

UNDERLAG TILL UTVÄRDERING AV STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN 2005



Innehåll

1. Mål för statsskuldsförvaltningen	1
1.1 Utvärdering av statsskuldsförvaltningen	1
2. Strategiska beslut	2
2.1 Löptid i statsskulden	2
2.2 Valutaamortering	2
2.3 Riktmärkesportföljens fördelning	3
2.4 Realskuld	4
3. Upplåning	5
3.1 Nominell upplåning i kronor	5
3.2 Real upplåning	10
3.3 Valutaupplåningen 2005	12
4. Aktiv förvaltning i valuta	14
4.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2005	14
4.2 Resultat och utvärdering 2001-2005	15
5. Marknads- och skuldvard	17
5.1 Vår strategi	17
5.2 Marknadsvård	17
5.3 Investerarnas uppfattning om Riksgäldskontoret	18
6. Måluppfyllelse & resultat	19

1. Mål för statsskuldsförvaltningen

Riksgäldskontoret ansvarar för att förvalta den befintliga statsskulden och att ta upp nya lån till staten. Upplåningen sker genom att Riksgäldskontoret ger ut statspapper. En mindre del av statsskulden finansieras genom sparprodukter, som är riktade till privatpersoner och mindre placerare. Riksgäldskontoret lånar både på den svenska och utländska räntemarknaden.

Det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen är att förvalta så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därutöver ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Riksgäldskontoret ska även bidra till att förbättra statspappersmarknadens funktion utan att detta ökar kostnaden.

Statsskuldsförvaltningen sker i enlighet med de riktlinjer som regeringen årligen lägger fast efter förslag från Riksgäldskontoret. Riktlinjerna anger riktvärdet för statsskuldens sammansättning och löptid.

Den största delen av statsskulden utgörs av nominella kronlån. I övrigt består statsskulden av realkronskuld och valutaskuld. Att fördela statsskulden på dessa tre skuldslag är ett sätt att minska risken i statsskuldsförvaltningen.

Löptiden i statsskulden anges i termer av duration. Riktvärdet för durationen 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 hela tiden måste lånas upp på nytt till på förhand okända villkor. Genom att ha en spridd löptidsstruktur minskar risken för att räntekostnaden ska öka till följd av stigande marknadsräntor. Det riktvärde som regeringen anger för durationen baseras således på en avvägning mellan kostnader och risk.

I riktlinjerna för 2005 fastslogs att:

- ▶ skulden i utländsk valuta ska minska så att den på sikt utgör 15 procent av statsskulden. Amorteringar ska ske med 25 ± 15 miljarder kronor under 2005
- ▶ andelen reallån ska öka på lång sikt till 20-25 procent. Ökningstakten ska dock vägas mot hur efterfrågan utvecklas och mot kostnaden för att låna i andra skuldslag
- ▶ riktvärdet för löptiden i den samlade nominella kron- och valutaskulden ska sänkas från 2,7 år till $2,5 \pm 0,3$ år

1.1 Utvärdering av statsskuldsförvaltningen

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgäldskontoret beslut om förvaltning och upplåning. På strategisk, övergripande nivå fattas beslut om:

- ▶ avvikelser i riktvärdet för löptiden (durationsmålet) i den nominella skulden
- ▶ fördelning av duration mellan den nominella kron- och valutaskulden
- ▶ avvikelse från amorteringstakten i valutaskulden
- ▶ upplåning i realskuld
- ▶ vilka valutor som ska ingå i valutaskulden och andelarna för respektive valuta (valutariktmärket)

Dessa strategiska beslut redovisas i avsnitt 2.

Utvärderingen av den operativa förvaltningen redovisas i avsnitten 3-5. Där beskrivs upplåning, förvaltning av skuld i utländsk valuta samt den marknadsvård som bedrivs för att förbättra statspappersmarknadens funktionssätt.

Avslutningsvis redovisas en sammantagen bedömning av resultat och måluppfyllelse.

2. Strategiska beslut

2.1 Löptid i statsskulden

I enlighet med regeringens riktlinjebeslut sänktes durationsriktvärdet för den samlade nominella kron- och valutaskulden från 2,7 till 2,5 år. Regeringens bedömning var att det fanns utrymme att minska de förväntade kostnaderna, utan att risknivån ökade på ett önskat sätt. Förklaringen var att risknivån i hela statskulden minskat under de senaste åren till följd av en ökad realupplåning i relativt långa löptider och en mindre valutaskuld. I riktlinjerna angavs att anpassningen till det nya durationsmålet skulle ske successivt under året. Detta för att undvika omotiverade transaktionskostnader.

Det är Riksgäldskontorets styrelse som fattar beslut om hur durationsriktvärdet ska uppnås. I likhet med tidigare år beslutade styrelsen att ha olika durationsmål för den nominella kronskulden och för valutaskulden. För 2005 fastslogs att durationsmålet skulle vara 2,8 år i den nominella kronskulden och 1,8 år i valutaskulden.

Genom att låta den nominella kronskulden ha en längre duration kan en likvid marknad för obligationer med lång löptid upprätthållas. God likviditet i alla löptider bidrar i sin tur till att sänka kostnaderna för statsskulden samtidigt som marknadsvårdskravet uppfylls. Baserat på historiska data har vi gjort stilsäkrade beräkningar som visar att en längre duration i kronskulden än i valutaskulden under vissa perioder kan medföra ökade kostnader. Under andra perioder kan det däremot vara ett mer kostnadseffektivt alternativ. Sammantaget har kostnaderna övervägt något, men har storleksmässigt varit begränsade. Vi har därför dragit slutsatsen att fördelarna med en längre duration i den nominella kronskulden överväger.

Riksgäldskontoret har rätt att avvika från regeringens riktvärde med 0,3 år. En sådan avvikelse är att betrakta som en position i syfte att minska kostnaderna för statsskulden. Riksgäldskontoret följer därför löpande utvecklingen på den svenska och internationella räntemarknaden. Räntepositioner ska i första hand tas på de utländska räntemarknaderna, där

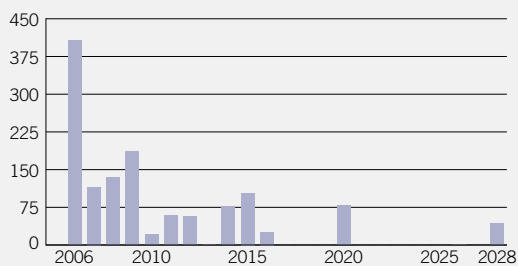
stora transaktioner kan göras utan att prisbilden påverkas. Riksgäldskontorets dominerande ställning på den svenska marknaden samt kravet på transparens och långsiktighet gör att räntepositioner i kronskulden endast kan bli aktuella om den svenska avkastningskurvan markant avviker från den utländska.

Under 2005 har både den svenska räntan och räntan inom euroområdet legat på historiskt låga nivåer. Riksgäldskontoret har därför övervägt att förlänga den nominella skuldens duration. Den slutgiltiga bedömningen var dock att den förväntade vinsten inte var tillräckligt stor för att detta skulle vara motiverat. Ser vi till ränteutvecklingen under 2005 så var detta ett riktigt beslut, eftersom de långa räntorna fortsatte att sjunka under året.

Diagram 2.1

FÖRFALLOPROFIL, DEN SAMLADE STATSSKULDEN

31 december 2005



2006 års stapel avser förfall i statsskuldväxlar och nominella obligationer. Anledningen till att förfallen under 2006 kraftigt avviker från övriga år är att statsskuldväxlarnas löptid inte överstiger 12 månader.

2.2 Valutaamortering

Regeringen beslöt i riktlinjerna för 2005 att valutaskulden ska amorteras med 25 ± 15 miljarder kronor.

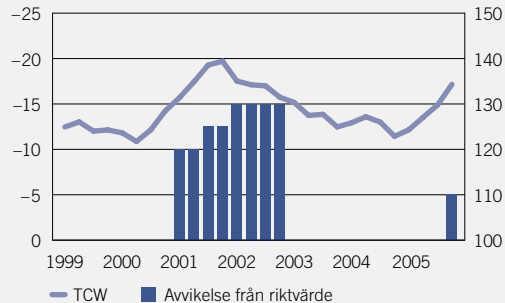
Sett ur ett historiskt perspektiv utvecklades kronan svagt under 2005, trots en förhållandevis gynnsam tillväxttakt i svensk ekonomi. Den kraftigaste försvagningen skedde under hösten. Då låg kronan

Diagram 2.2

AMORTERINGSTAKT OCH KRONKURS

Miljarder kronor

TCW-index



Kurvan visar kronans växelkurs mot ett vägt index av de viktigaste konkurrensvalutorna (TCW). Staplarna visar hur mycket Riksgäldskontoret varje kvartal har avvikit från regeringens riktvärde för amorteringstakten.

på omkring 134 i TCW-termer och drygt 9,60 kronor per euro. Mot den bakgrunden beslöt styrelsen i november att dra ned amorteringstakten till 20 miljarder kronor för helåret 2005 och till 10 miljarder kronor under 2006.

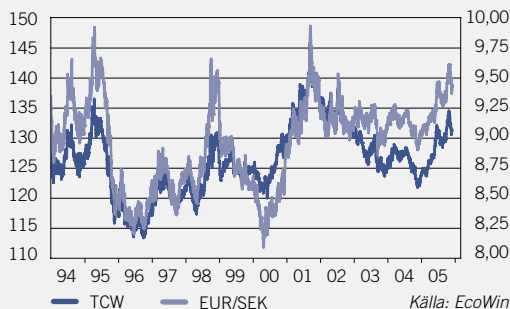
Kronan noterades i början av året kring 9 kronor per euro. TCW-index för kronan var cirka 123. Kronan var därmed förhållandevis stark jämfört med genomsnittliga kurser de senaste åren. Under våren försvagades kronan, vilket framför allt berodde på förväntningar om penningpolitiska lättnader. En viss återhämtning skedde efter sommaren efter att positiva tillväxtsiffror publicerats. I slutet av oktober föll kronan tillbaka igen i samband med att ECB signalerade en räntehöjning samtidigt som Riksbanken markerade att någon räntehöjning inte var att vänta

Diagram 2.3

KRONANS UTVECKLING UNDER 2005

TCW-index

EUR/SEK



Källa: EcoWin

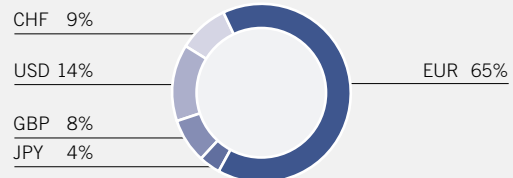
under den närmaste tiden. I TCW-termer var kronan kring 134 och drygt 9,60 kronor per euro när den var som svagast.

2.3 Riktmärkesportföljens fördelning

Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Regeringen tar inte ställning till denna fördelning utan delegerar beslutet till Riksgäldskontoret. I samband med en återkommande översyn vart tredje år, fastställer Riksgäldskontorets styrelse ett riktmärke för valuta-fördelningen.

Diagram 2.4

VALUTARIKTMÄRKETS FÖRDELNING 2005



Syftet är att hitta en valutafördelning med önskvärda risk- och kostnadsegenskaper. Även om Riksgäldskontorets övergripande mål är att minimera kostnaden med beaktande av risk, är det främst låg risk som eftersträvs i valutaskulden. Det beror på att riskegenskaperna historiskt har varit mer stabila än kostnaderna. Kostnadsaspekterna har dock fått allt större vikt och de senaste åren har större avsteg från den riskminimerande fördelningen gjorts i syfte att ytterligare reducera kostnaderna för valutaskulden. Ett sådant avsteg är exponeringen mot schweizerfranc på bekostnad av eurons andel i riktmärket.

Under 2005 beräknas exponering mot schweizerfranc ha bidragit till att sänka kostnaden för valutaskulden med i genomsnitt 24 räntepunkter baserat på marknadsdata. För perioden 2003 till 2005 är motsvarande kostnadsbesparing 41 räntepunkter.

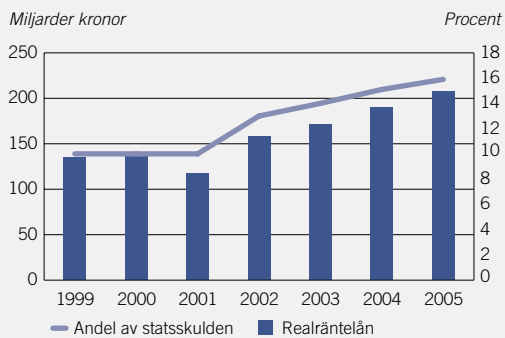


2.4 Realskuld

Andelen realskuld fortsatte att öka under året i enlighet med regeringens riktlinjer. Mätt som andel av total statsskuld ökade realskulden från 15,1 till 15,9 procent. Vårt uppdrag är att öka andelen realskuld till 20 till 25 procent av den totala skulden. Detta ska dock ske i en takt som är avpassad till efterfrågetillväxten och med beaktande av kostnaderna. Eftersom efterfrågan periodvis varit svag på realobligationsmarknaden har det inte funnits anledning att försöka åstadkomma en snabbare andelsökning.

Diagram 2.5

REALOBLIGATIONSTOCKENS UTVECKLING OCH ANDEL AV STATSSKULDEN



Andelen reallån ökade med en procentenhet till 16 procent under 2005. En snabbare andelsökning ansågs inte motiverad med tanke på den svaga efterfrågan på marknaden.

3. Upplåning

Det övergripande målet för upplåningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med hänsyn till risk. Därför är det viktigt att Riksgäldskontorets upplåningspolicy är förutsägbar och transparent. Statens upplåning sker till största del genom att Riksgäldskontoret emitterar statsobligationer och statsskuldväxlar. En del av lånebehovet täcks genom realobligationer, som ger investerarna ett inflations-skydd. Riksgäldskontoret lånar även på de utländska räntemarknaderna.

Tabell 3.1

FINANSIERING I STATSPAPPER

Miljarder kronor	2001	2002	2003	2004	2005
Nettolånebehov	-39	-4	47	51	-14
Förfall, uppköp, kassaförändring m.m.	28	42	56	33	80
Summa	-10	38	102	84	66
Finansiering	2001	2002	2003	2004	2005
Nettolånebehov	-39	-4	47	51	-14
Förändring av kassabehållning och privatmarknad ¹	-13	-13	15	-10	24
Förfall, uppköp m.m.	44	55	43	43	56
Statsobligationer	18	17	12	21	16
Valutalån	26	38	31	22	40
Summa	-10	38	102	84	66
Finansiering i statspapper	2001	2002	2003	2004	2005
Statsskuldväxelupplåning, netto²	-76	-54	-31	-35	-27
Obligationssupplåning, brutto	66	92	134	119	93
Obligationer i utländsk valuta	0	33	11	10	25
Realobligationer ³	3	9	18	18	12
Nominella statsobligationer ⁴	63	50	105	91	56
Finansiering	-10	38	102	84	66

¹ Förändring av likviditetshanteringsinstrument och privatmarknads-lån netto

² Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret

³ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

⁴ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

3.1 Nominell upplåning i kronor

Nominella statsobligationer

Upplåningen i nominella statsobligationer uppgick till 56 miljarder kronor 2005, jämfört med 91 miljarder kronor 2004. Förändringen beror framför allt på att nettolånebehovet sjönk från 51 till (-)14,1 miljarder kronor 2005, men också på att durationen i den nominella skulden förkortats till 2,8 år.

I början av året var vår prognos att nettolånebehovet skulle minska till 38 miljarder kronor. Under våren sjönk dock lånebehovet mer än förväntat, vilket medförde att upplåningen i korta statsskuldväxlar drogs ned. Det ledde till att durationen i den nominella kronskulden inte föll i planerad takt. Under 2005

Diagram 3.1

UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA STATSOBLIGATIONER

Miljoner kronor

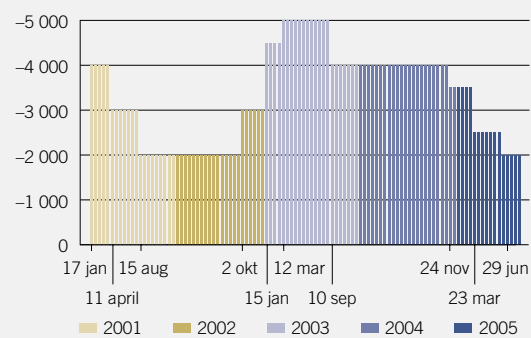
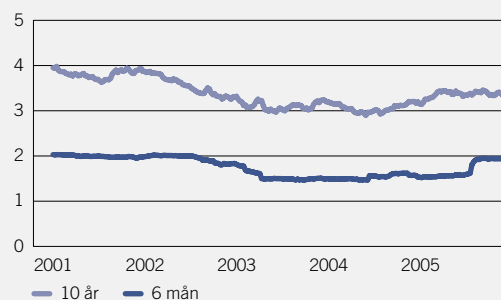


Diagram 3.2

RÄNTEUTVECKLINGEN

Procent, månadsvis



Räntorna har under 2005 legat på historiskt låga nivåer vilket har bidragit till att hålla nere våra finansieringskostnader.

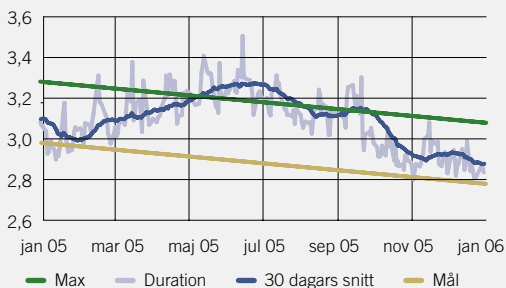


föll även räntorna i alla löptider vilket också bidrog till att durationen låg på en högre nivå än prognostiserat. För att få ned durationen till önskad nivå minskades

Diagram 3.3

DURATIONSUTVECKLINGEN I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN

Duration
(År, trettio dagars glidande medelvärde)

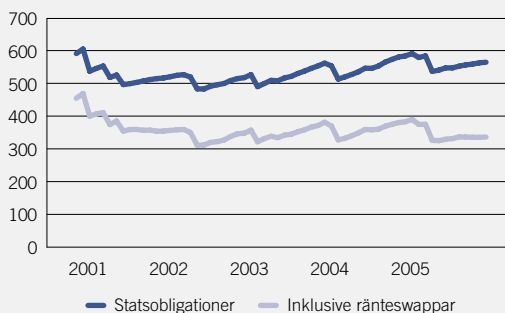


Som framgår av diagrammet steg durationen i den nominella kronskulden under mitten av 2005 till följd av ett fallande lånebehov. Mot slutet av året föll durationen tillbaka igen och närmade sig det riktmärke styrelsen beslutat om.

Diagram 3.4

OBLIGATIONSSTOCKEN

Miljarder kronor



Obligationsstocken har minskat 2005. Minskningen har dock begränsats av att drygt 27 miljarder kronor har kunnat swappas till kort räntexponering.

Tabell 3.2

FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATS-OBLIGATIONER, NETTO INKLUSIVE SWAPPAR

Miljarder kronor	2001	2002	2003	2004	2005
Nominella obligationer, emissioner	63	50	105	91	56
Förfall, uppköp och byten m.m.	-60	-56	-61	-69	-75
Förändring av nominell statsobligationsstock	-64	6	44	22	-19
Swappar, netto	-26	-8	-9	-21	-27
Obligationsstock, inkl. swappar, netto	-90	-2	35	1	-46

emissionsvolymerna i statsobligationer till 2,5 miljarder i mars och till 2 miljarder i juni.

Vid revideringen av finansieringsprognosen i oktober hade nettolånebehovet minskat ytterligare. För att säkerställa att durationsmålet skulle uppnås annonserades en senareläggning av en planerad ökning av obligationsupplåningen till juni 2006.

Obligationsupplåningen sker huvudsakligen i två-, fem-, och tioåriga löptider. Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare ligger på längre löptider och den tioåriga löptiden är något av en internationell standard med god likviditet. Därför görs normalt huvuddelen av obligationsupplåningen i denna löptid.

Under 2005 gjordes emellertid en förhållandevis mindre andel av upplåningen i tioårssegmentet. Anledningen var att säkerställa den beslutade durationsförkortningen. Ungefär 35 procent av emissionerna gjordes i fem- och tioårssegmentet vardera och cirka 25 procent i tvåårssegmentet. De resterande emissionerna gjordes i femtonårssegmentet.

Den 14 september introducerades en ny tioårig statsobligation, lån 1050, med förfall den 12 juli 2016. Det nya lånet blev från december 2005 det tioåriga referenslånet och är därmed den huvudsakliga emissionskandidaten framöver. Under de fyra bankdagarna efter auktionen fanns det möjlighet att byta in den då tioåriga obligationen 1049 och den nioåriga obligationen 1041. Bytena syftade till att snabbt bygga upp tillräcklig likviditet i det nya tioåriga lånet och kunde genomföras som planerat till de då aktuella marknadsräntorna.

Tabell 3.3

EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN

Lån	Förfalldatum	Emitterad volym	Genomsnittlig emissionsränta%	Marknadsränta, års-genomsnitt%
1037	2007-08-15	11 000	2,159	3,290
1040	2008-05-05	1 998	2,726	2,482
1048	2009-12-01	10 494	2,982	3,853
1045	2011-03-15	8 500	2,850	4,097
1049	2015-08-12	16 497	3,624	4,274
1050	2016-07-12	4 000	3,201	3,290 ¹
1047	2020-12-01	3 500	3,625	4,742
Totalt		55 989	3,036	2,895

¹ Snitt från introduktionsdatum 2005-09-19.

I tabellen visas den genomsnittliga emissionsräntan och den genomsnittliga marknadsräntan under året. Om det varit ett fåtal emissioner i ett lån blir beroendet av räntenivån vid ett enskilt emissionstillfälle stort och kan därför avvika relativt mycket från årsgenomsnittet.

Riksgäldskontoret erbjöd liksom tidigare år byten av statsobligationer, som hade mindre än ett år kvar till förfall, till statsskuldväxlar. Syftet med dessa byten är att sprida förfallen och därigenom minska finansieringsrisken. Under 2005 avsåg detta byte lån 1044 (3,50 %, april 2006). Totalt byttes 56 miljarder kronor under 2005. Under 2005 förföll statsobligationer för omkring 19 miljarder kronor.

Obligationsemissionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på 3,69 under 2005, vilket är marginellt högre än under 2004. Teckningskvoten och det faktum att emissionsräntan legat väl i linje med marknadsräntan visar att upplåningen i statsobligationer fungerat väl under året.

Tabell 3.4

MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA OBLIGATIONER

	2001	2002	2003	2004	2005
Teckningskvot ¹	2,34	2,92	3,16	3,17	3,69
Snittränta	4,90	4,94	4,25	4,10	3,04

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

Kort upplåning

Statsskuldväxlar

Vid ingången av 2005 var prognosen att upplåningen i statsskuldväxlar skulle öka med 40 miljarder kronor. På grund av det lägre lånebehovet blev utfallet att upplåningen ökade med endast 8 miljarder kronor jämfört med föregående år.

Upplåningen i statsskuldväxlar varierar beroende på säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet. Under slutet av hösten, liksom i början av året, brukar lånebehovet och därmed växelemissionerna vara relativt stora. Under perioden februari till maj brukar däremot lånebehovet vara lägre. Växelförfallen är koncentrerade till IMM-månaderna ¹, vilket bidrar till relativt stor växelupplåning vid auktionerna under just dessa månader. Växelupplåningen kan dock avvika från det normala mönstret till följd av förändringar i lånebehovet.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 1,80 procent, vilket är betydligt lägre än förra året. Teckningskvoten var något högre och förhållandet mellan utbjuden emissionsvolym och inkommen

¹ IMM-datumen är tredje onsdagen i mars, juni, september och december.

Tabell 3.5

FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATS-SKULDVÄXLAR, NETTO INKLUSIVE SWAPPAR

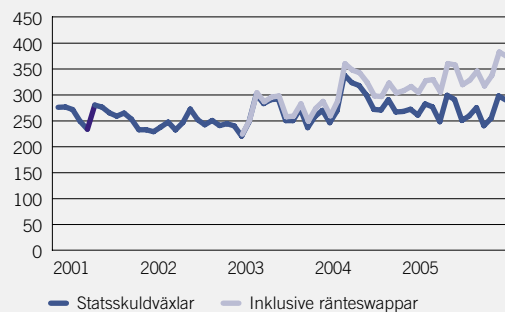
Miljarder kronor	2001	2002	2003	2004	2005
Finansiering med statsskuldväxlar, netto ¹	-76	-54	-31	-35	-27
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	46	45	51	50	56
Förändring av statsskuldväxelstocken	-30	-9	20	15	29
Ränteswappar, netto	0	5	10	30	41
Statsskuldväxelstock, inkl. swappar netto	-30	-4	30	45	70

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

Diagram 3.5

UTVECKLING AV STATSSKULDVÄXELSTOCKEN

Miljarder kronor



Tabell 3.6

MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

	2001	2002	2003	2004	2005
Teckningskvot ¹	2,22	2,81	2,29	2,18	2,51
Snittränta	4,03	4,20	3,04	2,24	1,80

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbjuden emissionsvolym.

budvolym var 2,51. Liksom för nominella obligationer emitterades statsskuldväxlarna på samma nivå som rådande marknadsräntor. Sammantaget visar nyckeltalen att Riksgäldskontorets upplåning i statsskuldväxlar fungerade väl under 2005.

Ränteswappar

Under 2005 har 40,5 miljarder kronor av obligationsupplåningen swappats till kort ränteeponering i kronor. Sedan 2003 har denna form av kort finansiering varit ett komplement till att emittera statsskuldväxlar.



Kostnadsbesparingen sedan 2003 är fram till idag 8 räntepunkter, vilket motsvarar 93 miljoner kronor.

När vi lånar via swappmarknaden emitterar vi först en nominell statsobligation. I nästa steg byter vi den fasta obligationsräntan mot en rörlig bankränta (Stibor). Med denna teknik kan vi utnyttja Riksgäldskontorets relativa styrka som låntagare på marknaden för lång upplåning. Statens höga kreditvärdighet gör att vi relativt andra låntagare kan låna till mycket förmånliga villkor. Räntan vi erhåller när vi gör en swapp är sålunda högre än den fasta ränta vi betalar i obligationsupplåningen (swappspreaden).

Det är viktigt att i detta sammanhang notera att ränteswappar är ett instrument som hjälper oss att uppnå vårt durationsmål. Genom att omvandla lång upplåning till kort kan vi sänka durationen i den nominella kronskulden, samtidigt som god likviditet kan upprätthållas i långa obligationer.

Tabell 3.7

SWAPPAR, NETTO

Miljarder kronor	2001	2002	2003	2004	2005
Ränteswappar ¹	0	5	10	30	41
Valutaswappar ²	35	21	11	2	5
Swappar totalt	35	26	21	32	45
Swappar totalt, förfall	-9	-18	-11	-11	-18
Ränte- och valuta- swappar, netto	26	8	9	21	27

¹ Ränteswappar från lång till kort ränteexponering i SEK.

² Ränteswappar från lång till kort ränteexponering i SEK kombinerat med valutaswappar till utländsk valuta.

Likviditeten i swappmarknaden har förbättrats under 2005. Allt fler marknadsaktörer och en ökad efterfrågan på längre löptider har medfört att handeln i kronränteswappar har ökat. Därmed ökar våra möjligheter att göra swappar i de löptider och de volymer vi har planerat.

Resultat nominell upplåning

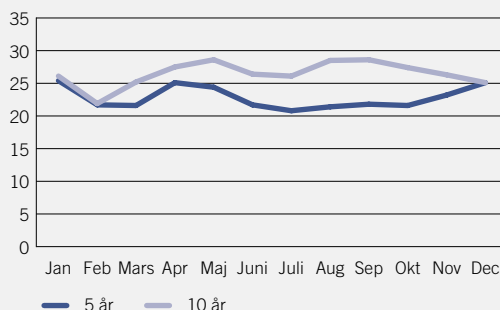
Riksgäldskontoret gör enbart en kvalitativ utvärdering av upplåningen i de nominella instrumenten. Vår bedömning är att auktionerna har genomförts utan problem. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare.

Den ränta vi har fått i auktionerna har i huvudsak

Diagram 3.6

SWAPSPREAD

Baspunkter



Swappspreaden har i genomsnitt legat på 23 räntepunkter under 2005. Det är lägre än under de två föregående åren, då swappspreaden i genomsnitt var 29 räntepunkter.

legat mitt emellan de räntor som motsvarar marknadens köp- och säljpris.

Anpassningen till den lägre durationen har gått långsammare än förväntat. Huvudorsaken är att lånebehovet månad för månad blev lägre än förväntat. En bidragande orsak har också varit den lägre räntenivån som givit en allt längre duration – allt annat lika. Men med successiva nedrevideringar av emissionsvolymerna i obligationer, kom durationen ned till strax över 2,8 år i slutet av året.

Likviditetsförvaltning

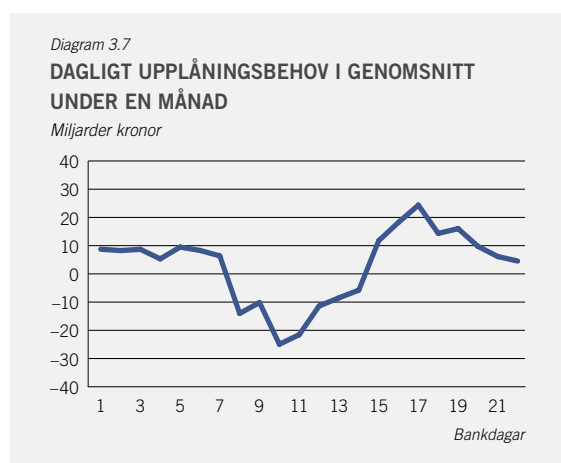
Riksgäldskontoret hanterar statens kortsiktiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditeten under en månad följer i regel ett mönster med överskottslikviditet ett par dagar i mitten av månaden i samband med skatteinbetalningar. (Se diagram 3.7, där negativa tal innebär överskottslikviditet). Överskottet försvinner samma dag som likviden för den statsskuldväxel som förfaller under månaden betalas ut. Riksgäldskontoret hade under 2005 finansieringsbehov under 52 procent av årets bankdagar mot normalt omkring ca 70 procent. I genomsnitt var underskottet 17 miljarder kronor för dagar med underskott.

De dagliga underskotten finansieras i första hand genom löpande försäljning av statsskuldväxlar. Den löpande försäljningen utgörs dels av telefonförsäljning av korta växlar som tidigare emitterats vid auktioner, dels likviditetsväxlar som med skraddarsydda löptider säljs per telefon.

Under året har statsskuldväxlar sålts för motsvarande 158 miljarder, 74 procent i löpande försäljning av ordinarie statsskuldväxlar och resterande i likviditetsväxlar. Upplåningskostnaden blev 3,8 miljoner lägre än om motsvarande volym finansierats via bankplaceringar (deposits).

Resterande kassamässiga underskott på i snitt 16 miljarder kronor per dag finansierades till 64 procent via repor och till 36 procent via deposits. Det betyder att vi i snitt gjorde 10 miljarder i finansierande repor och 6 miljarder i deposits per dag med underskott². Upplåningskostnaden för finansiering med repor blev 13 miljoner lägre i jämförelse med motsvarande volym finansierad via deposits.

Det totala resultatet för likviditetshanteringen uppgår därmed till 16,8 miljoner kronor. Resultatet är beräknat som den faktiska upplåningskostnaden jämfört med Riksbankens reporänta.



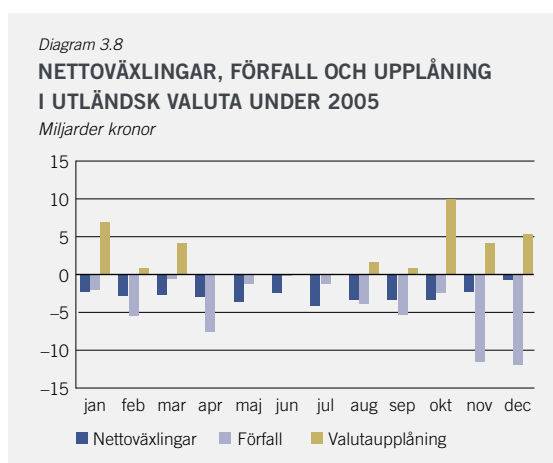
Hösten 2004 började Riksgäldskontoret använda repor och omvända repor som en reguljär del av likviditetsförvaltningen. Repor (omvända repor) innebär att vi emitterar (köper tillbaka) statspapper i ett avtal om att köpa tillbaka (emittera) pappret efter ett visst antal dagar. Genom att använda omvända repor begränsas kreditrisken, eftersom vi får ett räntebärande värdepapper som säkerhet. I många fall är det också en billigare finansieringsform än till exempel deposits.

² Notera att dessa omsättningssiffror påverkas av att repor oftast har en löptid på 2 till 3 dagar, medan deposits endast har en dags likvid. Den kortare löptiden bidrar i sig till att omsättningen i deposits blir större.

I repor med löptid på mellan två och fem dagar ligger räntan ofta 3-5 räntepunkter under Riksbankens reporänta. Under hösten ökade intresset för att göra repor med oss. Det förklaras bland annat av att många investerare omfördelade sina portföljer, vilket skapade en likviditetspåfrestning i marknaden. Den ökade efterfrågan medförde att vi kunde få repofinansiering till mycket förmånliga villkor.

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. Vi nettoväxlade under året valuta för motsvarande 32,7 miljarder kronor. Nettoväxlingar är skillnaden mellan köp och försäljning av utländsk valuta.



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. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt mellan månaderna över året.³

Riksgäldskontoret försöker i den dagliga hanteringen utnyttja tillfällena med god likviditet för att sänka kostnaderna, men inga aktiva positioner togs under året.

³ För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna görs varje månad en beräkning av de återstående nettoväxlingarna under året. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader och utgör vårt riktvärde. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat på ± 500 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 kronväxlingar.



Riksgäldskontoret höll sig under året inom den av styrelsen definierade kostnadsneutrala banan. I februari började Riksgäldskontoret göra valutaväxlingar i ett elektroniskt valutahandelssystem. Av den totala volymen står det elektroniska systemet för omkring 35 procent. Användningsområdet för systemet har varit främst mindre affärer och av dessa är 76 procent så kallade FX-swappar, det vill säga en avistaaffär som görs samtidigt som en terminsaffär. Fördelarna med ett elektroniskt valutahandelssystem är flera. Riksgäldskontoret har numera en STP (straight through processing) lösning, som innebär att avsluten går direkt till back office-systemet. Detta har lett till lägre felfrekvens, eftersom färre manuella ingrepp behövs. Det är tidsbesparande och dessutom är prisbilden bra, eftersom det alltid finns ett flertal priser att välja mellan.

Resultat för likviditetshanteringen

Resultatet för likviditetshanteringen var 16,8 miljoner kronor 2005. Detta kan jämföras med 2004 års resultat på 4,5 miljoner kronor. Resultatförbättringen beror dels på de bristsituationer som uppstått under hösten på repomarknaden, dels på att vi i större utsträckning använt oss av repofinansiering.

Valutaväxlingarna ger per definition inget resultat, eftersom vi avstått från att ta positioner på kronkursens utveckling.

Under året har vi i ökad utsträckning använt oss av elektronisk handel, vilket har effektiviserat verksamheten.

3.2 Real upplåning

Under året emitterade Riksgäldskontoret 12,1 miljarder kronor i realobligationer. Den totala utestående reala skulden ökade från 189,9 till 207,8 miljarder kronor under 2005. Mätt som andel av total statsskuld innebar det en ökning från 15,1 till 15,9 procent.

I februari sänktes emissionsprognosen från 20 till 15 miljarder kronor per år, på grund av en vikande efterfrågan på realobligationer. En anledning till det dämpade intresset var den osäkerhet som rådde kring utformningen av Finansinspektionens regelverk för pensionsplaceringar. Omsättningen på andrahandsmarknaden ökade dock under året.

Under 2005 introducerade Riksgäldskontoret för första gången sedan 1999 en ny realobligation. Det nya lånet, 3106, med förfall 1 april 2012 introducerades i september. Volymen var vid årsskiftet 11,6 miljarder kronor. Lånet fyller ett tomrum på den kortare delen av realräntekurvan efter reallån 3101 (1 december 2008) som nu har knappt tre år kvar till förfall och därför betraktas som ett lån under avveckling.⁴

Under 2005 har Riksgäldskontoret emitterat realobligationer på historiskt låga realräntenivåer. Den genomsnittliga emissionsräntan var 1,61 procent.

För att jämföra kostnaden mellan 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 den samma för real och nominell upplåning. Om inflationen blir högre än

Tabell 3.8

FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2005

Utestående realstock 2005-12-31, mdkr ¹	189,9
Auktioner	12,1
Byten	0,9
Riksgäldsspar Real	0,0
Löpande byten	2,0
Övertagna realobligationslån	1,0
Inflationsuppräknings	1,9
Utestående realstock 2005-12-31, mdkr¹	207,8

¹ Utelöpande nominellt belopp inklusive inflationsuppräknings

Tabell 3.9

AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

	2001	2002	2003	2004	2005
Emissionsvolym ¹	-2,9	2	18,2	17,7	13,0
Såld volym ²	11,4	23,4	18,2	17,7	12,1
Teckningskvot ³	4,8	4,4	3,8	2,3	3,8
Snittränta ⁴	3,64	3,59	2,83	2,38	1,61
BEI ⁵	1,67	1,9	2,09	2,23	1,84

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

² Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp, mdkr.

³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

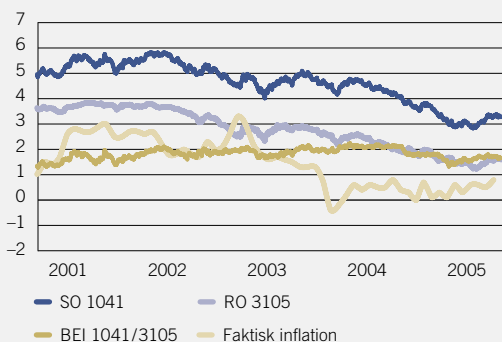
⁴ Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna, %.

⁵ Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna, %.

⁴ Avvecklingen av lån 3101 sker successivt under åren 2005-2007. Enligt planen erbjuder Riksgäldskontoret inbyte av lånet mot längre realobligationer. Under år 2005 erbjöds inbyte av max 8 miljarder kronor till det nya lånet 3106.

Diagram 3.9

RÄNTOR, BEI OCH FAKTISK INFLATION



break even-nivån kommer real upplåning att vara ett dyrare alternativ. Om den faktiska inflationen är under break even-nivån kommer realupplåning att vara mer fördelaktig än upplåning i nominella obligationer med motsvarande löptid.

Under första halvåret sjönk break even-inflationen. Nedgången var dock inte så stor att vi ansåg det nödvändigt att ytterligare sänka vår emissionsprognos. Under andra halvåret vände break even-nivån upp igen, vilket resulterade i en genomsnittlig break even-nivå i auktionerna under 2005 på 1,84 procent.

Om årets realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv avgörs först när obligationerna förfaller och vi vet vad den realiserade inflationen blir. Den genomsnittliga inflationen har varit cirka 1,2 procent sedan vi började emittera realobligationer 1994, vilket är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå vi har emitterat till.

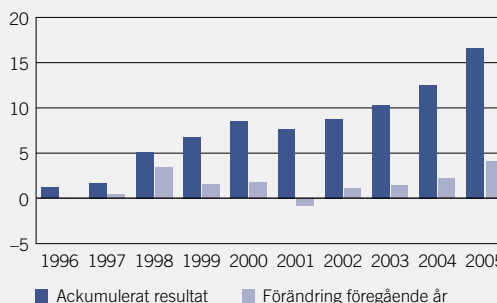
Det kalkylmässiga realiserade resultatet, som realupplåningen har ackumulerat sedan starten 1994, steg från 12,5 till 16,6 miljarder kronor under 2005. Resultatet beräknas som skillnaden mellan kostnaden för reala obligationer och kostnaden för nominella obligationer med motsvarande löptid. Ökningen beror på att ytterligare ett år har passerat och på att inflationen varit låg under året⁵. En stor del av

⁵ Inflationsutfallet blev i genomsnitt 0,4 procent för perioden oktober 2004 till och med september 2005. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

Diagram 3.10

KALKYLMÄSSIGT RESULTAT

Miljarder kronor



det ackumulerade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Eftersom en betydande del av realemissionerna skedde före 1997 redovisas den samlade kostnadsbesparingen från det att verksamheten inleddes.

Under 2003 infördes flexibla volymer, vilket innebar att emissionsvolymen vid auktionstillfället kunde ökas med ett i förväg annonserat belopp. Syftet har varit att göra det lättare för oss att möta placerares eventuella efterfrågan på större auktionsvolymer.

Vi har tidigare framhållit att i takt med att marknaden för realobligationer utvecklas behöver allt större vikt läggas vid förutsägbarheten i auktionerna. Efter en dialog med aktörer på realobligationsmarknaden under våren blev vår slutsats att vi bör ta ytterligare ett steg i denna riktning.

Under 2005 ersattes flexibla emissionsvolymer med auktioner med en fast förannonserad volym. Vår bedömning var att flexibla emissionsvolymer, i den form vi använt, gjorde det svårt för investerare att genomskåda hur tilldelningen vid auktionen beslutades. Emissioner med fasta och i förväg annonserade volymer ger bättre förutsägbarhet och underlättar budgivningen och marknadsmässig prissättning av emissionerna. Sannolikt bidrar fasta volymer även till att lånekostnaderna på marginalen kan sänkas. Stor följsamhet mot det bedömda efterfrågeläget och flexibilitet att möta tillfälliga variationer kan framför allt motiveras under ett uppbyggnadsskede. Marknaden får nu, efter drygt tio år, anses ha utvecklats så pass att behovet av förutsägbarhet bör ges prioritet.

Swappar i utländsk valuta

Räntan på statsobligationer byts mot en kort ränte-exponering i utländsk valuta genom att vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, samtidigt som vi betalar en rörlig utländsk ränta. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp. Inom ramen för swappen växlar vi samtidigt kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta. Vid förfall köper vi utländsk valuta till den då rådande växelkursen. I enlighet

med swappavtalet har vi nämligen tagit på oss att växla tillbaka den utländska valutan mot kronor till samma kurs som vid den första växlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet. Vi har således fått en valutaexponering eftersom valutan vid förfall köps till en i dag okänd valuta-kurs. Upplåningen kan ge en kursvinst eller -förlust. Kron/swappupplåningen utgör således en valuta-upplåning med valutaexponering.

Resultat för realupplåning

Årets kalkylmässiga resultat, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, var 4,1 miljarder kronor. Resultatet förklaras av att den faktiska inflationen under 2005 varit lägre än den genomsnittliga break even-nivå, som realobligationerna emitterats till.

3.3 Valutaupplåningen 2005

Under året förföll valutaskuld för motsvarande 53,8 miljarder kronor. För att uppnå den beslutade amorteringstakten på 20 miljarder kronor krävdes en valuta-upplåning motsvarande 33,9 miljarder kronor.

Upplåningen görs genom att emittera obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att swappa kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning), se faktaruta.

Under 2005 har lånevillkoren för upplåning på kapitalmarknaden varit gynnsamma. I genomsnitt har obligationer i utländsk valuta kunnat emitteras 30 räntepunkter lägre än den standardiserade bankräntan för dollar (USD Libor). Efter provisioner motsvarar det 28 räntepunkter.

Kron/swappupplåningen har kostat i genomsnitt 21 räntepunkter under USD Libor. När vi tar upp kron/swapplån måste vi dock ta hänsyn till att utrymmet för att använda swappar i kronupplåningen minskar. Det uppstår med andra ord en alternativkostnad i och med att vi går miste om en lönsam form av kronupplåning. Alternativkostnaden för att använda

swappar inom ramen för valutaupplåningen har under året varit 10 räntepunkter. Sammantaget är vår bedömning att det varit billigare att ta upp valutamån via kapitalmarknaden. Marknadsutrymmet för swappar har i stället utnyttjats vid kronupplåningen. Kron/swappupplåningen har omfattat 4,6 miljarder kronor eller 14 procent av den totala valutaupplåningen.

Under året har vi givit ut två så kallade benchmarklån på eurodollarmarknaden, ett femårigt på 1 miljard och ett treårigt på 1,25 miljarder dollar till 29,5 respektive 29 räntepunkter under USD Libor (exklusive provisioner). Lånens storlek och publika karaktär tillsammans med att de riktar sig till stora institutionella placerare, gör att man kallar dessa för benchmarklån. Vi bedömer att vi uppnått mycket

Tabell 3.10

VALUTAUPPLÅNING 2005

Miljarder kronor	2001	2002	2003	2004	2005
Förfall av obligationslån	28,2	35,4	29,5	21,6	43,4
Förfall av valutaswappar	9,2	18,1	11,2	10,9	18,3
Realiserade valuta-differenser	12,3	6,7	5,2	4,8	-8,0
Övrigt	4,6	-7,4			
Commercial Paper (CP)	-4,2	3,3	0,9	0,0	-3,9
Summa förfall m.m.	54,3	52,8	45,9	37,3	49,8
Obligationlån	-	33,1	10,6	10,4	25,3
Kron-/valutaswappar	35,0	21,2	10,6	2,2	4,6
Summa upplåning	39,2	51,0	20,3	12,5	29,9
Nettouplåning	-15,1	-1,8	-25,6	-24,8	-19,9
Övrigt ¹			0,2	-0,8	-0,3
Amortering	-15,1	-1,8	-25,4	-25,5	-20,3

¹ Posten 0,3 miljarder kronor avser exponeringsförändringar från valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Tabell 3.11

UPPLÅNINGSKOSTNAD FÖR OLIKA UPPLÅNINGSFORMER

Räntepunkter under USD Libor	2001	2002	2003	2004	2005
Obligationssupplåning	-	-19,8	-26,9	-29,6	-27,9
Kron-/valutaswappar	-47,0	-26,6	-28,2	-18,0	-21,0
Genomsnittlig kostnad	-47,0	-22,5	-27,5	-27,6	-26,8

Under 2005 lånade Riksgäldskontoret i utländsk valuta till en rörlig kostnad motsvarande 26,8 räntepunkter under den standardiserade bankräntan för dollar (US dollar Libor). 86 procent lånades genom att emittera obligationer i utländsk valuta till en kostnad motsvarande 27,9 räntepunkter under USD Libor. 14 procent lånades i kronor som sedan swappades (se faktaruta) till utländsk valuta motsvarande en kostnad på 21,0 räntepunkter under USD Libor.

förmånliga lånevillkor. Som exempel kan nämnas att Tyskland under våren 2005 gav ut ett femårigt dollarlån endast ett par punkter lägre än svenska staten, USD Libor minus 32. Förutom amerikanska Treasury är den tyska staten den låntagare som, mot bakgrund av sin ekonomiska styrka och möjligheter att ge ut obligationer med mycket god likviditet, kan låna till de lägsta kostnaderna.

De övriga lånen har antingen varit utökningar av tidigare emitterade lån eller nya lån riktade till mindre placerare. De viktigaste lånen har tagits upp på den amerikanska räntemarknaden. Totalt 21 av 25 miljarder kronor har lånats i US-dollar. Vi har även gett ut lån i Nya Zeeland- och Australiendollar. Lån i dessa valutor har varit attraktiva för oss och för investerare. Investerarna erbjuds högkuponvalutor och vi får förmånliga lånevillkor, eftersom efterfrågan är stor och utbudet på statspapper i dessa valutor är mycket begränsat.

Dessa lån har sedan swappats så att vi får en exponering som överensstämmer med valutariktmärket.

De största köparna av våra obligationer i utländsk valuta har varit centralbanker i Asien. Mellanöstern och Europa har också representerat en stor del av investerarbasen. Beslutet, som togs i november att dra ned amorteringen från 25 till 20 miljarder kronor, innebar att vi behövde öka vår upplåning med 5 miljarder kronor. Det visade sig under december att det inte var möjligt att låna några större belopp vare sig på kapitalmarknaden eller via swappar till tillfredsställande räntevillkor. I stället lånades merparten, ca 4 miljarder kronor, genom *Commercial papers* i dollar. Upplåningen gjordes på 2 respektive 3 månaders löptid till en lånekostnad på 13,5 räntepunkter under USD Libor, inklusive provisioner.

Resultat för valutaupplåning

Den svenska statens goda kreditvärdighet och begränsade upplåningsbehov har medfört att vi har kunnat låna till mycket goda villkor. För att sänka lånekostnaderna har vi i huvudsak utnyttjat den billiga eurodollarmarknaden där det funnits en stor efterfrågan på våra obligationer. Vi har också utnyttjat marknader med litet utbud av statspapper. Jämfört med skuldkontor i länder med liknande förutsättningar som Sverige, har vi uppnått mycket låga lånekostnader. Våra emissioner har varit lyckade i och med att de varit lätta att teckna. För vår del har de varit billiga samtidigt som handeln på andrahandsmarknaden varit god. Det senare är viktigt för att emissionerna i framtiden ska uppfattas som attraktiva.

4. Aktiv förvaltning i valuta

Riksgäldskontoret har möjlighet att med ett begränsat risktagande bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta. Syftet är att sänka statens kostnader för statsskulden genom att ta ränte- och valutapositioner på de internationella marknaderna.

För att diversifiera förvaltningen och för att få en uppfattning om hur effektiv vår egen förvaltning är, anlitar vi ett antal externa förvaltare. Dessa bedriver förvaltning enligt samma principer som Riksgäldskontoret, men i mindre omfattning.

4.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2005

Riksgäldskontorets totala aktiva förvaltning under 2005 uppvisade ett negativt resultat på 428 miljoner kronor, motsvarande 0,25 procent av den aktivt förvaltade valutaskuldens genomsnittliga värde under året. Det totala resultatet fördelar sig på -426 miljoner kronor för den egna förvaltningen och -2 miljoner kronor för den externa förvaltningen.

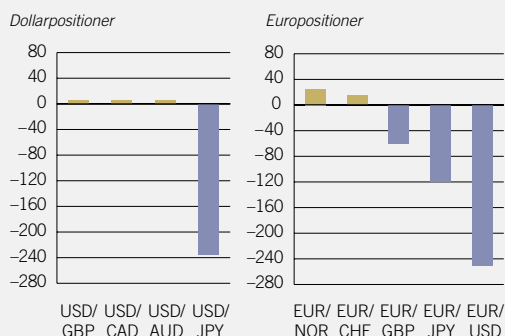
Valutapositioner

Valutasidan visade en förlust motsvarande 613 miljoner kronor i den aktiva förvaltningen under 2005. Köp av euro och yen mot dollar var de positioner som gav störst negativt resultat. Det gångna året präglades av en fortsatt god amerikansk konjunktur, stigande amerikanska korträntor och en stark dollar. Med undantag för en stigande dollar bjöd valutamarknaderna i övrigt på få stabila trender.

Kontorets dominerande valutaposition under året har varit köp av yen, främst mot euro men också mot dollar (se diagram 4.1). Positionen baserades bland annat på återhämtningen i den japanska ekonomin och det stora överskottet i bytesbalansen. Övriga positioner har varit köp av euro främst mot dollar, men även mot schweizerfranc och pund. Här gjorde vi bedömningen att det skulle krävas en svagare dollar för att korrigera det stora underskottet i USA:s bytesbalans.

Diagram 4.1

RESULTAT AV VALUTAPOSITIONER I MILJONER



Räntepositioner

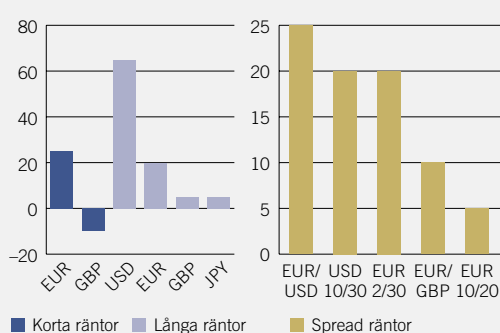
Räntepositioneringen under 2005 gav ett positivt bidrag till resultatet. De flesta långräntor runt om i världen slutade året på ungefär samma nivåer som de hade i början av året. Under året var trenden nedåtriktad för de långa räntorna fram till hösten och därefter uppåtriktad.

Riksgäldskontoret har framför allt varit positionerat för en generell ränteuppgång i USA och för högre japanska långa räntor. Dessa positioner baserades på bedömningar om fortsatt god konjunktur och höjda korträntor i USA och ett slut på den långa deflations-

Diagram 4.2

RESULTAT AV RÄNTEPOSITIONER

Miljoner kronor



perioden i Japan. Andra positioner på räntesidan (se diagram 4.2) har varit för en större spread mellan långa amerikanska och europeiska räntor samt för flackare avkastningskurvor i USA och Europa. Riksgäldskontoret har också tagit mindre positioner i de korta räntorna i Europa eftersom vi haft av en avvikande tro om takten på räntehöjningarna från ECB och Bank of England.

Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i Riksgäldskontorets egen aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka den egna kompetensen anlitar Riksgäldskontoret sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltare tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under året anlätades sex externa förvaltare: ABN AMRO, Blackrock, Bridgewater, Goldman Sachs Asset Management (GSAM), PIMCO Asset Management och State Street Global Advisors (till och med 30/4 2005).

Förvaltarnas riskmandat motsvarar 6 miljarder kronor per förvaltare. Det genomsnittliga resultatet för de externa förvaltare var -0,01 procent av det genomsnittliga förvaltade skuldvärdet under året. Spridningen mellan förvaltare var ganska stor med 0,37 procent och -0,35 procent som bästa respektive sämsta resultat. ABN AMRO var den förvaltare som lyckades bäst under året och den ende som nådde upp till Riksgäldskontorets avkastningsmål på minst 0,25 procent.

Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten¹ 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.

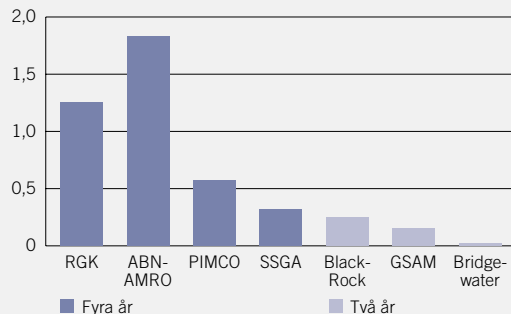
I diagram 4.3 visas det riskjusterade resultatet under de senaste fyra åren för Riksgäldskontoret och de externa förvaltare som varit verksamma under hela eller delar av denna period.

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

Diagram 4.3

RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN I VALUTA

Informationskvoter



Som framgår av diagrammet har ABN AMRO det bästa riskjusterade resultatet tätt följt av Riksgäldskontoret. Sett över en tioårsperiod från 1995 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse², genomgående lägre för Riksgäldskontorets aktiva förvaltning än för de externa förvaltare.

4.2 Resultat och utvärdering 2001–2005

Den senaste femårsperioden gav ett positivt förvaltningsresultat på 1 035 miljoner kronor. Som framgår av tabell 4.1 svarar räntepositioner och valutapositioner för en ungefär lika stor del av det totala femårsresultatet. Riksgäldskontorets aktiva förvaltning har i genomsnitt givit ett bättre resultat än det som de externa förvaltare presterat.

Sedan Riksgäldskontoret började bedriva aktiv förvaltning 1992 har vi uppnått en kostnadsbesparing på cirka 11,5 miljarder kronor, vilket motsvarar en årlig besparing på drygt 0,3 procent av skulden i utländsk valuta. Det är framför allt åren 1992–1998 samt 2002–2004 som det positiva resultatet kan hänföras till och det är främst räntepositioner som givit resultatet, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för perioden.

² Beräknat på månadsdata.



Tabell 4.1

RESULTAT AV DEN AKTIVA FÖRVALTNING I VALUTA

Resultat i miljoner kronor	2001	2002	2003	2004	2005	Hela perioden
Total förvaltning	-103	434	937	195	-428	1 035
Riksgälds- kontoret	-78	392	880	164	-426	932
Varav:						
Räntepositioner	83	-78	224	-18	187	398
Valuta- positioner	-161	470	656	182	-613	534
Externa förvaltare	-25	42	57	31	-2	103
<i>Resultat procent av förvaltat belopp</i>						
Riksgälds- kontoret	-0,02	0,11	0,52	0,11	-0,25	-
Externa förvaltare	-0,12	0,14	0,14	0,09	-0,01	-
<i>Infokvot¹</i>						
Riksgälds- kontoret	neg	2,31	2,12	0,72	neg	-
Externa förvaltare ²	neg	1,40	0,70	0,32	neg	-

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

² Genomsnittlig informationskvot.

5. Marknads- och skuldvård

5.1 Vår strategi

Riksgäldskontoret är en stor aktör på penning- och obligationsmarknaden i Sverige. Vårt mål är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. Vi tar inte positioner på marknadsutvecklingen inom ramen för den operativa förvaltningen av kronskulden. Strategin för kostnadsminimering är i stället att skapa en attraktiv marknad för statsobligationer och statsskuldväxlar med en bred investerarbas för att på så sätt minska kostnaderna för statsskulden.

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvård främst om att sätta upp principer för den operativa verksamheten. Dessa principer finns närmare beskrivna i den finans- och riskpolicy som har tagits fram under året. Principerna avser bland annat Riksgäldskontorets upplåningsstrategi, som ska vara sådan att vår upplåning är koncentrerad till ett visst antal löptider och att försäljningskanalerna är effektiva. Den förändring av auktionsformerna för realobligationer som genomfördes under 2005 är ett exempel på en sådan marknadsvårdande åtgärd, se avsnitt 3.2.

I enlighet med principen om öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation publicerar vi prognoser för nettolånebehovet och finansieringen i rapporten *Statsupplåning – prognos och analys* tre gånger per år. Genom att redovisa hur prognoser av lånebehovet, riktlinjer och upplåningens fördelning på olika instrument samverkar, ökar möjligheten för marknadens aktörer att följa och bilda sig en rimlig uppfattning om statsskuldspolitiken.

Ett annat exempel är utvecklingen av hemsidan för institutionell upplåning. Syftet är att göra den mer överskådlig och skapa ett mer fullständigt informationsinnehåll.

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

långsiktig plan och arbetar kontinuerligt med svenska och internationella motparter. Inför varje kalenderår görs en plan för möten med investerare. Flera resor till utländska investerare har genomförts under året.

5.2 Marknadsvård

På operativ nivå har vi ett marknadsvårdande åtagande gentemot våra återförsäljare

Riksgäldskontoret tillhandahåller marknadsvårdande repor och byten i samtliga statspapper till återförsäljare oavsett Riksgäldskontorets kassabehov. De syftar till att minska risken för bristsituationer på marknaderna för statspapper. Reporna erbjuds mot en fastställd premie i förhållande till Riksbankens reporänta. Vi använder också repor i vår likviditetsförvaltning. Dessa görs då för att finansiera underskott eller placera överskott då vi har sådana behov.

Våra viktigaste marknadsvårdande åtaganden är:

- ▶ Marknadsvårdande repor som erbjuds i alla nominella benchmarkobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar.
- ▶ Likviditetsneutrala reposwappar som erbjuds i samtliga statspapper.¹
- ▶ Återförsäljarna har möjlighet att byta realobligationer.
- ▶ För nyintroducerade nominella statsobligationer och statsskuldväxlar erbjuds särskilda villkor för att främja likviditeten tills den utestående volymen är tillräckligt stor.

Marknadsvårdande repor innebär att återförsäljarna beviljas kortfristiga lån i statspapper som det råder brist på. Det minskar osäkerheten för återförsäljarna och begränsar risken för ökade transaktionskostnader.

Under perioden januari till augusti 2005 gjordes marknadsvårdande repor på i genomsnitt 1,2 miljarder kronor per bankdag. Under hösten ökade efterfrågan markant och genomsnittet för september

¹ Reposwappar är likviditetsneutrala byten i statspapper med återköpsavtal.



till december var 6,8 miljarder per bankdag med en topp under oktober på 10,8 miljarder kronor per bankdag. Den ökade efterfrågan berodde på en brist på statspapper till följd av att investerare omfördelade sina portföljer i stor utsträckning. Eftersom flera stora placerare inte deltar i repomarknaden kan stora portföljskiften leda till att det blir brist på vissa statspapper. Med vårt åtagande gentemot återförsäljarna på repomarknaden vet de att det alltid finns möjlighet att via repor kortfristigt låna statspapper som det råder brist på. Vårt marknadsvårdsåtagande bör därmed ha bidragit till att minska osäkerheten och därmed stabilisera marknaden.

Under december föll efterfrågan på marknadsvårdande repor tillbaka igen. De marknadsvårdande reporna var omsättningsmässigt ungefär av samma omfattning som de repor vi använder i likviditetsförvaltningen, sett över hela året.

Reposwappar gjordes för motsvarande 10 miljarder kronor. Faciliteten har inte utnyttjats så mycket under året. Flertalet reposwappar är gjorda under hösten, eftersom Riksgäldskontoret då haft ovanligt långa perioder med placering. Under dessa perioder har det varit lönsamt för återförsäljarna att utnyttja reposwapparna.

Realobligationsbyten för motsvarande 6,4 miljarder kronor gjordes under året. Det är ungefär samma volym som under 2004. Året har präglats av att marknaden har köpt obligationer med förhållandevis kort tid till förfall och sålt obligationer med längre tid till förfall till Riksgäldskontoret, så kallade förkortningsbyten.

5.3 Investerarnas uppfattning om Riksgäldskontoret

På Riksgäldskontorets uppdrag genomförde Prospera för andra året i rad en utvärdering av Riksgäldskontorets upplåning. I slutet av 2005 intervjuades 50 svenska och utländska investerare, 7 återförsäljare samt 6 andra prisställare av svenska statsobligationer. Sammantaget fick Riksgäldskontoret högre betyg inom nästan alla områden. Svagheter består i investerarkontakterna och lyhörddheten för marknads önskemål.

- Riksgäldskontorets information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor ansågs överlag som utmärkt och ger god förutsägbarhet.

Riksgäldskontoret värderades generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella investerare. Betyget för 2005 blev något lägre än föregående år men är fortfarande på en hög nivå.

- Försäljningen av statspapper har fungerat mycket väl. Under 2005 har det skett en tydlig omvärdering av Riksgäldskontorets agerande på marknaden för statsskuldväxlar, som nu bedöms fungera utmärkt.
- Betyget för försäljningsformerna och agerande vid auktioner av realobligationer har höjts 2005. En orsak kan vara att vi övergett den tidigare auktionsformen med flexibla volymer. Våra återförsäljare tyckte att den nya auktionstekniken har fungerat väl. Fortfarande är betyget på realobligationsmarknaden lägre än på övriga marknader.
- Återförsäljarna värdesatte de marknadsvårdande repor som vi erbjuder.
- Svenska investerare ansåg att kontakten med Riksgäldskontoret inte har varit helt tillfredsställande. Riksgäldskontorets lyhörddhet för marknads önskemål fick ett lågt betyg och blev lägre 2005. En tänkbar förklaring kan vara att investerarnas krav på långa statsobligationer inte har tillmötesgåtts av oss.
- Svenska investerare och återförsäljare tyckte att likviditeten har varit bra på andrahandsmarknaden för nominella obligationer och för statsskuldväxlar. Internationella aktörer i nominella obligationer gav dock ett lägre betyg.
- Realobligationsmarknaden fick genomgående lägre betyg i likviditet och prisinformation. Därutöver uppfattades räntespreaden som stor. Enligt återförsäljarna har likviditeten försämrats det senaste året.

Resultatet överensstämmer väl med vårt intryck av hur marknaden fungerar och de åsikter som finns om vår verksamhet. Mot bakgrund av bland annat de svar vi fick i 2004 års undersökning, har vi under 2005 erbjudit fler diskussionstillfällen med investerare och återförsäljare om vår upplåning. Ett exempel är de informationsmöten som vi ordnar i samband med publikationen av Statsupplåningsrapporten. Vi har också haft fördjupade diskussioner med återförsäljare och investerare om funktionen i real- och statsskuldväxelmarknaderna. Det resulterade bland annat i att vi tog bort flexibla emissionsvolym vid auktionerna av realobligationer.

6. Måluppfyllelse & resultat

Måluppfyllelse

Riksgäldskontoret har under 2005:

- ▶ amorterat skulden i utländsk valuta med 20 miljarder kronor. Detta är inom det amorteringsintervall som anges i riktlinjerna.
- ▶ ökat andelen reallån från 15 till 16 procent av statsskulden.
- ▶ uppnått durationsriktvärdet för den samlade nominella kron- och valutaskulden
- ▶ genom marknadsvård bidragit till en väl fungerande marknad.

Vår bedömning är att vi har fattat väl avvägda strategiska beslut och att målet om kostnadsminimering med hänsyn till risk har uppnåtts. Valutaskulden amorterades med 20 miljarder och realupplåningen ökade. På grund av sjunkande räntor och att vi över-skattat vårt lånebehov har durationen under korta perioder legat för högt. Durationen i den nominella skulden uppgick vid slutet av 2005 till 2,5 år, vilket var i enlighet med regeringens riktlinjer.

Vi bedömer att även den operativa hanteringen har fungerat väl. Riksgäldskontoret har uppnått relativt goda villkor på realupplåningen och på lån i utländsk valuta. Den aktiva förvaltningen har gett ett underskott i år på 428 miljoner kronor. Över den senaste femårsperioden har kostnaderna reducerats för statsskuldsförvaltningen med drygt 1 miljard kronor. Sammanfattningsvis finns det grund för bedömningen att Riksgäldskontoret har uppfyllt målen i regleringsbrevet och regeringens riktlinjebeslut.

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