresse och förbättrat resultat för premieobligationer

Det underliggande resultatet för premieobligationer har varit relativt stabilt de senaste åren. Det som framför har orsakat svängningar är preskription av fysiska premieobligationer (äldre obligationer som gavs ut i pappersform). I samband med preskriptionen tillförs oinlösta innehav resultatet, som därmed förbättras. Detta är den huvudsakliga förklaringen till att resultatet förbättrades med 64 miljoner kronor mellan 2008 och 2009. Sedan innebar en förändrad fördelning av gemensamma kostnader ett förbättrat resultat för premieobligationer 2009, och försämrade samtidigt resultatet för Riksgäldsspar i motsvarande mån.

Försäljningen av premieobligationer ökade från 7,5 miljarder kronor 2008 till 9 miljarder kronor 2009. Båda åren såldes ett vår- och ett höstlån. Särskilt bra gick det hösten 2009, då försäljningen översteg förfallande premielån med drygt en halv miljard kronor.

Låg alternativränta på banksparande var en bidragande orsak till det ökande intresset. Eftersom räntan på premieobligationer lottas ut har den enskilda kunden chans till en bra avkastning, även när den totala vinstutlovningsprocenten är låg. Marknadsföring under försäljningsperioderna bidrog också till intresse för produkten. De senaste två åren har vi marknadsfört premieobligationer med bland annat utomhus- och tevereklam på temat "Gillar du att vinna men hatar att förlora".

Vid slutet av 2009 hade vi cirka 300 000 premiekunder. Antalet kunder har minskat de senaste åren, men innehavet per kund har ökat.

### Stora in- och utflöden i Riksgäldsspar

Insättningarna på Riksgäldsspar blev rekordstora under hösten 2008 till följd av finanskris och misstro mot banksystemet. Den utestående volymen ökade med 19 miljarder kronor, en ökning på 75 procent på bara ett par månader. Under 2009 vände trenden och det blev i stället ovanligt stora utflöden. Dels till följd av sjunkande räntor, dels genom att en del av pengarna som sattes in hösten 2008 togs ut igen. Sammanlagt minskade den utestående volymen i Riksgäldsspar med 10 miljarder kronor under 2009. Minskningen berodde både på uttag från befintliga konton, lägre nyinsättningar och på att färre kunder valde att förnya fast sparande som förföll.

Resultatmässigt låg 2008 och 2009 på ungefär samma nivå, med en kostnadsbesparing på knappt 40 miljoner kronor per år. År 2009 inleddes med en kraftig förbättring av resultatet på grund de stora insättningarna hösten 2008. Men sedan minskade intjäningen rejält under andra halvåret, till följd av stora utflöden och en lägre räntemarginal än normalt.

Efter Riksbankens sänkning av reporäntan till 0,25 procent den 8 juli 2009, har vi erbjudit 0,10 procent i ränta på engångsinsättningar på rörliga konton och 0,05 procent på månadssparande. Det motsvarar en marginal på 0,15 procentenheter för Utan tidsgräns och 0,20 procentenheter för Månadsspar, mot normala 0,25 respektive 0,35 procentenheter. Detta gav ett intäktsbortfall på cirka 45 miljoner kronor under 2009.

För fasta konton var räntorna högre och vi kunde ta ut en normal marginal på 0,35 procentenheter under hela perioden. Men eftersom konton med rörlig ränta står för drygt 80 procent av den utestående volymen, får de rörliga räntorna stor effekt både på inlåningens omfattning och på resultatet.

Vid utgången av 2009 var inlåningen på Riksgäldsspar 34 miljarder kronor och antalet kunder 144 000 stycken.

### **Internetförsäljning av statspapper stängdes**

I mars 2009 stängde vi direktförsäljningen av statspapper till privatsparare på webben. Försäljningen infördes på prov 2002 i syfte att nå en bredare grupp av investerare. Volymerna blev dock aldrig tillräckligt stora för att motivera de merkostnader försäljningen var förknippad med. Privatpersoner och mindre placerare kan fortfarande köpa statspapper genom banker eller fondkommissionärer. Många privatsparare äger också statspapper indirekt genom räntefonder.

### **Riksgäldens andel av sparmarknaden**

Premieobligationer och Riksgäldsspar stod vid utgången av 2009 för sammanlagt 5,6 procent av den svenska räntemarknaden, jämfört med 6,7 procent i december 2008. Andelen ökade med 1,1 procentenheter under 2008 och minskade sedan exakt lika mycket under 2009. Det innebär att vi har behållit den andel av sparmarknaden som vi hade innan finanskrisen hösten 2008.

# 7 Marknads- och skuldvard

## 7.1 Vår strategi

Målet i statsskuldsvårdningen 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 investerarbas.

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 upprätthålla effektiva försäljningskanaler.

I enlighet med principen om öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation publicerar vi rapporten Statsupplåning – prognos och analys tre gånger per år. I den beskriver vi samverkan 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.

Investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Riksgälden följer en långsiktig plan och arbetar kontinuerligt med svenska och internationella motparter. Resor till utländska investerare i Asien, Europa och USA genomfördes under 2008–2009.

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

## 7.2 Marknadsåtagande

Riksgälden har ett antal marknadsåtagande 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 finansierings behov ser ut.

Dessa marknadsåtagandena innebär:

- Tillgång till en obegränsad repofacilitet för våra återförsäljare vad gäller nominella och reala statsobligationer. Begränsad repofacilitet vad gäller statsskuldväxlar.
- Köp och sälj byten mellan realobligationer till fast prissättning.

- För nyintroducerade nominella statsobligationer och statsskuldväxlar erbjuds särskilda villkor för att främja likviditeten till dess att den utestående volymen är tillräckligt stor för att ge likviditet.
- Likviditetsneutrala veckovisa reposwappar i samtliga instrument till fast prissättning till en begränsad volym.

Under 2008 gjorde vi reposwappar för motsvarande 573 miljarder kronor. Under 2009 var motsvarande siffra 410 miljarder kronor. Löpande byten i realobligationer uppgick till 9,8 miljarder kronor 2008 vilket kan jämföras med 3,5 miljarder kronor 2009. Skillnaden förklaras främst av den låga inflationen under 2009 vilket haft en negativ effekt på efterfrågan av realobligationer.

De marknadsåtagande reporna är överlagset det mest nyttjade marknadsåtagandet. En marknadsåtagande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av oss med avtal om att sälja tillbaka det en dag senare. Under 2008 gjorde vi marknadsåtagande repor för i genomsnitt 23 miljarder kronor per bankdag. 2009 var denna siffra 9 miljarder kronor. Den kraftiga nedgången i repor är troligen en följd av två faktorer.

- Hösten 2008 stoppade vi helt möjligheten att repa statsskuldväxlar. Denna möjlighet har varit fortsatt begränsad under 2009.
- Repomarknaden och tillgången på statspapper börjar stabilisera sig genom en tillfredställande likviditet i marknaden.

Repora 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. För vår del har det inneburit att vi under 2009 finansierat stora lånebehov i vår likviditetsförvaltning till negativ ränta. I december 2008 beslöt vi att premien för samtliga instrument ska vara den samma. Tidigare fanns en viss rabatt vad gäller realobligationer. Marknadsåtagande repor görs idag på en nivå 40 punkter 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

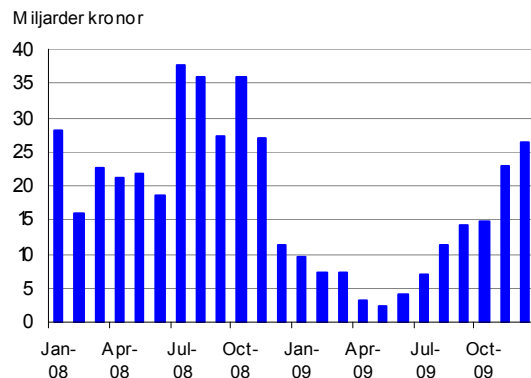
innehav. Om ett paper till exempel säljs av en aktör som deltar i repomarknaden men köps av investerare som inte deltar försvinner pappret får den likvida delen av marknaden. Riksgäldens marknadsvårdande repor upprätthåller en fungerande repomarknad och erbjuder en sista utväg för investerare som efterfrågar instrumenten. Detta begränsar risken för investerare att handla med statspapper, vilket är signifikant för en likvid marknad. Under hösten 2009 uppstod stor brist i vissa av våra statspapper till följd av att de tre referenslånen byttes ut mot längre obligationer: referenslånen ska nämligen alltid var ungefär 2, 5 respektive 10 år. Detta innebär att det varje år blir nya lån som blir referenslån. Eftersom vi huvudsakligen emitterar i referenslånen kommer bytet till nya att medföra en löptidsförändring av den utestående obligationsstocken. De investerare som följer index måste då också köpa längre obligationer. I sådana lägen uppstår lätt bristsituationer som medför öka efterfrågan på våra marknadsvårdande repor.

Den ökade efterfrågan på marknadsvårdande repor under 2008 medförde att vi stundvis hade stora överskott att placera. I normala fall hanterar vi över- eller underskott vid dagens slut genom insättningar eller lån (deposits). Deposits är emellertid förenade med kreditrisker och vi har därför limiter på hur stora deposits vi kan göra med varje motpart. För att begränsa vår kreditexponering och samtidigt få möjlighet till en bättre avkastning placerade vi stora delar av vårt överskott i form av en omvänd repa och fick därmed in säkerheter i form av stats- eller bostadspapper. Under hösten 2008 ökade omfattningen betydligt eftersom behovet av likviditet var stort hos våra motparter. Vi köpte också i vissa fall svenska commercial paper, växlade beloppen till utländsk valuta och placerade till högre ränta i commercial paper på den internationella marknaden.

Det finns samtidigt vissa avigsidor med alltför stora repopolymer. Om de marknadsvårdande reporna resulterar i att vi får långvariga överskott påverkar det så småningom våra möjligheter att ge ut statsobligationer. På sikt kan vi bara ge ut obligationer för att täcka budgetunderskott och/eller förfall. Genom repoåtagandet riskerar vi en störning i marknadspriset till följd av vårt eget agerande. Marknadspriset är en viktig signal vad gäller förändringar i utbud och efterfrågan och fungerar på så sätt som ett incitament till förändringar i vår egen strategi. I den mån våra repor minskar genomslaget på marknaden finns det risk för att nödvändiga anpassningar fördröjs.

Efterfrågan på repor varierar mycket under året, framförallt till följd av läget på de finansiella marknaderna. Diagram 22 visar tydligt det ökade behovet under 2008 till följd av den finansiella kreditkrisen. Diagrammet visar en minskad efterfrågan på repor med oss i början på 2009 då efterfrågan på statspapper stabiliserades.

Diagram 22 MARKNADSVÅRDANDE REPOR, GENOMSNITTLIG DAGSVOLYM, UNDER 2008 OCH 2009



Ökningen under hösten 2009 beror på den tidigare nämnda bristsituationen som uppstod när marknaden bytte referenslån. Den dagliga repovolymen i övrigt är i dagsläget relativt låg vilket indikerar att obligationsmarknaden nu har blivit mer likvid än under inledningen av den finansiella oron. I dagsläget bedömer vi det inte som nödvändigt att genomföra några större förändringar av vårt marknadsåtagande. På längre sikt behöver vi däremot se över villkoren. Det gäller framförallt växelmarknaden där repovolymen fortsatt är begränsad.

Vår sammantagna bedömning är att repoåtagandet har fortsatta positiva effekter på marknads stabilitet. För vår del är det viktigt att marknaden fungerar bra även i orostider. Det sänker våra lånekostnader och bidrar till att vi kan upprätthålla en god, långsiktig relation med vår investerarbas. I Prosperas undersökning (se avsnitt 7.4) framgår att återförsäljarna ännu mer än tidigare värdesätter de marknadsvårdande repor vi erbjuder.

Slutligen bör det understrykas att repomarknaden i Sverige är en mycket viktig orsak till att vår räntemarknad har fungerat så pass väl i ett internationellt perspektiv. Det är få marknader som haft en sådan kontinuitet som den svenska. Även om likviditeten stundtals varit bristfällig har varken marknaden för statsobligationer eller bostadsobligationer varit stängda. Detta är mer eller mindre unikt för Sverige.

Den väl fungerande repomarknaden är ett resultat av många faktorer: inte minst har våra återförsäljare sedan många år tillbaka bidragit till infrastrukturen. Riksgäldens marknadsåtagande är också en viktig förklaring.

### 7.3 Extra emissioner i statsskuldväxlar

I mitten av september 2008, tre dagar efter att Lehman Brothers försatts i konkursskydd, beslutade Riksgälden med

mycket kort varsel att emittera mer statsskuldväxlar än vi behövde för att finansiera den egentliga statsskulden. Bakgrunden var den stora efterfrågan på statspapper som uppstått i spåren av oron på finansmarknaderna. Efterfrågan kunde inte hanteras inom ramen för vårt normala system för att låna ut statsskuldväxlar till återförsäljarna via så kallade marknadsvårdande repor. Det fanns en uppenbar risk att efterfrågan på sådana repor hade överstigit varje rimligt belopp. Vi slutade därför att erbjuda sådana repor i växlar och försåg i stället marknaden med mer växlar genom stora och täta extra auktioner i statsskuldväxlar. Som övre gräns för hur mycket extra växlar vi kunde ha utestående satte vi 150 miljarder kronor. De extra emissionerna beslutas efter samråd med Riksbanken.

På så sätt kunde vi tillgodose den starka efterfrågan på statsskuldväxlar samtidigt som vi skaffat oss kontroll över hur stora volymer som kom ut på marknaden. Vi hade inget formellt tak på de marknadsvårdande reporna, men vi kan rimligen inte ge ut hur mycket statsskuldväxlar som helst inom ramen för vårt marknadsåtagande. Det skulle dra upp den redovisade statsskulden och leda till en orimligt omfattande kassahantering. En utveckling där marknadsaktörerna började oroa sig för att vi abrupt skulle stänga repofaciliteten hade kunnat bidra till panikartade köp av växlar. Det är därför rimligt att anta att efterfrågan på de extra växlarna blev lägre än efterfrågan på växlar som vi annars skulle ha tvingats repa ut som en följd av vårt marknadsåtagande.

En viktig skillnad mellan att ge ut statsskuldväxlar i auktioner och ge ut dem med återköpsavtal inom ramen för vårt marknadsåtagande, förutom att vi i det förra fallet skaffar oss kontroll över volymerna, är att vi får en marknadsprisbildning inom ramen för auktioner. En nedpressning av räntenivån vid auktionsförfarandet bör rimligen ha pressat ned efterfrågan även om köparna i det rådande krisläget sannolikt var relativt prisokänsliga.

En viktig effekt av vår annonsering av de extra auktionerna var att de potentiella köparna av statsskuldväxlar samtidigt fick information om att det fanns mycket stora volymer att köpa. När marknaden fick veta att det skulle finnas växlar att köpa, även om det kunde bli till mycket låg ränta, bröts paniken – alla visste att de skulle kunna köpa växlar om de behövde. Därmed försvann motivet att omedelbart försöka få tag på stora volymer för att ha ett eget beredskapslager. Beskedet i sig lugnade således ned situationen.

### **Placering i bostadspapper**

Ger vi ut mer statspapper än vi behöver för att finansiera skulden får vi pengar i kassan som måste placeras. I det här läget valde vi att i huvudsak placera i omvända repor i säkerställda bostadsobligationer som säkerhet med samma löptid som de extra växlarna. Dessa instrument var i

praktiken de enda möjliga med tanke på omfattning, krav på god säkerhet och avkastning. Som en bieffekt kom vi också att stödja bostadsinstitutens upplåning och bankernas likviditet.

Den andra sidan av den ökade efterfrågan på statspapper var nämligen att många aktörer inte längre ville handla med andra värdepapper. Det drabbade även säkerställda bostadsobligationer. Trots att de har låg kreditrisk var det i det här osäkra läget svårt att hitta privata aktörer som var villiga att köpa säkerställda bostadsobligationer eller acceptera dem som säkerhet ens för kortfristiga lån. Likviditet i bostadsobligationerna var således närmast obefintlig.

Effekten av våra transaktioner var att aktörerna kunde byta ut värdepapper med låg likviditet mot statspapper som kunde användas som säkerhet för lån i den privata sektorn. Trots att det började med att vi lånade mer pengar när vi gav ut extra växlar, underlättade vi således bankernas och bostadsinstitutens löpande finansiering, vilket bidrog till att minska effekterna av den finansiella oron.

### **Minskade volymer mot slutet av 2008**

Under hösten ökade Riksbanken gradvis sin extra utlåning till bankerna mot säkerhet i bland annat bostadsobligationer. Även om läget på finansmarknaderna fortsatt var osäkert gjorde det att behovet att göra motsvarande transaktioner med Riksgälden minskade. Vi kunde därmed minska omfattningen av vår extra upplåning.

Totalt emitterades extra växlar för 206 miljarder kronor där förfallande växlar ersattes med nya. Som mest uppgick den utestående stocken extraväxlar till 120 miljarder kronor. Vid årsskiftet 2008/2009 var 52 miljarder kronor utestående. Under 2009 gav vi ut extra växlar vid endast ett tillfälle, i januari. De längsta extraväxlarna förföll i mars 2009.

Räntan på de placeringar vi gjorde var högre än den ränta vi behövde betala på de extra växlarna. Transaktionerna var alltså lönsamma för staten, och genererade en vinst på 175 miljoner kronor, även om det egentliga syftet inte var att tjäna pengar.

### **Lagstöd i efterhand**

De syften för vilka Riksgälden har rätt att låna anges i lag. I lagen regleras dock endast den långfristiga upplåningen. Likviditetsförvaltningen och våra marknadsåtaganden som syftar till att minimera kostnaderna täcks inte av lagstiftningen.

Det fanns således inte något lagstöd för att ge ut extra statsskuldväxlar på det sätt som vi gjorde. Regering och riksdag har via riktlinjer och i utvärderingar gett sitt stöd till emissioner av statspapper när de görs i form av repor. Skillnaden mellan att ge ut statsskuldväxlar med

återköpsavtal (repor) och att ge ut växlar i auktionsform är begränsad. Oavsett den formella aspekten bedömde vi att det var nödvändigt att agera även om det inte fanns något lagstöd för detta. Följderna för statspappersmarknaderna och finansmarknaderna i stort hade i annat fall kunnat bli allvarliga.

Riksdagen bekräftade riktigheten i vårt agerande genom att i oktober 2008 ändra lagen genom att ange ytterligare ett syfte för upplåning. Där står nu att vi har rätt att ta upp lån för att tillgodose behovet av statspapper med olika löptid. Av förarbetena framgår att det får ske i syfte att motverka hot mot den finansiella marknadens funktion. Lagändringen gäller med retroaktiv verkan från den tidpunkt när vårt beslut fattades, vilket i efterhand ger ett otvetydigt lagstöd för vårt agerande.

## 7.4 Investeringarnas uppfattning om Riksgälden

På Riksgäldens uppdrag genomförde TNS Sifo Prospera 2008 och 2009 utvärderingar av Riksgäldens upplåning. I den senaste undersökningen som genomfördes i slutet av 2009 intervjuades 47 svenska och utländska investerare, sju återförsäljare samt nio andra prisställare av svenska statsobligationer.

Intrycket av Riksgälden har successivt förbättrats sedan 2004, då den första undersökningen gjordes för Riksgälden. Resultatet förbättrades även under perioden 2008-2009 och förtroendet för Riksgälden var mycket stort. Riksgälden fick dessutom ett betydligt högre betyg när det gäller agerandet och kommunikationen av statens lånebehov hos svenska investerare. Riksgäldens agerande under finanskrisen med införandet av extra emissioner i statskuldväxlar fick mycket bra betyg.

Swagheterna bestod framförallt i investerarkontakterna och agerandet vid neddragning av auktionsvolymerna i realobligationer och statskuldväxlar, samt lyhörtheten för marknadens önskemål, även om betyget för det senare har höjts. Likviditeten på realobligationsmarknaden upplevs fortsatt som låg.

Nedan följer en sammanfattning av undersökningarnas resultat.

- Riksgäldens information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor anses fortsatt vara utmärkt och förutsägbar. Riksgälden värderades generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer. Betyget från svenska investerare var något lägre.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl. Försäljningsformer och information fick betyget utmärkt

av i stort sett alla aktörer. Intrycket av hur Riksgälden drog ned auktionsvolymerna för realobligationer och statskuldväxlar var dock något sämre och har ytterligare försämrats något under 2008-2009.

- Återförsäljarna värdesatte våra marknadsvärdande repor i statspapper och understök Riksgäldens professionalism sett i ett internationellt perspektiv.
- Återförsäljarna är fortsatt mindre nöjda med Riksgäldens löpande byten av realobligationer.
- Liksom tidigare ansåg svenska investerare att Riksgälden inte är tillräckligt lyhörd för marknadens önskemål.
- Investerarna anser att Riksgälden bör anordna fler investerarmöten. Intresset från investerare att delta i möten ökade under perioden.
- Efter tre år av minskande intresse från investerare att lägga bud i våra auktioner, har utvecklingen vänt med ökat deltagande som följd.
- Likviditeten och prissättningen i andrahandsmarknaden upplevs överlag ha förbättrats jämfört med föregående år. Marknaden för nominella statsobligationer anses fungera väl. Andrahandsmarknaden för realobligationer och statskuldväxlar får emellertid fortsatt lågt betyg.
- Riksgäldens emitterande av extra statskuldväxlar under den turbulenta situationen i räntemarknaden under finanskrisen uppfattas som mycket positivt av samtliga intervjugrupper. Riksgäldens information om dessa åtgärder anses ha varit överlag bra.
- Riksgäldens och återförsäljarnas genomförande av syndikeringen av det nya 30-åriga lånet fick ett medelbetyg. Nästan hälften av de intervjuade investerarna deltog i emissionen. Samtliga återförsäljare och två tredjedelar av investerarna ansåg att syndikering som försäljningsform av en 30-åring var lämplig.

Resultatet stämmer fortsatt väl överens med det intryck Riksgälden har av hur marknaden och vår verksamhet fungerar. Vårt att notera är att våra extra emissioner i statskuldväxlar under finanskrisen mottagits positivt.

Fler investerare deltog i primärmarknaden under tidsperioden. Denna ökning kan till del förklaras av en ökad efterfrågan på statspapper som uppkommit på grund av finanskrisen.

Kritiken om bristande lyhörighet för marknadens önskemål var sannolikt en följd av att vi inte behövde låna lika mycket under 2008 som tidigare och därför inte kunde tillmötesgå en ökad efterfrågan som har funnits i statspapper.

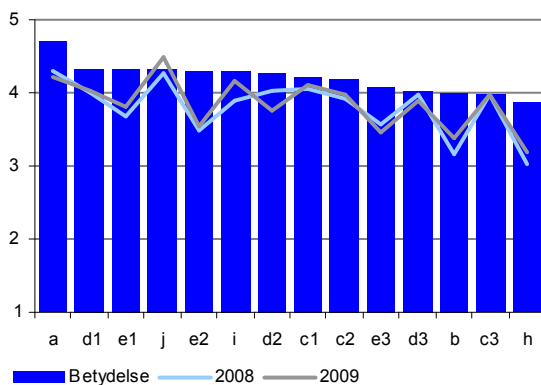
Den låga likviditeten i realobligationsmarknaden kan till del förklaras av lägre emissionsvolym än tidigare år. Emissionsvolymerna i realobligationer har utökats 2010.



Att syndikeringen av 30-åringen inte fick högre betyg är inte helt förvånande. Aldrig tidigare hade kronobligationer syndikerats i den svenska räntemarknaden. Osäkerheten kan förmodligen förklaras dels av att tekniken var ny för både återförsäljare och investerare, dels av de stora marknadsrörelser i samband med budgivningen.

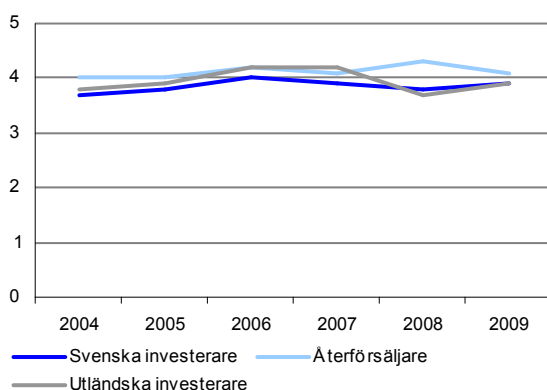
Flera av de förändringar som kan utläsas under 2008 och 2009 beror på turbulensen på de finansiella marknaderna. Exempel på det är den minskade likviditeten i statskuldväxlar och obligationer och det ökade investerardeltagandet i primärmarknaden.

Diagram 23 VÄRDERING AV RIKSGÄLDEN, SVENSKA INVESTERARE 2008 OCH 2009



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

Diagram 24 VIKTAT PROFILVÄRDE FÖR RIKSGÄLDEN



Förklaring: Viktat profilvärde är summan av alla betyg i undersökningen vägt med den betydelse som de tillfrågade har angivit för respektive fråga. Betygskalan är 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt och värden under 3 som underkänt.

## Områden som täcks av undersökningen

### Kommunikation och information

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

### Upplåning: Bra försäljningsformer för:

- c1 Nominella obligationer
- c2 Realobligationer
- c3 Statsskuldväxlar

### Bra information om volymer och andra villkor

- d1 Nominella obligationer
- d2 Realobligationer
- d3 Statsskuldväxlar

### Tydligt/konsekvent agerande vid neddragning av auktionsvolymer

- e1 Nominella obligationer
- e2 Realobligationer
- e3 Statsskuldväxlar

### Generellt

- h Lyhördhet för marknadens önskemål

### Professionellt agerande

- i Internationell jämförelse
- j Jämförelse med svenska bostadsinstitut

## 8 Måluppfyllelse & resultat

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga långsiktiga kostnad utan att ta för stora risker uppnåddes är inte möjligt. De beslut som är viktigast för kostnader och risk fattas av regeringen i riktlinjerna för statsskuld förvaltningen. Det finns inga entydiga måttstockar för att utvärdera riktlinjebesluten. I stället handlar utvärderingen om att ta ställning till om besluten sammantaget framstår som rimliga och väl avvägda med hänsyn till målet och den information som fanns när besluten fattades. Styrsystemet för statsskuld förvaltningen bygger på att regeringen vartannat år rapporterar till riksdagen som gör en sådan bedömning.

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 statsskuld förvaltningen.

Den gångna tvåårsperioden innebar stora och delvis nya utmaningar för statsskuld förvaltningen. Under 2008 var överskottet i statsbudgeten rekordstort till följd av stora skatteintäkter och försäljningar av statliga tillgångar, bland annat Vin & Sprit. År 2009 uppstod i stället ett stort budgetunderskott till följd av konjunkturomsvängningen och vidareutlåning till Riksbanken i syfte att stärka valutarenservan. Försämringen av de statsfinansiella utsikterna gjorde att vi snabbt måste svänga från en diskussion om hantering av stora överskott och en krympande statsskuld till att förbereda oss för att ta hand om stora lånebehov.

Vi mötte utmaningarna bland annat genom att under överskottsperioden dra ned upplåningen och refinansieringar i andra instrument än nominella statsobligationer. Syftet var att stödja infrastrukturen och likviditeten i statsobligationsmarknaden. Detta är viktigt för att säkerställa upplåning till låga kostnader på lång sikt. Genom att bidra till kontinuerlig och god likviditet underhåller vi vår investerarbas vilket gör det möjligt att utnyttja den när vi behöver låna mer. Vi behövde också låna mer redan under 2009. Vi kunde öka upplåningen kraftigt genom att utnyttja vår investerarbas för obligationer i utländsk valuta, vår infrastruktur för commercial paper. Vi hade då också skaffat oss ett betryggande utrymme för ökad upplåning i statsskuldväxlar om vi skulle drabbas av snabbt växande lånebehov.

I inledningen av finanskrisen valde vi att snabbt ge ut extra statsskuldväxlar för att stödja stats- och bostadspappersmarknaderna, i stället för att hålla vårt marknadsåtagande öppet för försäljning av statsskuldväxlar via repor. Vi agerade då utan explicit lagstöd, men vi bedömde att passivitet från vår sida skulle leda till allvarliga skador på finansmarknaderna och samhällsekonomin. Vi undvek då också en okontrollerad expansion av repor i statspapper. Riksdagen visade att vårt beslut var riktigt genom att med retroaktiv verkan ändra lagen om statens upplåning och skuld förvaltning.

I mars 2009 introducerade vi en ny 30-årig statsobligation. Detta var en del av en strategi att utnyttja en uppdämd efterfrågan på långa statsobligationer och samtidigt ta upp större lånevolym som beredskap för ett snabbt ökande upplåningsbehov. Vi bedömer att upplåningen på sikt kommer att visa sig var mycket billig. Motivet för den långa obligationen var således dels att den gav oss möjlighet att snabbt ta upp ett stort lån i kronor, dels att det sannolikt skulle bidra till att långsiktigt sänka kostnaderna för statsskulden.

Riksgälden bedömer att vi uppnådde målen för statsskuld förvaltningen i regleringsbrev och riktlinjebeslut. Vi vill särskilt peka på följande:

- Vi amorterade skulden i utländsk valuta med 37 miljarder kronor under 2008. Under samma år nådde vi fram till riktvärdet i regeringens riktlinjer och övergick till andelsstyrning av valutaskulden. Under tvåårsperioden har andelen varierat mellan 14 och 17 procent vilket är inom det fastslagna intervallet.
- Andelen real skuld minskade till knappt 25 procent av statsskulden och ligger därmed nära det långsiktiga målet som regeringen fastställt.
- Den aktiva förvaltningen resulterade i en vinst på 492 miljoner kronor under 2008 och en vinst på 514 miljoner kronor 2009. Under femårsperioden 2005 till 2009 var vinsten 677 miljoner kronor.
- Upplåningen på privatmarknaden gav ett överskott på 144 miljoner kronor under 2008 och 206 miljoner kronor 2009. Åren 2003–2007 var den samlade kostnadsbesparingen 805 miljoner kronor.
- I mars 2009 redovisade vi att en strategisk dollarposition resulterat i en vinst på cirka 2,5 miljarder kronor.

Till dessa mätbara resultat ska läggas att vi genom en genomtänkt skuld- och marknadsvård bidrog till en väl fungerande statspappersmarknad. Den bedömningen stöds av resultatet i årets enkätundersökning. En bra statspappersmarknad medför lägre lånekostnader för staten och minskade risker genom att väl fungerande marknader finns att tillgå om statens behov av att låna oväntat skulle öka. Riksgäldens agerande under finanskrisen med införandet av extra emissioner i statskuldväxlar fick överlag mycket bra betyg.



Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00

Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: [www.riksgalden.se](http://www.riksgalden.se)