

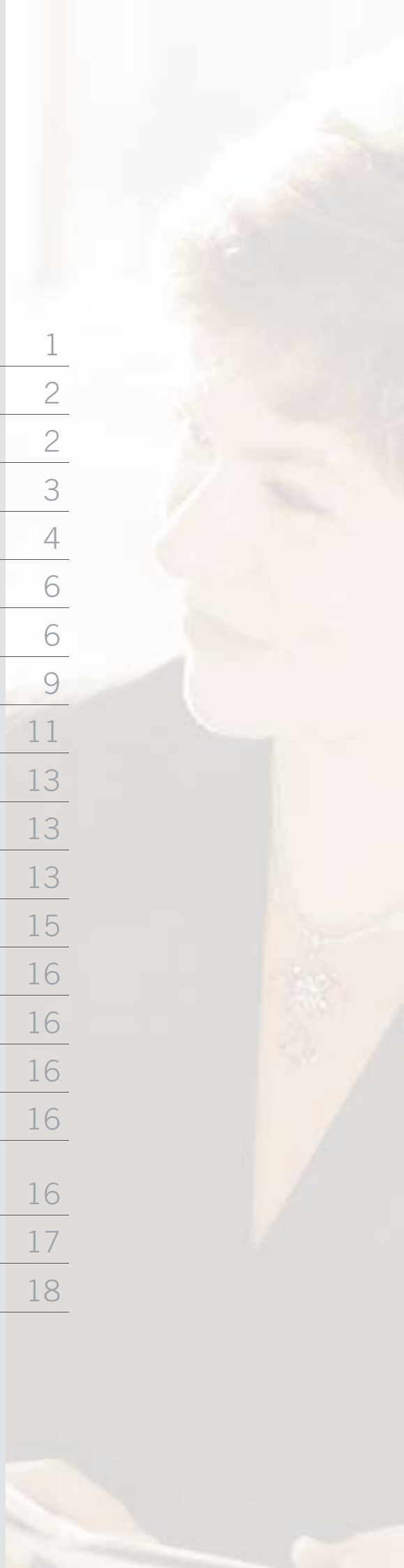
UNDERLAG TILL UTVÄRDERING
AV STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN

2004



INNEHÅLL

1. MÅL FÖR STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN	1
2. STRATEGISKA BESLUT	2
2.1 Löptiden i skulden	2
2.2 Andelar i skulden	3
2.3 Övergripande analys av risker i skulden	4
3. FINANSIERING	6
3.1 Nominell upplåning i kronor	6
3.2 Real upplåning	9
3.3 Valutaupplåning	11
4. AKTIV FÖRVALTNING I UTLÄNDSK VALUTA	13
4.1 Resultat för riksgäldskontorets förvaltning	13
4.2 Riskhantering i den aktiva förvaltningen	13
4.3 Resultat och utvärdering 2000–2004	15
5. MARKNADS- OCH SKULDVÅRDANDE ÅTGÄRDER	16
5.1 Den elektroniska interbankmarknaden	16
5.2 Byten och uppköp i nominella statsobligationer	16
5.3 Byten i reala statsobligationer	16
5.4 Marknadsvårdande repofaciliteter för nominella obligationer och växlar	16
5.5 Information och kommunikation	17
6. RESULTAT OCH MÅLUPPFYLLELSE STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN	18



1. MÅL FÖR STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN

Riksgäldskontoret förvaltar och finansierar statsskulden genom att låna på den svenska och internationella obligationsmarknaden. Vi lånar främst genom att sälja olika typer av statspapper till våra återförsäljare vid auktioner.

Målet är att minimera den långsiktiga kostnaden för statsskulden. Samtidigt ska förvaltningen ta hänsyn till risken, så att inte kostnaderna stiger alltför mycket om något oväntat inträffar, samt beakta penningpolitikens krav. Riksgäldskontoret skall även bidra till att förbättra statspappersmarknaden utan att öka kostnaden.

Statsskuldsförvaltningen styrs av riktlinjer som regeringen lägger fast årligen på basis av förslag från Riksgäldskontoret. Riktlinjerna anger hur skulden ska fördelas mellan olika skuldslag samt skuldens löptid. Riktlinjerna var i korthet:

- Skulden i utländsk valuta ska amorteras med 25 ± 15 miljarder kronor.
- Andelen reallån i statsskulden ska långsiktigt öka.
- Den genomsnittliga durationen för den nominella kron- och valutaskulden ska vara $2,7 \pm 0,3$ år.

På övergripande nivå fattar Riksgäldskontoret beslut om amortering av valutaskulden (avsnitt 2.2) samt kostnadsavvägning vid upplåning i realskuld (avsnitt 3.2). Riksgäldskontoret fattar även beslut om durationsmålet inom ramen för regeringens riktlinjer samt fördelningen av durationsmålet mellan den nominella kron- och valutaskulden (avsnitt 2.1) samt riktmärket för valutaskulden (avsnitt 2.2).

Den operativa förvaltningen redovisas i avsnitt 3–5. Där redovisas finansiering, förvaltning av skuld i utländsk valuta samt den marknadsvård som bedrivs för att förbättra statspappersmarknadens funktionssätt. Som avslutning redovisas en sammantagen bedömning av resultat och måluppfyllelse.



2. STRATEGISKA BESLUT

2.1 LÖPTIDEN I SKULDEN

Regeringens riktlinjebeslut innebar att den sammanvägda nominella kron- och valutaskuldens duration skulle vara $2,7 \pm 0,3$ år för 2004. Riksgäldskontoret valde att inte avvika från riktvärdet.

Ett skäl att avvika från riktvärdet skulle vara om avkastningskurvan eller räntenivån väsentligt avviker från en neutral nivå. Såväl korta som långa räntor låg på historiskt låga nivåer i slutet av 2003. Riksgäldskontoret övervägde därför möjligheten att förlänga den nominella skuldens duration genom en uppdragning av valutaskuldens duration. Eftersom avkastningskurvan var förhållandevis brant i Europa och synnerligen brant i USA och kontoret inte räknade med någon mer markerad uppgång i vare sig de korta eller långa räntorna under 2004 var det svårt att se hur en sådan löptidsförlängning skulle bli lönsam. Kontoret beslöt därför att inte förlänga durationen. Ser vi till den ränteutveckling som därefter ägde rum så var detta ett riktigt beslut. De amerikanska räntorna var oförändrade medan de europeiska och svenska räntorna gick ned med i storleksordningen 3/4 procentenhet under 2004.

Fördelning av duration mellan valutaskuld och nominell kronskuld

Liksom tidigare år uppnåddes den sammanvägda durationen 2,7 år genom olika durationsmål för den nominella kronskulden och för valutaskulden. Skälen till att ha en differentierad duration är framför allt praktiska då durationen måste vara något högre än 2,7 år i kronskulden för att upprätthålla en likvid avkastningskurva.

Durationsmålet för den nominella kronskulden var i början av året 2,9 år. För valutaskulden var den 2,3 år. Från och med maj månad höjdes durationsmålet till 3,0 år för den nominella kronskulden och sänktes till 2,0 år i valutaskulden. Denna förändring gjordes främst för att upprätthålla en likvid avkastningskurva givet de säsongsmässiga variationerna i lånebehovet och den låga räntenivån som pressat upp durationen.

Inför tidigare års riktmärkesbeslut har Riksgäldskontoret visat att de kostnads- och

riskmässiga effekterna av att dela upp durationen är obetydliga. Liksom tidigare år bekräftas det av årets beräkningar.

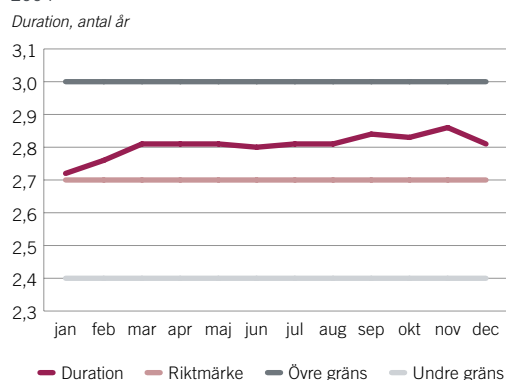
Hantering av den stigande durationen

Durationen låg över riktmärket under hela 2004. Variationer i den nominella skuldens duration förklaras framför allt av avvikelser i den nominella kronskuldens duration. Förutom mindre avvikelser hölls valutaskuldens duration på riktvärdet under 2004.

Förklaringen till att durationen låg över riktmärket under 2004 var framför allt att räntorna sjönk kraftigt under året. De långa obligationsräntorna sjönk med nästan 1 procentenhet under 2004. En annan, mindre förklaring, är att lånebehovet blev något mindre än prognostiserat. Den nominella kronskuldens storlek gör det svårt att snabbt anpassa durationen till varierande räntenivåer.

Riksgäldskontoret vidtar inga åtgärder för att kortsiktigt justera durationen utan finansieringsprognoserna utformas tre gånger per år. Då utformas låneplaneringen så att skuldens duration återförs till målet utan drastiska ändringar av obligationsupplåningen. För att förkorta durationen i den nominella kronskulden sänktes emissionsvolymerna i nominella statsobligationer från 4 till 3,5 miljarder kronor per auktion den 24 november 2004. Detta var en anpassning till beslutet i riktlinjerna för 2005 att förkorta den sammanvägda durationen till 2,5 år.

Diagram 2.1
DURATIONSUTVECKLING FÖR DEN NOMINELLA SKULDEN 2004



2.2 ANDELAR I SKULDEN

Valutaskulden

Regeringen beslöt i sina riktlinjer inför 2004 att skulden i utländsk valuta skulle amorteras med 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret har, baserat på bland annat vår syn på kronkursens utveckling, ansvaret för att anpassa amorteringstakten inom ramen för det angivna avvikelseintervall. Riksgäldskontoret får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.

Oförändrad amorteringstakt under 2004

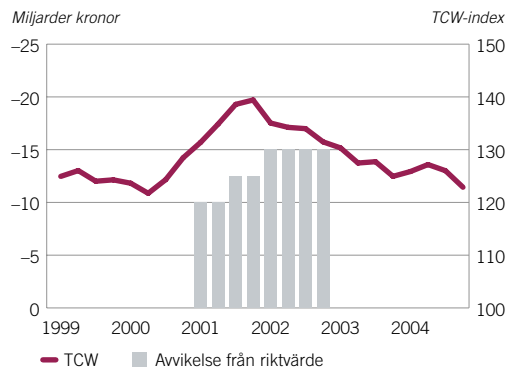
Riksgäldskontoret beslutade att amortera i linje med regeringens riktlinjer utan att utnyttja möjligheten till avvikelser, det vill säga planeringen inriktades på en årlig amortering på 25 miljarder kronor. I analysen konstaterades att kronan hade stabiliserats kring de växelkurser som ansågs långsiktigt hållbara. Det fanns skäl som pekade mot att kronan skulle kunna stärkas under 2004, bland annat med hänvisning till att goda statsfinanser och konjunkturåterhämtning borde stärka kronan. Samtidigt hade de valutaflöden som tyngt kronan tidigare upphört och en fortsatt børsuppgång borde leda till en fortsatt stärkning av kronan.

Det konstaterades samtidigt att kronkursen gentemot valutariktmärket och det handelsvägda valutakursindexet TCW (Total Competitiveness Weights) hade stärkts och inte låg särskilt långt från de nivåer som kunde bedömas som medelsiktigt motiverade. Vid tidpunkten för beslutet var kronkursen mot euron drygt 9,07 kronor. TCW-index för kronan var cirka 124,5.

Det kan i efterhand konstateras att kronan mot euron är marginellt starkare än för ett år sedan. Dollarn har dock fortsatt att försvagats mot euron och därmed även mot kronan. TCW-index har därför stärkts till omkring 122,5.

Även om kronkursen stärkts har den utvecklats i stort sett enligt den bedömning som låg till grund för beslutet att amortera i linje med det riktvärde som regeringen angav. Valutaprognoser är förknippade med mycket stor osäkerhet.

Diagram 2.2
AMORTERINGSTAKT OCH KRONKURS



Diagrammet visar kronans växelkurs mot ett vägt index av de viktigaste konkurrensvalutorna (TCW) och avvikelser mellan regeringens riktvärde för amorteringstakten och Riksgäldskontorets val av amorteringstakt. Avvikelse under 2001 och 2002 utgör mindre amorteringar än riktvärdet. Staplarna visar hur mycket Riksgäldskontoret varje kvartal avvikit från regeringens riktvärde.

En lägre amorteringstakt hade inneburit att amorteringarna hade skjutits på framtiden och till växelkurser som idag är svåra att prognostisera. Det går även att konstatera att andra analyser gjorda av Konjunkturinstitutet, Finansdepartementet samt Riksbanken indikerar ett medelsiktigt värde på kronan på ungefär den nivå som kronan varit på under 2004. Riksgäldskontoret anser därför att valet av amorteringstakt under året var väl avvägt.

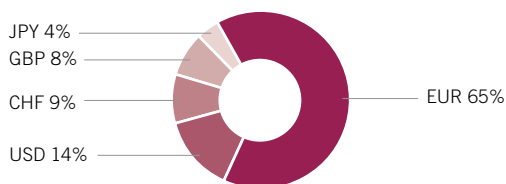
I utvärderingen av amorteringstakten under 2004 måste även vägas in att den exponering som staten utsätts för med den nuvarande relativt höga andelen valutaskuld. I och med att Riksgäldskontoret amorterat 25 miljarder kronor på valutaskulden har risken reducerats i motsvarande grad. Denna amortering kunde också göras till en mer förmånlig växelkurs än vad som hade varit fallet under 2001, 2002 och 2003.

Riktmärkesportföljens valutafördelning

Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Regeringen har inte tagit ställning till denna fördelning utan delegerat beslutet till Riksgäldskontoret. Riksgäldskontorets styrelse fastställer ett riktmärke för valutafördelningen (se diagram 2.3). Fördelningen syftar till att minska



Diagram 2.3
RIKTMÄRKESPORTFÖLJENS
VALUTAFÖRDELNING
31 december 2004



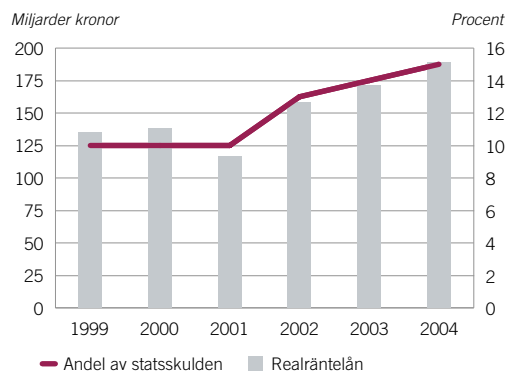
risken för fluktuationer i valutaskuldens värde mätt i svenska kronor men även kostnadshänsyn vägs in.

Under 2002 analyserade RGK om den valda valutafördelningen är den rätta eller om det finns anledning att ändra fördelningen. Slutsatsen var att den rådande sammansättningen är väl avvägd, främst genom att den innehåller en hög andel euro. Denna typ av översyn genomförs vanligtvis vart tredje år. En ny översyn planeras följaktligen att göras under 2005.

Andel real skuld ökade

Andelen realskuld fortsatte att öka under året i enlighet med regeringens riktlinjer. Den ökade från 14 till omkring 15 procent av statsskulden vid utgången av 2004. I vilken takt Riksgäldskontoret emitterar realobligationer avgörs av hur efterfrågan och kostnaden relativt andra skuldslag utvecklas. Efterfrågan på realobligationer som var stark under 2003 var fortsatt stark under våren 2004. Under hösten minskade dock efterfrågan till följd av sjunkande realräntor. Det avspeglade sig i lägre teckningskvoter vid emissionerna, som dock kunde göras på för Riksgäldskontoret fördelaktiga räntenivåer. Genomsnittliga räntor i emissionerna var lägre än under förra året och breakeven-inflationen var högre. Sammanlagt emitterade Riksgäldskontoret något mindre volym än föregående år. Se vidare avsnitt 3.2 om realobligationsupplåning.

Diagram 2.4
REALOBLIGATIONSSTOCKENS UTVECKLING OCH
ANDEL AV STATSSKULDEN



2.3 ÖVERGRIPANDE ANALYS AV RISKER I SKULDEN

Vidareutveckling av riskmått

I riktlinjeförslaget för 2004 presenterade Riksgäldskontoret ett nytt sätt att mäta risken i statsskulden, Relativ Cost at Risk (RCaR). Syftet med det nya måttet var att beskriva risken för att kostnaderna ska bli högre än förväntat.

Riksgäldskontoret har under året vidareutvecklat måttet genom att göra antaganden om skulden mer verklighetsnära. Det utvecklade måttet kallas fortsättningsvis för Cash Flow at Risk (CFaR). Det bygger på de kassamässiga flöden som ges med gällande emissions- och återköpsplaner, låne- och swappförfall, ränteomställning, valutarisk och övrig ränterisk för derivataffärer och som därmed påverkar utfallet för statens räntebetalningar.

Beräkningsresultatet för december 2004 visar att CFaR uppgår till 8,6 miljarder kronor för prognosperioden november 2004 till och med december 2005. Ränteprognosen för motsvarande period är 45,7 miljarder kronor. Slutsatsen är att med 95 procents sannolikhet, givet prognostiserat lånebehov och planerad finansieringsstrategi, kommer räntebetalningarna inte att öka med mer än 8,6 miljarder kronor till följd av förändringar i räntor, valutakurser och inflation.

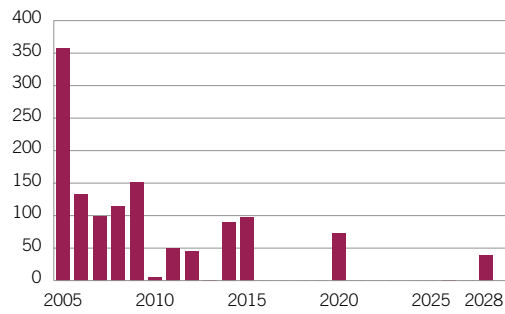
De viktigaste bidragen till CFaR kommer från exponering mot risken för en stigande svensk nominell obligationsränta och risken för

en svagare krona. Dessa två faktorer bidrar tillsammans till 92 procent av risken.

Statsskuldens förfalloprofil

Förfalloprofilsrestriktionen att inte mer än 25 procent av den totala skulden ska förfalla inom den närmaste tolv månaderna har tagits bort från regeringens riktlinjer. Motiveringen var att en begränsning av refinansieringsrisken är en naturlig del i statsskuldsförvaltningen. Vid årsskiftet var andelen 28,5 procent. Den relativt höga andelen beror på att Riksgäldskontoret emitterat statsskuldväxlar för att inte avvika från durationsmålet.

Diagram 2.5
FÖRFALLOPROFIL FÖR DEN SAMLADE STATSSKULDEN
31 december 2004



2005 års stapel avser förfall i statsskuldväxlar, nominella obligationer och realobligationer. Anledningen till att förfallen under 2005 kraftigt avviker från övriga år är att statsskuldväxlarnas löptid inte överstiger 12 månader.



3. FINANSIERING

Det övergripande målet för upplåningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. För att göra det präglas Riksgäldskontorets upplåningspolicy av förutsägbarhet och transparens. Statens upplåning sker till största del i svenska kronor genom statsobligationer och statsskuldväxlar. Riksgäldskontoret emitterar även obligationer som ger investerare inflationskydd – realobligationer. Valutaskuld kan skapas med emissioner av statsobligationer i kronor som svappas till utländsk valuta (kron/valutaswapping) samt emissioner direkt i utländsk valuta. Riksgäldskontoret hanterar även statens kortsiktiga finansierings- och placeringsbehov genom likviditetshanteringen. Den bedrivs med hjälp av likviditetsväxlar¹, banklån (deposits) och repor.

Under 2004 var nettolånebehovet 53 miljarder kronor. Dessutom behöver Riksgäldskontoret finansiera förfallande lån och uppköp. Sammanlagt var finansieringsbehovet 84 miljarder kronor under 2004.

I tabell 3.1 redovisas fördelningen av finansieringen mellan obligationer och statsskuldväxlar såväl som fördelningen av obligationsupplåningen

¹ Statsskuldväxlar som emitteras med skräddarsydda löptider på i normalfallet 1–3 veckor inom ramen för likviditetshanteringen.

Tabell 3.1 FINANSIERING 2004

	2004
Nettolånebehov	53
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning ¹	-13
Förfallande obligationslån och uppköp ²	43
Statsobligationer	21
Obligationer i utländsk valuta	22
Summa	84
Statsskuldväxelupplåning, netto ³	-35
Obligationssupplåning, brutto ⁴	119
Obligationer i utländsk valuta	10
Realobligationer ⁵	18
Nominella statsobligationer ⁶	91
Finansiering	84

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor.

² Inga uppköp under 2004.

³ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

⁴ Nominella belopp. Över- och underkurser (inklusive inflationskompensation) och valutakursdifferenser vid emissioner ingår som räntebetalningar i nettolånebehovet.

⁵ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt.

0,9

⁶ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt.

4,0

på nominella statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta.

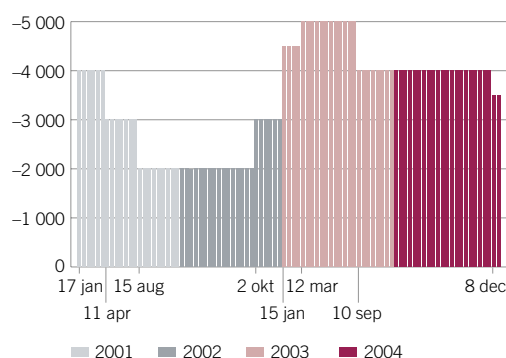
3.1 NOMINELL UPPLÅNING I KRONOR Nominella statsobligationer

Finansieringen i nominella statsobligationer minskade till 91 (105) miljarder kronor under 2004 (2003). Emissionsvolymen var 4 miljarder kronor per auktion under nästan hela 2004. Den sänktes till 3,5 miljarder kronor den 24 november.

Diagram 3.1

UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA
STATSOBLIGATIONER 2001–2004

Miljarder kronor



Tre nya obligationslån introducerades under 2004. Bland annat introducerades en ny statsobligation, lån 1047, med en löptid på cirka 17 år och med samma förfalldatum som realobligation 3102, det vill säga den 1 december 2020. Introduktionen av den långa obligationen gjordes för att underlätta styrningen av durationen. Prisbilden på den svenska obligationsmarknaden underlättas genom att det är lättare att jämföra svenska och utländska obligationsräntor. Valet av samma förfalldatum som en av realobligationerna bör även stärka likviditeten i realobligationsmarknaden. Utvecklingen av marknaden för längre swappar gynnas också. Vi introducerade även en ny statsobligation med förfall den 1 december 2009, det vill säga en femårig obligation. Lånet avsåg att fylla en lucka mellan lån 1043 (januari 2009) och 1045 (mars 2011). En tredje ny

obligation med förfall den 12 augusti 2015, det vill säga tio års löptid, introducerades under hösten 2004.

Obligationssupplåningen gjordes i två-, fem-, tio- och sjuttonårssegmentet. En emission i kvartalet gjordes i tvåårssegmentet och en emission i kvartalet i sjuttonårssegmentet. De resterande emissionerna fördelades jämnt mellan fem- och tioårssegmentet.

Tabell 3.2 visar den genomsnittliga emissionsräntan i emissionerna och jämför denna med den genomsnittliga marknadsräntan under året. Emissionsräntan avviker ibland kraftigt från årsgenomsnittet vilket kan bero på att räntorna sjönk under året. Om det varit ett fåtal emissioner i ett lån blir beroendet av räntenivån vid ett enskilt emissionstillfälle stort.

Under 2004 förföll statsobligationer för omkring 15 miljarder kronor. Riksgäldskontoret erbjöd liksom tidigare år byten av statsobligationer med mindre än ett år till förfall. Under 2004 avsåg detta byte lån 1035 (6,00 procent, februari 2005). Totalt byttes 50,1 miljarder kronor under 2004. Syftet med dessa byten är att sprida förfallen och därigenom minska finansieringsrisken.

Obligationsemisionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på 3,17 vilket är marginellt högre än under 2003. Skillnaden mellan genomsnittsräntan och den högsta accepterade räntan vid emissionerna visar att obligationerna emitterades i paritet med rådande marknadsräntor. Teckningskvoten och emissionsräntan i förhållande till marknadsräntan visar att emissionerna i statsobligationer fungerade väl under året.

Statsskuldväxlar

Emissionsvolymerna i statsskuldväxlar varierar kraftigt över tiden. Anledningen är att statsskuldväxlar används för att parera säsongsmässiga flöden och andra tillfälliga variationer i lånebehovet. Under 2004 varierade emissionsvolymerna av statsskuldväxlar mellan 7,5 till 30 miljarder kronor per auktion.

Statsskuldväxelstocken ökade med 15 miljarder kronor under året och uppgick till 259 miljarder kronor i slutet av 2004.

Tabell 3.2 EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta	Marknadsränta årsgenomsnitt
1037	2007-08-15	3 499	2,793	3,290
1041	2014-05-05	15 998	4,604	4,420
1043	2009-01-28	4 000	3,918	3,710
1044	2006-04-20	11 998	2,732	2,804
1048	2009-12-01	19 498	3,788	3,853
1045	2011-03-15	4 000	4,146	4,097
1049	2015-08-12	12 000	4,431	4,274
1047	2020-12-01	19 996	4,875	4,742
Totalt		90 989	4,099	4,048

Tabell 3.3 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA OBLIGATIONER 2000–2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Teckningskvot ¹	2,24	2,34	2,91	3,16	3,17
Snittränta	5,25	4,90	4,94	4,25	4,10

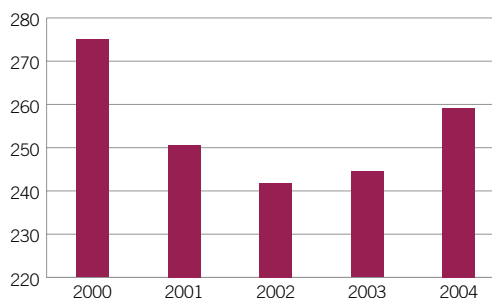
¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Tabell 3.4 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR 2000–2004

	2000	2001	2002	2003	2004
Teckningskvot ¹	2,9	2,22	2,81	2,29	2,18
Snittränta	4,23	4,03	4,20	3,04	2,24

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Diagram 3.2
UTVECKLING AV STATSSKULDVÄXELSTOCKEN 2000–2004
Miljarder kronor



Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna under 2004 var 2,24 (3,04) procent, vilket är betydligt lägre än förra året. Teckningskvoten var något lägre under 2004 än 2003. Förhållandet mellan den emitterade volymen och utbudens volym var 99,7 procent, det vill säga endast 0,3 procent av de utbudna statsskuldväxlarna såldes inte, vilket är högre än under 2003.



Sammantaget visar nyckeltalen att Riksgäldskontorets upplåning i statsskuldväxlar fungerade väl under 2004.

Kort upplåning med swappar

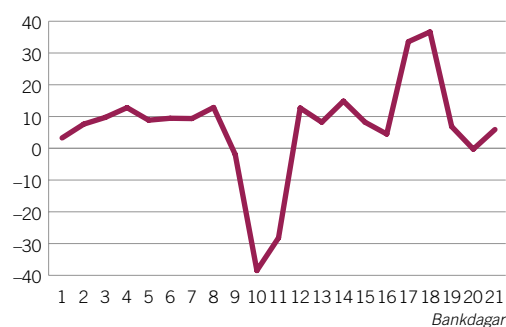
Ett alternativ till upplåning med statsskuldväxlar är att emittera statsobligationer och sedan swappa dessa till kort ränta. Under året gjorde vi ränteswappar motsvarande 30 miljarder kronor. I faktarutan under avsnittet om valutaupplåning redogörs för denna teknik.

Kostnaderna för den korta upplåningen kan sänkas med ränteswappar. Det beror på att den swappränta vi får är högre än den obligationsränta vi betalar när vi emitterar en statsobligation. Skillnaden kallas swappspreaden. Den genomsnittliga swappspreaden under 2004 var 29 räntepunkter. Samtidigt får vi betala en rörlig bankränta (Stibor) som är högre än motsvarande ränta på statsskuldväxlar. Historiskt har denna merkostnad varit cirka 17 räntepunkter.

Genom att emittera statsobligationer och kombinera detta med ränteswappar i stället för att emittera statsskuldväxlar gör vi således en besparing på cirka 11 räntepunkter. Detta förutsätter att skillnaden mellan Stibor och växelräntan kommer att vara i genomsnitt 17 räntepunkter även i framtiden.

Besparingen var ungefär lika stor som under 2003. Ränteswappar som metod för kort finansiering har använts i kronupplåningen under 2003 och 2004. Den slutliga utvärderingen kan dock inte göras innan swapparna förfallit.

Diagram 3.3
DAGLIGT UPPLÅNINGSBEHOV UNDER EN TYPMÅNAD
Juni 2004, miljarder kronor



Likviditetshantering

Riksgäldskontoret hanterar statens kortsiktiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditeten under en månad följer i regel ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skatteinbetalningar. (Se diagram 3.3; negativa tal innebär överskottslikviditet). Överskottet försvinner samma dag som likviden för den statsskuldväxel som förfaller under månaden betalas ut. Riksgäldskontoret har ett finansieringsbehov under cirka 70 procent av årets bankdagar.

I likviditetshanteringen använder Riksgäldskontoret dagslån, repor i statspapper och andra räntebärande värdepapper, samt likviditetsväxlar. Majoriteten av medlen lånas respektive placeras på dagslånemarknaden.

Under hösten 2004 förändrade Riksgäldskontoret agerandet på repomarknaden. Repor används främst i upplåningssyfte där Riksgäldskontoret säljer statspapper till återförsäljare med återköpsavtal. Tidigare gjordes repor endast på initiativ från återförsäljare. Numera agerar Riksgäldskontoret aktivt på repomarknaden. Ett marknadsmässigt agerande innebär att vi har möjligheten att själva kontakta återförsäljare vid behov. Även prissättningen är marknadsmässig.

Riksgäldskontorets primära anledning till att öka användningen av repor är att minska refinansieringsrisken. Genom att använda repor, med löptid upp till en vecka, i större utsträckning kan stora delar av det prognostiserade lånebehovet täckas i förväg, vilket minskar refinansieringsrisken. En ökad framförhållning ger större handlingsutrymme och den operationella risken minskar vid aktuell dag.

Vid överskottslikviditet placerar Riksgäldskontoret på repo- och dagslånemarknaden. Under perioder med stora överskott köper Riksgäldskontoret tillbaka utestående statsskuldväxlar och andra räntebärande papper.

Riksgäldskontoret fortsatte under 2004 emittera en- och tvåmånaders växlar on-tap och likviditetsväxlar. Under året omsattes on-tap-växlar och likviditetsväxlar till ett nominellt värde av 384 miljarder kronor.

Underskottet var i genomsnitt 13 miljarder kronor för dagar med underskott. Dessa finansieras i förskott via försäljning on tap av statsskuldväxlar och likviditetsväxlar. Resterande underskott finansierades till 82 procent via dagslånemarknaden och 11 procent via repomarknaden.

Då vi har överskott, det vill säga placerar medel, arbetar vi med framförhållning för att begränsa kreditriskerna. Under året vidtogs åtgärder för att minska kreditrisken ytterligare. I praktiken innebär det att stora överskott placeras via repor och på dagslånemarknaden i euro. Resultatet var sammantaget att placeringar via dagslån i kronor minskade.

Resultat och utvärdering

Den genomsnittliga emitterade volymen växlar per dag med finansieringsbehov var 2,2 (2,2) miljarder kronor. Upplåningskostnaden för on-tapväxlar och likviditetsväxlar blev 2 miljoner lägre än om motsvarande volym lånats på dagslån.

Upplåningen på dagslånemarknaden sker till marknadsmässiga räntor. Nivån på de kortaste räntorna bestäms av Riksbankens reporänta. Finansieringen på repomarknaden gör det möjligt att låna något billigare jämfört med Riksbankens reporänta eftersom det ibland är brist på de räntepapper vi repar ut. Det kan röra sig om 3–5 räntepunkter eller ibland mer. Kostnadsbesparingen via upplåning på repomarknaden uppgick under 2004 till 2,5 miljoner kronor (inklusive marknadsvårande repor). Totalt är resultatet därmed 4,5 miljoner kronor i likviditetshanteringen. Resultatet är beräknat som faktiska upplåningskostnaden jämfört med Riksbankens reporänta.

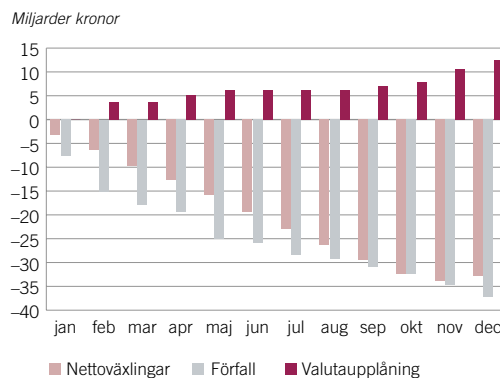
Hantering av flöden i utländsk valuta

Likviditetshanteringen görs normalt i svenska kronor. Det innebär att kortfristig behållning i utländsk valuta växlas för att sedan förvaltas på kronmarknaden. Vid betalningar i utländsk valuta skaffar Riksgäldskontoret likvida medel i kronor som sedan växlas till rätt valuta. Riksgäldskontoret nettoväxlade under året valuta för motsvarande 32,8 miljarder kronor.

Riksgäldskontoret köper valuta för att betala bland annat förfallande lån och räntor. När vi lånar direkt i utländsk valuta eller via kron/valutaswappar så leder det till försäljning av utländsk valuta. Nettot av de här flödena fördelas jämnt mellan månaderna över året.¹

Förfallostrukturen under året är inte jämnt fördelad. För att uppfylla regeringens krav på en jämnt fördelad växlingstakt används både avista- och terminsmarknaden. Vid stora förfall köps valuta på termin innan den slutgiltiga betalningen.

Diagram 3.4
ACKUMULERADE NETTOVÄXLINGAR, FÖRFALL OCH
UPPLÅNING I UTLÄNSK VALUTA UNDER 2004



Riksgäldskontoret följde under året den kostnadsneutrala banan och avvikelserna översteg inte ± 400 miljoner kronor. Riksgäldskontoret försöker i den dagliga hanteringen att utnyttja tillfällen med god likviditet för att sänka kostnaderna, men inga aktiva positioner togs under året.

3.2 REAL UPPLÅNING

Under 2004 dämpades efterfrågan på realobligationer i takt med att räntorna sjönk och break-eveninflationen steg. Omsättningen på

¹ För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna mellan månaderna görs en beräkning av omfattningen av de under året återstående nettoväxlingarna varje månad. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader. Denna prognos utgör riktvärdet. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat på ± 400 miljoner kronor. Riktmärket inklusive avvikelsemandatet definierar en så kallad kostnadsneutral bana för nettoväxlingarna. Transaktioner inom intervallet ses som resultatneutrala och innebär att Riksgäldskontoret inte tar några aktiva positioner i svenska kronor.



andrahandsmarknaden minskade jämfört med 2003 och intresset var mer varierande än tidigare för Riksgäldskontorets emissioner.

Den totala utestående stocken av realobligationer, mätt som utelöpande nominellt belopp, ökade från 154,3 till 169,0 miljarder kronor under 2004. Mätt som andel av total statsskuld innebär det en ökning från 14 procent till 15 procent¹. Under året emitterade Riksgäldskontoret 17,7 miljarder kronor, vilket är något lägre än förra året. Vid ingången av 2004 hade Riksgäldskontoret som mål att emittera 20 miljarder kronor.

Lån 3002, ett nollkuponglån som emitterades med start i januari 1995, förföll den 1 april 2004. Det är det andra reallånet som förfallit hittills. Lån 3002 genererade sammantaget en kostnadsbesparing på cirka 1,5 miljarder kronor jämfört med nominell upplåning i motsvarande löptid.

¹ Se avsnitt 6 Resultat och måluppfyllelse, tabell 6.1.

² Breakeven-inflationen är skillnaden mellan nominell och real ränta vid emissionstidpunkten. Om inflationen under löptiden för ett reallån och ett lika långt nominellt lån uppgår till breakeven-inflationen kommer lånen att kosta lika mycket alternativt ge samma avkastning. Riksgäldskontoret använder breakeven-inflationen som mått för att jämföra kostnaderna mellan nominella lån och reala lån.

³ Ju högre breakeven-nivå, desto mindre är risken (allt annat lika) för att den faktiska inflationstakten ska bli så hög att realobligationer blir dyrare än motsvarande nominella lån.

Tabell 3.5 FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2004, MILJARDER KRONOR I UTELÖPANDE DISKONTERAT BELOPP

Realskulden den 31 december 2003 ¹	154,3
Auktioner	17,7
Löpande bytesfacilitet ²	-0,1
Förfall av lån 3002	-2,9
Realskulden den 31 december 2004 ¹	169,0

¹ Utelöpande nominellt belopp exklusive inflationsuppräknig.

² Se avsnitt 5.3 Byten och uppköp i realobligationsmarknaden.

Tabell 3.6 AUKTIONERNA AV REALOBLIGATIONER 1999–2004

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Emissionsvolym ¹	1,6	2,4	-2,9	2,0	18,2	17,7
Såld volym ²	4,6	6,4	11,4	23,4	18,2	17,7
Teckningskvot ³	1,7	4,5	4,8	4,4	3,8	2,3
Snittränta ⁴	3,94	3,93	3,64	3,59	2,83	2,38
BEI ⁵	1,33	1,51	1,67	1,90	2,09	2,23

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

² Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

⁴ Viktad genomsnittsränta över året vid emissionerna.

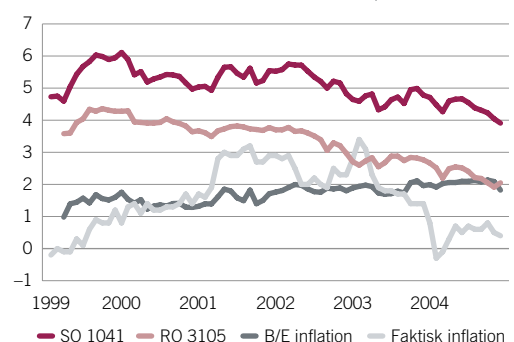
⁵ Genomsnittlig break even-inflation.

Under 2004 emitterade RGK realobligationer på breakeven-nivåer² mellan 2,0 procent och 2,6 procent och med ett genomsnitt på cirka 2,2 procent vilket framgår av tabell 3.6. Det betyder att Riksgäldskontoret emitterat realobligationer till mycket goda nivåer³. Även den genomsnittliga emissionsräntan för realobligationer var lägre än tidigare år, vilket indikerar att realupplåningen även absolut sett skedde till goda villkor.

Diagram 3.5 visar ränteutvecklingen för det nominella lånet 1041 (6,75 procent, maj 2014) och det reala lånet 3105 (3,50 procent, dec. 2015) samt inflationstakten. Som framgår varierade breakeven-inflationen under 2004 mellan 1,9 procent och 2,1 procent. Den kostnadsbesparing som realupplåningen hittills har genererat är dock indikativ. Vad det faktiska resultatet blir kommer att bero på den framtida inflationsutvecklingen fram till dess att reallånen förfaller till betalning.

Diagram 3.5

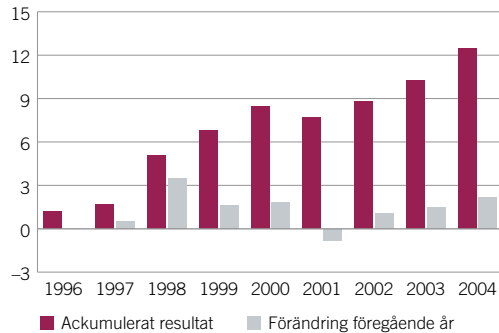
NOMINELL RÄNTA FÖR LÅN 1041 (6,75%, MAJ, 2014), REAL RÄNTA FÖR LÅN 3105 (3,50%, DEC. 2015), BREAKEVEN-INFLATION OCH INFLATION, %



Resultat och utvärdering

Det kalkylmässiga resultatet som realupplåningen har ackumulerat sedan starten 1994 steg till 12,5 miljarder kronor jämfört med 10,3 miljarder kronor förra året. Årets resultat var således 2,3 miljarder (se diagram 3.6). Resultatet beräknas som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer. Ökningen beror på att ytterligare ett år har passerat och på att inflationstakten var

Diagram 3.6
 KALKYLMÄSSIGT RESULTAT FÖR UPPLÅNING I
 REALOBLIGATIONER ACKUMULERAT FÖR 1996-2004
 Miljarder kronor



låg under året. En stor del av det ackumulerade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år, och eftersom en betydande del av realemissionerna skedde före 1997 redovisas den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes. Det faktiska resultatet beror dock på hur inflationen utvecklas under hela perioden fram till förfall för respektive lån (se fotnot om breakeven-inflation).

3.3 VALUTAUPPLÅNING

Upplåningen under 2004

Under 2004 uppgick Riksgäldskontorets netto-upplåning i utländsk valuta till 24,8 miljarder kronor. Valutalån motsvarande 37,3 miljarder kronor förföll under 2004. Upplåningen, motsvarande 12,5 miljarder kronor, gjordes dels med emissioner av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning), dels med emissioner av obligationer i svenska kronor som sedan swappas till utländsk valuta (kron/swappupplåning); se tabell 3.6.

Vårt begränsade lånebehov i kombination med ett starkt intresse för våra obligationer i utländsk valuta gav mycket förmånliga lånevillkor för direkt valutaupplåning under året. Tre nya lån emitterades. I februari emitterades ett treårigt dollarlån som framför allt riktades till mindre placerare i Europa. Lånet mottogs mycket positivt av marknaden och efterfrågan var fortsatt stark i

Tabell 3.7 VOLYMER OLIKA UPPLÅNINGSFORMER 2000-2004, MILJARDER KRONOR

	2000	2001	2002	2003	2004
Förfall av publika lån och privata placeringar	59,3	28,2	35,4	29,5	21,6
Förfall valutaswappar	-	9,2	18,1	11,2	10,9
Realiserade valutadifferenser	-6,2	12,3	6,7	5,2	4,8
Övrigt	-1,6	4,6	-7,4		
Summa förfall	51,5	54,3	52,8	45,9	37,3
Publika lån och privata placeringar	-	-	33,1	10,6	10,4
Kron-/valutaswappar	24,4	35,0	21,2	10,6	2,2
Statsskuldväxlar i utländsk valuta Commercial Papers (CP)	-	4,2	-3,3	-0,9	0,0
Summa upplåning	24,4	39,2	51,0	20,3	12,5
Nettoupplåning	-27,1	-15,1	-1,8	-25,6	-24,8
Övrigt ¹	-	-	-	0,2	-0,8
Amortering	-27,1	-15,1	-1,8	-25,4	-25,5

¹ Amorteringarna på valutaskulden under 2004 uppgår till 25,5 miljarder kronor. Nettoupplåningen på 24,8 miljarder kronor ska således justeras med 0,8 miljarder kronor avseende exponeringsförändringar från valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Tabell 3.8 UPPLÅNINGSKOSTNAD FÖR OLIKA UPPLÅNINGSFORMER 2000-2004

Räntepunkter under USD Libor	2000	2001	2002	2003	2004
Kron-/valutaswappar	-66,6	-47,0	-26,6	-28,2	-18,0
Publika lån	-	-	-19,8	-26,9	-29,7
Private placeringar	-	-	-	-	-28,0
Commercial paper	-	-	-	-	-
Genomsnittlig kostnad¹	-66,6	-47,0	-22,5	-27,5	-27,6

¹ Genomsnittlig kostnad exklusive CP.

sekundärmarknaden. En privatplacering i dollar genomfördes senare med nio års löptid. Under hösten såldes ett fyraårigt obligationslån i australiendollar till privatpersoner i Japan. Det var sju år sedan Riksgäldskontoret senast lånade på denna marknad. Övrig upplåning genomfördes genom ett flertal utökningar av två utestående dollarlån med resterande löptid på fyra respektive fem år. Investerares efterfrågan kom från centralbanker i Mellanöstern och Asien.

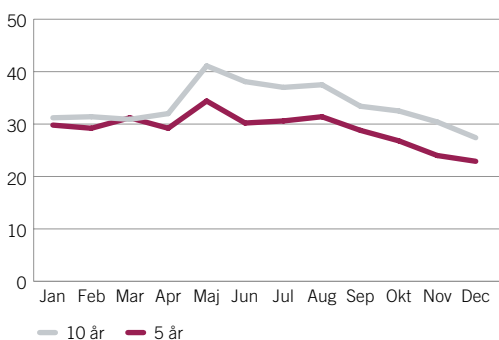
Den rörliga kostnaden för kapitalmarknadsupplåningen uppgick till mellan 28 och 31 räntepunkter under USD Libor. Genomsnittskostnaden på 30 räntepunkter under USD Libor är 3 räntepunkter lägre än förra året.

Ränteswappar används både som en del i valutaupplåningen (kron/valutaswappupplåning) och som ett instrument för kort kronupplåning (se avsnitt 3.1). Under 2005 gjordes valutaswappar för 2,1 miljarder kronor till en genomsnittlig kostnad



Diagram 3.7
UTVECKLING AV SWAPSPREADAR MED FEM OCH
TIO ÅRS LÖPTID

Räntepunkter



motsvarande cirka 29 räntepunkter under USD Libor, det vill säga ungefär samma kostnader som för den direkta valutaupplåningen.

I och med att swappar endast i begränsad utsträckning använts i valutaupplåningen, har det varit möjligt att i större utsträckning ersätta upplåning i statsskuldväxlar med ränteswappar. Som framgår av avsnitt 3.1 har räntekostnaderna på detta sätt kunnat minskas med cirka 11 räntepunkter. Direkt valutaupplåning skapar således möjligheter att sänka kostnaderna för kronupplåning, vilket vägs in i valet av upplåningsinstrument för valutaupplåningen.

FAKTARUTA

Ränteswappar är ett sätt att utnyttja statens relativa styrka i långa löptider och därmed sänka kostnaden för upplåningen. För att skapa kort ränteeponering via swappmarknaden emitterar Riksgäldskontoret en obligation i svenska kronor. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor. Vi får en fast ränta och betalar rörlig ränta (Stibor). Den korta swappräntan som vi betalar är något högre än statsskuldväxelräntan. Historiskt har skillnaden i genomsnitt varit 0,17 procentenheter (räntepunkter). Men den kompenseras av att vi får en lång ränta i swappen som är något högre än räntan på obligationsupplåningen (swappspreaden). Eftersom staten har lägre kreditrisk är swappräntan högre än motsvarande upplåning med obligationer och statsskuldväxlar. Swappspreaden har i genomsnitt varit 0,30 räntepunkter under 2004. Vinsten med denna teknik blir alltså 0,13 räntepunkter om de framtida relationerna mellan räntorna blir lika med de historiska.

Att skapa upplåning i utländsk valuta genom att använda valutaswappar innebär i praktiken flera steg. Riksgäldskontoret emit-

terar först en obligation i kronor. Genom en ränteswapp byts räntebetalingarna så att Riksgäldskontoret istället för att betala den fasta obligationsräntan betalar rörlig svensk ränta (Stibor). I nästa steg gör Riksgäldskontoret en valutaswapp där vi tar emot den rörliga svenska räntan (Stibor) och betalar en rörlig utländsk valuta, exempelvis i euro (Euribor). I praktiken sker nu alltså alla ränteflöden i den utländska valutan. Samtidigt som valutaswappen ingås köper också Riksgäldskontoret utländsk valuta och när valutaswappen förfaller säljs valutan tillbaka. Netto är nu all kassaflöden (det vill säga från obligationen i kronor, ränteswappen, valutaswappen samt köp- och försäljningen av utländsk valuta) desamma som om vi emitterat en obligation i utländsk valuta. Upplåningskostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

I praktiken begränsas utrymmet för ränteswappar av att RGK är en stor aktör på marknaden. Utrymmet kan användas för att ersätta statsskuldväxlar eller som en del av valutaupplåningen. I avvägningen är kostnaderna för direkt valutaupplåning viktiga.

4. AKTIV FÖRVALTNING I UTLÄNDSK VALUTA

Valutafördelningen och ränterisken i valutaskulden avspeglas i riktmärket. Utöver detta har Riksgäldskontoret möjlighet att inom väl definierade ramar bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgäldskontoret ett antal externa förvaltare. Dessa bedriver förvaltning med samma mandat som Riksgäldskontoret men av mindre belopp.

4.1 RESULTAT FÖR RIKSGÄLDSKONTORETS FÖRVALTNING

Riksgäldskontorets totala aktiva förvaltning under 2004 uppvisade ett positivt resultat på 195 miljoner kronor motsvarande 0,11 procent av den aktivt förvaltade valutaskuldens genomsnittliga värde under året. Det totala resultatet fördelar sig på 164 miljoner kronor för den egna förvaltningen och 31 miljoner kronor för den externa förvaltningen.

Valutapositioner

2004 var ett år präglad av osäkerhet kring den amerikanska konjunkturen. Med undantag för det fjärde kvartalet bjöd de finansiella marknaderna på få stabila trender. Kontoret fortsatte att positionera sig för en fallande dollar, främst genom köp av yen men också euro mot dollar. Positionen baserades bland annat på bedömningen att det skulle krävas en svagare växelkurs för att komma till rätta med det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Övriga positioner har främst varit köpt euro mot schweizerfranc och pund. Valutasidan stod för hela det positiva resultatet där köpt euro mot dollar var den enskilt mest vinstgivande positionen.

Räntepositioner

Räntepositioneringen under 2004 gav ett marginellt negativt resultat. Riksgäldskontoret positionerade sig framför allt för en större spread mellan

långa amerikanska och europeiska räntor samt för högre japanska långa räntor. Spreadpositionen ingicks främst mot bakgrund av den stora skillnaden i tillväxt mellan USA och euroområdet. Under årets sista kvartal vidgades spreaden och ränteresultatet förbättrades.

Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i Riksgäldskontorets aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under året anlätades sex externa förvaltare: ABN Amro, Blackrock, Bridgewater (fr.o.m. den 1 mars 2004), Goldman Sachs Asset Management (GSAM), Pimco Asset Management samt State Street Global Advisors.

Förvaltarnas riskmandat beräknas på fiktiva referensportföljer som totalt motsvarar 36 miljarder kronor. Det genomsnittliga resultatet för de externa förvaltarna var 0,09 procent av det genomsnittliga förvaltade skuldvärdet under året. Spridningen mellan förvaltarna var ganska stor med -0,06 procent och 0,36 procent som sämsta respektive bästa resultat. Som jämförelse kan nämnas att kontorets interna förvaltning mätt på motsvarande sätt hade ett resultat på 0,11 procent.

4.2 RISKHANTERING I DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN

Den aktiva förvaltningen bedrivs i syfte att sänka kostnaderna relativt en passivt förvaltnad skuld. De tekniker för riskhantering som används är i princip samma som används av andra stora finansiella aktörer.

Value at Risk (VaR)

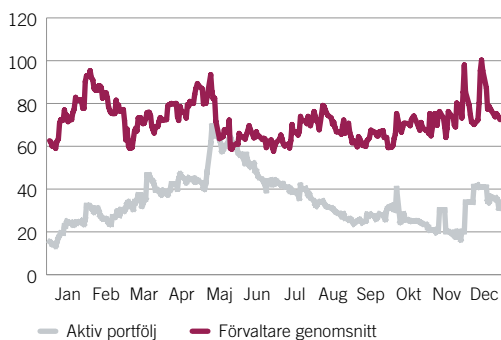
Riksgäldskontorets aktiva hantering bedrivs sedan i januari 2003 under ett mandat baserat på



Value-at-Risk (VaR)¹. VaR är ett riskmått som ger den maximala förlusten över en given tidsperiod, med en viss sannolikhet. Den aktiva förvaltningens sammanlagda risk får, enligt riktlinjer beslutade av styrelsen, aldrig överskrida 220 miljoner kronor i daglig VaR. Mandatet är kompletterat med mer traditionella positionslimiter. Positioner i en enskild valuta får inte vara större än motsvarande 6 procent av det förvaltade skuldbeloppet. Ränte-positioner får inte påverka den totala durationen på det förvaltade skuldbeloppet med mer än 0,6 år i varje enskild valuta och 0,9 år totalt². Det totala aktivt förvaltade skuldbeloppet är fixerat till 200 miljarder kronor.

Diagram 4.1
VALUE-AT-RISK, EN DAGS PLACERINGSHORISONT,
95-PROCENTIGT KONFIDENSINTERVALL*

Miljoner svenska kronor



* VaR för förvaltarens genomsnitt uppräknat till motsvarande RGK's portföljstorlek

Under 2004 var den aktiva skuldförvaltningens riskposition eller VaR i genomsnitt 34 miljoner kronor per dag, vilket är något lägre än motsvarande siffra förra året. Den högsta förväntade dagliga risknivån var 69 miljoner kronor och den lägsta 13 miljoner kronor, vilket gav ett genomsnittligt riskutnyttjande under året på cirka 20 procent av det maximalt tillåtna. De externa förvaltarna med ett högt riskutnyttjande låg kring 60–70 procent av det tillåtna, de med ett lägre riskutnyttjande låg kring 25–30 procent.

¹ VaR är ett mått på risken i de positioner som ingåtts som räknas fram statistiskt med hjälp av historiska data för volatilitet och korrelation på ränte- och valutamarknaderna.

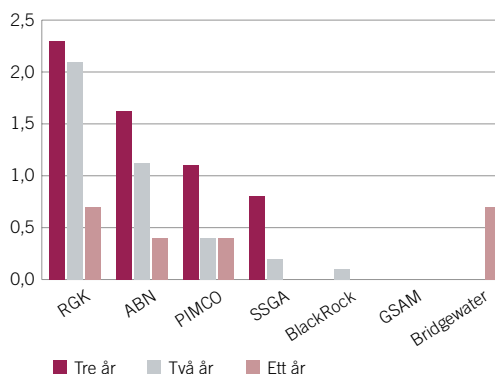
² Ändrades under 2004 från 0,4 år per valuta och 0,6 år totalt.

Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten³ 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 lite risk i relation till det resultat som presterats.

I figuren nedan visas det riskjusterade resultatet under de senaste tre åren för Riksgäldskontoret och de externa förvaltare som varit verksamma under denna period.

Diagram 4.2
RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN AKTIVA
FÖRVALTNINGEN UNDER PERIODEN 2002–2004



Som framgår av diagram 5.2 har Riksgäldskontoret det klart bästa riskjusterade resultatet. Sett över en tioårsperiod från 1994 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse⁴, genomgående lägre för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna.

³ Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

⁴ Beräknat på månadsdata.

4.3 RESULTAT OCH UTVÄRDERING 2000–2004

Den senaste femårsperioden gav ett positivt förvaltningsresultat på 879 miljoner kronor. Som framgår av tabell 5.1 svarar räntepositioner för en något större andel än valutapositioner av det totala positiva femårsresultatet. Riksgäldskontorets aktiva förvaltning har i genomsnitt givit ett bättre resultat än det som de externa förvaltarna presterat.

Sedan Riksgäldskontoret började bedriva aktiv förvaltning 1992 har RGK uppnått en kostnadsbesparing på cirka 12 miljarder kronor, vilket motsvarar en årlig besparing på 0,36 procent av skulden i utländsk valuta. Det är framför allt åren 1992–1998 samt 2002–2003 som det positiva resultatet kan hänföras till och det är främst räntepositioner som givit resultatet, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för perioden.

Tabell 4.1 RESULTAT AV DEN AKTIVA FÖRVALTNING I UTLÄNDSK VALUTA

	2000	2001	2002	2003	2004	Hela perioden
Resultat i miljoner kronor						
Total förvaltning	-584	-103	434	937	195	879
Riksgäldskontoret	-604	-78	392	880	164	754
Varav:						
Räntepositioner	110	83	-78	224	-18	321
Valutapositioner	-714	-161	470	656	182	433
Externa förvaltare	20	-25	42	57	31	125
Resultat procent av förvaltad belopp						
Riksgäldskontoret	-0,16	-0,02	0,11	0,52	0,11	-
Externa förvaltare	0,17	-0,12	0,14	0,14	0,09	-
Infokvot ¹						
Riksgäldskontoret	neg	neg	2,31	2,12	0,72	-
Externa förvaltare ²	0,89	neg	1,40	0,70	0,32	-

¹ Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

² Genomsnittlig infokvot.



5. MARKNADS- OCH SKULD- VÅRDANDE ÅTGÄRDER

Riksgäldkontoret är en stor aktör på penning- och obligationsmarknaden i Sverige. Vårt uppdrag är att verka för en väl fungerande marknad, eftersom det bidrar till att sänka statens lånekostnader. Vi erbjuder därför våra återförsäljare ett antal tjänster som gör att handeln kan fungera smidigare. Vi är även aktiva i diskussioner om utvecklingen av marknaden, till exempel när det gäller nya handelstekniker och handelssystem.

5.1 DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN

Under 2004 blev de räntor som noteras i den elektroniska interbankhandeln (EIM) tillgängliga för marknaden. Det är frågan om statsobligationsräntorna på standardlöptiderna 2, 5 och 10 år som handlas elektroniskt mellan våra återförsäljare. Den elektroniska marknaden har blivit ett framgångsrikt instrument för information om faktiskt handlade räntor, vilket med engelsk terminologi kallas för "price discovery". I och med att räntorna nu är tillgängliga för en bredare krets har pristransparensen ytterligare förbättrats.

Under våren 2004 föll omsättningen i den elektroniska interbankhandeln, vilket dock inte har bedömts försämra informationsvärdet från denna handel. Nedgången kan dock sägas bekräfta den relativt begränsade användningen av denna handel i bankernas hantering av likviditeten i obligationsmarknaden. Efter ett beslut att fördubbla handelsposterna i EIM till 100, 100 respektive 50 miljoner kronor i de tre handlade löptiderna har dock omsättningen ökat kraftigt.

5.2 BYTEN OCH UPPKÖP I NOMINELLA STATSOBLIGATIONER

Riksgäldskontoret genomförde under året flera bytesauktioner i marknadsvårdande syfte. För att bygga upp likviditeten i nya statsobligationslån ges återförsäljarna möjlighet att genomföra bytesauktioner.

Under 2004 genomfördes tre bytesauktioner. I januari emitterades 20 miljarder kronor i lån 1047 i utbyte mot lån 1041 och 1046, i mars emitterades cirka 20 miljarder kronor i lån 1048 i utbyte mot lån 1043. Den sista bytesauktionen genomfördes i september då cirka 24 miljarder kronor emitterades i lån 1049 i utbyte mot lån 1041.

Utöver bytesauktioner erbjuds Riksgäldskontorets återförsäljare att byta ut nominella icke-benchmark statsobligationer mot statsskuldväxlar, till en kostnad av 3 räntepunkter. Under 2004 bytte Riksgäldskontoret in 3,5 miljarder kronor i lån 1035 mot statsskuldväxlar.

5.3 BYTEN I REALA STATSOBLIGATIONER

För att främja likviditeten i realobligationsmarknaden ges återförsäljarna, utöver Riksgäldskontorets ordinarie auktionsverksamhet, möjlighet att löpande göra riskneutrala byten av obligationer. Den maximalt tillåtna volymen är 100 miljoner kronor per dag och återförsäljare, och maximalt 250 miljoner kronor under en kalendervecka.

I bytesfaciliteten köpte Riksgäldskontoret totalt realobligationer för 3,4 miljarder kronor och sålde för 3,3 miljarder kronor vilket är en minskning jämfört med 2003. Lån 3101 (förfall 2008) stod för omkring två tredjedelar av omsättningen.

5.4 MARKNADSVÅRDANDE REPO- FACILITETER FÖR NOMINELLA OBLIGATIONER OCH VÄXLAR

Riksgäldskontoret har en repofacilitet för återförsäljarna för att minska risken för att bristsituationer i statspapper uppstår. Repofaciliteten ger återförsäljarna möjlighet att vid alla tillfällen låna statspapper. Räntenivån på dessa repor baseras på Riksbankens reporänta. Under hösten ändrade vi likviditetshanteringen till ett mer aktivt agerande på repomarknaden, se avsnitt 3.1.

Samtidigt ändrades även våra marknadsvårdande repofaciliteter. Syftet med förändringen var att skapa en enkel och tydlig marknadsvård. De marknadsvårdande repofaciliteterna är öppna för återförsäljarna oavsett om vi har låne- eller finansieringsbehov. Tidigare kvantitativa begränsningar har tagits bort.

Vi har även infört reposwappar i statsobligationer och realobligationer. Det fanns tidigare endast för statsskuldväxlar. Reposwappar görs som likvidneutrala byten av repor. Fördelen för Riksgäldskontoret är att affären förser marknaden med paper utan att påverka likviditeten. Räntan för reposwappar i statsobligationer är 30 räntepunkter under Riksbankens reporänta, för statsskuldväxlar och realobligationer 10 räntepunkter under Riksbankens reporäntan. Reposwapparna görs med en veckas löptid och till en fast volym på 500 miljoner kronor.

Under 2004 gjorde vi totalt 66 miljarder kronor i marknadsvårdande repor och är en minskning jämfört med 2003. Det motsvarar 10 procent av Riksgäldskontorets totala repor.

5.5 INFORMATION OCH KOMMUNIKATION

Investerarrelationer

Goda investerarrelationer bidrar till att skapa en bred och stabil investerarbas och ytterst uppnå låga upplåningskostnader. Investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Arbetet följer en långsiktigt plan som syftar till att utveckla och förbättra information och kommunikation med investerare om svensk statspappersmarknad.

Ett flertal enskilda lunchmöten med svenska placerare arrangerades under året. Resor till utländska investerare genomfördes också. Under våren besöktes investerare i London, Frankfurt, München och Milano. Amerikanska investerare i nordöstra USA besöktes under hösten, liksom asiatiska i Hong Kong, Beijing, Singapore och

Kuala Lumpur. En Tokyoresa är planerad till februari 2005.

Attitydundersökning

Prospera fick i september i uppdrag att genomföra en studie om hur Riksgäldskontoret bedöms i ett antal olika dimensioner, varav information och kommunikation är en. Syftet är att få en uppfattning om hur vi och vår verksamhet uppfattas och att resultatet kan användas i vårt utvecklingsarbete.

Undersökningen vänder sig till svenska och utländska institutioner som investerar i svenska statspapper samt till återförsäljare. Undersökningen beräknas vara genomförd i månadsskiftet januari/februari 2005. Resultatet kommer att publiceras under våren.

Statsupplåning – prognos och analys

Riksgäldskontoret redovisar de viktigaste prognoserna och policybesluten i rapporten Statsupplåning – prognos och analys som ges ut tre gånger per år. Förutom prognoser för statens lånebehov och finansiering innehåller rapporten även artiklar med centrala ämnen inom statsskuldsförvaltning och andra områden inom Riksgäldskontorets ansvarsområden.

Den redovisning av Riksgäldskontorets upplåning som ges i rapporten har bidragit till att kommunikationen med investerare på marknaden har blivit tydligare och mer förutsägbar. Genom att öppet redovisa hur prognoser av budgetunderskott, riktlinjer och upplåningens fördelning på olika instrument samverkar, ökar möjligheterna för marknadens aktörer att följa och bilda sig en rimlig uppfattning av statsskuldspolitiken.



6. RESULTAT OCH MÅLUPPFYLLELSE STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN

Huvudpunkterna i Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden under 2004 var:

- Vi amorterade skulden i utländsk valuta med 25,5 miljarder kronor, det vill säga i nivå med regeringens riktlinjer.
- Vi ökade andelen reallån från 14 till 15 procent av statsskulden.
- Vi höll durationen för den nominella skulden omkring 2,7 år, det vill säga i nivå med mittvärdet för regeringens riktlinjer.
- Vi uppnådde en besparing på 195 miljoner kronor genom den aktiva förvaltningen i utländsk valuta.
- Vi bidrog till en väl fungerande statspappersmarknad genom aktiv marknads- och skuld-vård.

Det finns ingen måttstock för att avgöra om Riksgäldskontoret uppfyllt målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk. Vi bedömer dock att vi fattat väl avvägda strategiska beslut inom ramen för regeringens riktlinjer för statsskuldsförvaltningen. Skuldens sammansättning förändrades också i den långsiktiga riktning som regeringen angivit, det vill säga valutaandelen minskade och realandelen ökade. Även den operativa hanteringen har skötts väl. Riksgäldskontoret har uppnått goda villkor på realupplåningen och på lån i utländsk valuta. Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta har givit överskott, både under 2004 och sett över hela utvärderingsperioden. Sammanfattningsvis finns därför grund för bedömningen att Riksgäldskontoret har uppfyllt målen i regleringsbrevet och regeringens riktlinjebeslut.

Tabell 6.1 STATSSKULDENS STORLEK, SAMMANSÄTTNING OCH DURATION
1999–2004, MILJARDER KRONOR

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Duration i den						
nominella skulden	2,9	2,9	2,7	2,5	2,7	2,8
Nominell skuld i kronor	882	811	687	670	727	766
Andel, procent	62	61	56	56	59	61
Realräntelån	135	138	117	158	171	190
Andel, procent	10	10	10	13	14	15
Skuld i utländsk valuta	406	395	407	376	330	301
Andel, procent	29	29	34	31	27	24
Okonsoliderad statsskuld	1423	1344	1211	1204	1229	1257



FORM & PRODUKTION: WILDECO
FOTO: KENNETH HELLMAN

www.rgk.se



**RIKSGÄLDS
KONTORET**

THE SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08-613 45 00
Fax: 08-21 21 63 • E-post: rgk@rgk.se • Internet: www.rgk.se