



Riksgäldens
Underlag till utvärdering av
statsskuldsförvaltningen
2006

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 Riktmarkesportföljens fördelning	3
	2.4 Realskuld	4
3.	Upplåning	5
	3.1 Nominell upplåning i kronor	5
	3.2 Realupplåningen	9
	3.3 Valutaupplåningen	10
4.	Aktiv förvaltning i utländsk valuta	13
	4.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2006	13
	4.2 Resultat och utvärdering 2002–2006	14
5.	Marknads- och skuldvard	15
	5.1 Vår strategi	15
	5.2 Marknadsvård	15
	5.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden	16
6.	Måluppfyllelse och resultat	18

1. Mål för statsskuldshöveln

Riksgälden ansvarar för att förvalta den befintliga statsskulden och att ta upp nya lån till staten. Upplåningen sker genom att Riksgälden ger ut statspapper. De köps i första hand av fonder, försäkringsbolag och andra finansiella institutioner. En mindre del av statsskulden finansieras genom sparprodukter som är riktade till privatpersoner och mindre placerare. Riksgälden agerar på den svenska såväl som på utländska räntemarknader. Utöver att finansiera statsskulden har Riksgälden i uppdrag att bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta.

Det övergripande målet för statsskuldshöveln är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. Därutöver ska höveln ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. Riksgälden ska även bidra till att förbättra statspappersmarknadens funktion. Ju bättre marknaden fungerar, desto mer är investerarna beredda att betala för de värdepapper vi säljer och desto lägre blir statens lånekostnader. Marknads- och skuldvard är därför en del i Riksgäldens uppdrag. Statsskuldshöveln sker i enlighet med de riktlinjer som regeringen årligen lägger fast efter förslag från Riksgälden. Riktlinjerna anger riktvärden för statsskuldens sammansättning och löptid.

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

Löptiden i statsskulden anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid. Riktvärdet för skuldens löptid fungerar som en restriktion i upplåningen. Eftersom avkastningskurvan i allmänhet har en positiv lutning är det dyrare att låna i långa löptider. Samtidigt är kort upplåning förenad med större risk, eftersom en stor del av skulden hela tiden måste lånas upp på nytt till på förhand okända villkor. Genom att ha en spridd löptidsstruktur minskar risken att räntekostnaden ökar snabbt till följd av stigande marknadsräntor. Det riktvärde som regeringen anger för genomsnittlig räntebindningstid baseras således på en avvägning mellan kostnader och risk.

I riktlinjerna för 2006 står att:

- skulden i utländsk valuta ska minska så att den på sikt utgör 15 procent av statsskulden. Amorteringarna ska vara 25 ± 15 miljarder kronor under 2006.
- andelen reallån ska på sikt öka till 20 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 vara 3,1 år.
- Riksgälden får ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.

1.1 Utvärdering av statsskuldshöveln

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgälden beslut om höveln och upplåning. På strategisk nivå fattas beslut om:

- räntepositioner i den nominella skulden.
- fördelning av räntebindningstid mellan den nominella kron- och valutaskulden.
- avvikelse från riktvärdet för 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 höveln redovisas i avsnitten 3–5. Där beskrivs upplåning, aktiv höveln 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

Regeringen beslutade att riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden i den sammanvägda nominella kron- och valutaskulden skulle vara 3,1 år. Därigenom ändrade regeringen sättet att mäta löptiden från duration till räntebindningstid. Syftet med bytet av löptidsmått var att underlätta styrningen. Den faktiska löptiden i skulden skulle vara densamma som under 2005.

Det är Riksgäldens styrelse som fattar beslut om hur löptidsriktvärdet ska uppnås. I likhet med tidigare år beslutade styrelsen att ha olika löptider i den nominella kronskulden och i valutaskulden. För 2006 fastslogs att målet för räntebindningstiden i den nominella kronskulden skulle vara 3,5 år. För valutaskulden sattes målet till 2,1 år. Genom att låta den nominella kronskulden ha en längre löptid än valutaskulden kan en likvid marknad för obligationer med lång löptid upprätthållas. God likviditet i alla löptider bidrar till att sänka kostnaderna för statsskulden samtidigt som marknadsvårdskravet uppfylls.

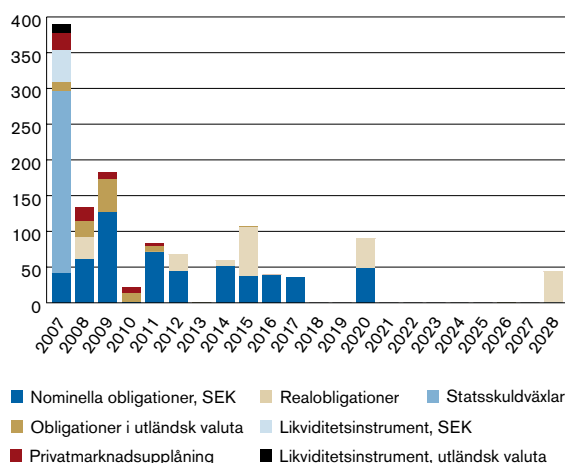
Baserat på historiska data har vi gjort stiliserade beräkningar som visar att en längre löptid i kronskulden än i valutaskulden under vissa perioder kan medföra ökade kostnader. Under andra perioder kan det däremot vara ett billigare alternativ. Sammantaget har kostnaderna övervägt något, men har storleksmässigt varit begränsade. Vi har därför dragit slutsatsen att fördelarna med en längre löptid i den nominella kronskulden överväger.

Riksgälden hade under 2006 rätt att ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration. Sådana positioner ska tas då vi anser att räntemarknaderna avviker från ett långsiktigt normalläge. På så sätt kan vi – om vår bedömning visar sig vara korrekt – minska kostnaderna för statsskulden. Riksgälden 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. Riksgäldens 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 2006 steg de svenska och internationella räntorna generellt jämfört med 2005. Ränteuppgången var påtaglig under första halvåret. Under sommaren och

hösten föll sedan långräntorna tillbaka vilket medförde att räntekurvorna i Sverige och omvärlden under året planade ut avsevärt. Vid slutet av 2006 uppvisade flera marknader – inklusive den svenska – inverterade räntekurvor i de längre löptidssegmenten. De flacka kurvorna till trots avstod vi från att via strategiska räntepositioner förlänga löptiden i skulden. Marknadspositioner kan inte motiveras med mindre än att vi har en stark tro på att dagens ränteläge avviker från ett långsiktigt normalläge och inom kort kommer att förändras markant. Flera faktorer, såsom väl förankrade inflationsförväntningar och förändrade demografiska sparandemönster, talar dock för att dagens situation – flacka avkastningskurvor på en relativt låg nivå – kan vara av en mer varaktig karaktär. Sammantaget har vår bedömning hittills varit att räntorna inte kommer att gå upp tillräckligt mycket eller tillräckligt snart för att motivera en strategisk ränteposition. I riktlinjerna för 2007 tog regeringen bort Riksgäldens möjligheter att ta positioner i kronskulden. Detta då sådana positioner, via vår dominerande ställning på marknaden, riskerar att påverka prisbildningen.

Diagram 2.1
Statsskuldens förfalloprofil den 31 december 2006
Miljarder kronor



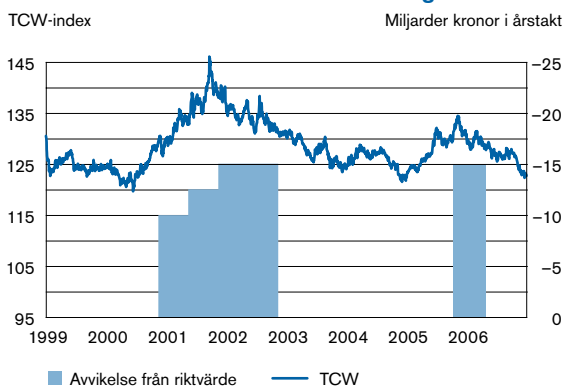
2.2 Valutaamortering

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2006 att valutaskulden skulle amorteras med 25 ± 15 miljarder kronor.

Under hösten 2005 försvagades kronan, särskilt mot slutet av hösten. Försvagningen hängde sannolikt samman med att Riksbanken höll reporäntan på historiskt

Diagram 2.2

Kronkurs och avvikelse från amorteringsriktvärdet



låga 1,5 procent samtidigt som ECB signalerade räntehöjningar.

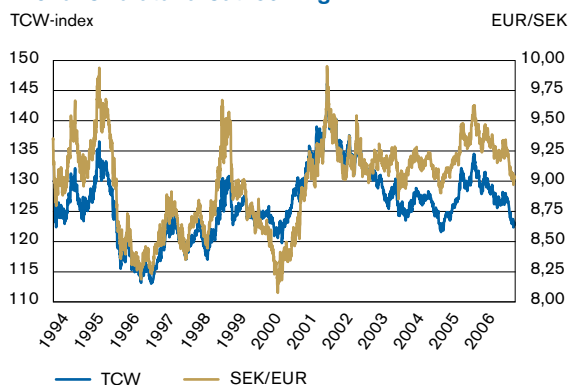
Mot bakgrund av den svaga kronkursen beslöt Riksgälden att utnyttja möjligheten att avvika från riktvärdet för amorteringstakten på 25 miljarder kronor. Under december 2005 minskade vi amorteringstakten med 5 miljarder kronor. För 2006 beslutade vi att avvika med 15 miljarder kronor i årstakt. Det innebar en avvikelse på 1,25 miljarder kronor per månad. För att åstadkomma den lägre amorteringstakten ökades den planerade valutaupplåningen för 2006 i motsvarande grad. I TCW-termer var kronan kring 134 och drygt 9,60 kronor per euro när den var som svagast.

Efter årsskiftet stärktes kronan successivt. Förväntningar om snabbare tillväxt och penningpolitiska åtstramningar underbyggde omsvängningen i kronutvecklingen.

I juni beslutade styrelsen att höja amorteringarna till 25 miljarder kronor i årstakt. Kronan var då tillbaka på mer normala nivåer. Under kalenderåret 2006 resulterade detta att vi amorterade 18 miljarder kronor på

Diagram 2.3

Kronans valutakursutveckling



valutaskulden. Avvikelsen totalt under våren blev därmed 7 miljarder kronor.

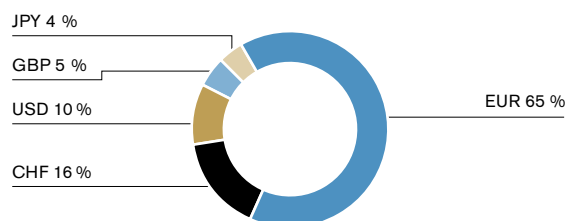
Kronan fortsatte att stärkas under hösten och i slutet av december låg TCW-indexet omkring 123 och därmed under genomsnittet för perioden 1994–2006, som är cirka 126. Så här långt framstår vår bedömning att kronan i slutet av 2005 var onormalt svag således som korrekt. Den minskade amorteringstakten bör därför ha lett till lägre kostnader.

2.3 Riktmärkesportföljens fördelning

Skulden i utländsk valuta är fördelad på flera valutor. Regeringen tar inte ställning till denna fördelning utan delegerar beslutet till Riksgälden. I samband med en återkommande översyn vart tredje år fastställer Riksgäldens styrelse ett riktmärke för valutfördelningen. Den senaste översynen gjordes under 2005 och avsåg valutariktmärket för perioden 2006–2008.

Diagram 2.4

Valutariktmärket 2006



Översynen syftade till att hitta en valutfördelning med önskvärda risk- och kostnadsegenskaper. Även om Riksgäldens 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 avsteg från den riskminimerande fördelningen¹ gjorts i syfte att reducera kostnaderna för valutaskulden.

Då riktmärkesportföljen väljs för en treårsperiod får en slutlig utvärdering av den valda riktmärkesportföljen vänta tills 2008 då ett nytt riktmärke ska väljas. Jämfört

¹ Riskminimerande fördelning med restriktionen att riktmärket endast kan bestå av de fyra mest likvida valutorna (USD, EUR, JPY och GBP) samt schweizerfranc och australiensiska dollar. I optimeringen begränsas dessutom andelen AUD till maximalt 6 procent.

med 2005 års riktmärke² bidrog dock de genomförda förändringarna till att kostnaden för valutaskulden minskat med cirka 400 miljoner kronor.

² 2005 års riktmärke bestod av 65 procent EUR, 14 procent USD, 9 procent CHF, 8 procent GBP och 4 procent JPY.

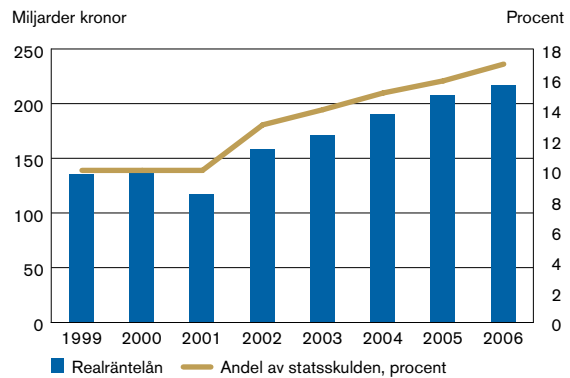
2.4 Realskuld

Andelen realskuld fortsatte att öka under året i enlighet med regeringens riktlinjer. Mätt som andel av total statsskuld ökade realskulden från 15,9 till 17,1 procent; se diagram 2.5. Vårt uppdrag var att på sikt öka andelen realskuld till 20 procent av den totala skulden. Detta skulle ske i en takt som var avpassad till efterfrågetillväxten och med beaktande av kostnaderna. Eftersom efterfrågan periodvis varit svag på realobligationsmarknaden fanns det ingen anledning att försöka åstadkomma en snabbare andelsökning.

Regeringen valde i riktlinjerna för 2007 att byta både sättet att mäta skuldandelarna och det långsiktiga målet för andelen realskuld. Mätt enligt det nya andelsmättet – som tillämpas från 2007 – var realskulden vid årsskiftet uppe på 23,4 procent av statsskulden. Vi är därmed nära det riktvärde på 25 procent som regeringen beslutat för 2007.

Diagram 2.5

Realobligationsstockens utveckling och andel av statsskulden



3. Upplåning

Statens upplåning sker till största del genom att Riksgälden emitterar statsobligationer och statsskuldväxlar. En del av upplåningen i statsobligationer täcks genom realobligationer, som ger investerarna ett inflations-skydd. Riksgälden lånar även i utländsk valuta.

3.1 Nominell upplåning i kronor

Nominella statsobligationer

Merparten av obligationsupplåningen utgjordes av emissioner av nominella statsobligationer. Totalt emitterades 64 miljarder kronor 2006 jämfört med 56 miljarder kronor 2005.

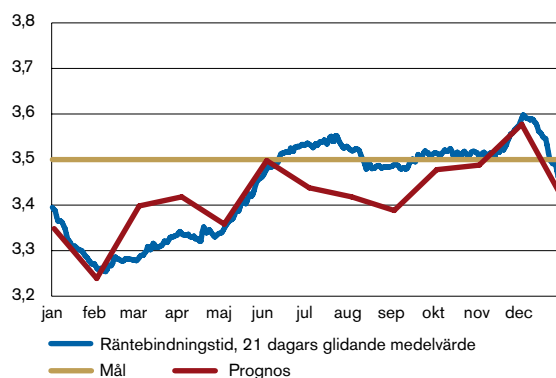
Nominella statsobligationer emitteras i auktioner som äger rum varannan vecka. I början av året emitterades 2 miljarder vid varje emissionstillfälle. I mars höjdes emissionsvolymen till 3 miljarder. Höjningen ägde rum efter att vi successivt under 2005 förkortat löptiden i den nominella kronskulden från 3,0 till 2,8 år mätt som duration. För att säkerställa denna förkortning var obligationsupplåningen mindre än vad som motsvarades av det medelsiktiga lånebehovet. När löptidsförkortningen var genomförd behövde emissionsvolymen höjas något. Höjningens storlek påverkades också av att löptiden, med det nya sättet att mäta den, var för kort i förhållande till målet.

Den 13 september introducerades en ny tioårig statsobligation, lån 1051, med förfall den 12 augusti 2017.

Diagram 3.1

Löptidsutvecklingen

Räntebindningstid, år



Under de fyra första bankdagarna efter auktionen fanns det möjlighet att byta in den gamla tioåringen 1050 (3,00 procent, juli 2016) och 1041 (6,75 procent, maj 2014). En av bytesauktionerna var inte fulltecknad samtidigt som volymen skars ned. De övriga bytena gick bra. Efter bytena uppgick den utestående volymen i den nya tioåringen till 23 miljarder kronor.

I övrigt gjordes obligationsupplåningen i två-, fem-, tio- och femtonårssegmentet. Lite mer än hälften av emissionerna gjordes i tioårssegmentet. Upplåningen koncentrerades till det nya lånet för att det skulle få tillräcklig likviditet. Knappt 20 procent fördelades vardera i fem- och femtonårsobligationen och de resterande emissionerna gjordes i tvåårsobligationen.

Tabell 3.1

Finansiering i statspapper

Miljarder kronor	2002	2003	2004	2005	2006
Nettolånebehov	-4	47	51	-14	-18
Förändring av kassabehållning och privatmarknad ¹	-13	15	-10	29	-35
Förfall, uppköp m.m.	55	43	43	56	70
Statsobligationer	17	12	21	16	36
Valutalån	38	31	22	40	34
Bruttolånebehov	38	102	84	66	17
Statsskuldväxelupplåning, netto²	-54	-31	-35	-27	-74
Obligationssupplåning, brutto	92	134	119	93	91
Obligationer i utländsk valuta	33	11	10	25	20
Realobligationer	9	18	18	12	7
Nominella statsobligationer	50	105	91	56	64
Finansiering	38	102	84	66	17

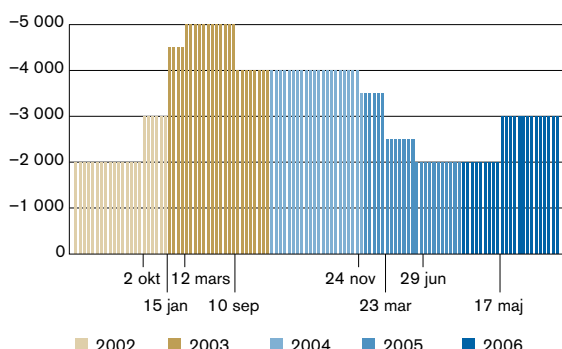
¹ Förändring av likviditetshanteringsinstrument och privatmarknadslån netto.

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

Diagram 3.2

Utbudna auktionsvolymen av nominella statsobligationer

Miljoner kronor



Under 2006 förföll statsobligationer för 36 miljarder kronor. Riksgälden erbjöd liksom tidigare år byten av statsobligationer med mindre än ett år till förfall. Under 2006 avsåg detta byte lån 1037 (8 procent, augusti 2007). Totalt byttes 41 miljarder kronor under 2006. Syftet med dessa byten är att erbjuda investerare möjlighet att byta till sig statsskuldväxlar med bättre likviditet.

Tabell 3.2

Medelvärde för teckningskvot och emissionsränta för nominella statsobligationer

Procent	2002	2003	2004	2005	2006
Teckningskvot ¹	2,92	3,16	3,17	3,69	3,87
Snittränta	4,94	4,25	4,10	3,04	3,60

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

Av tabell 3.3 framgår att den genomsnittliga emissionsräntan var 3,6 procent under 2006. Emissionsräntan var cirka 0,6 procentenheter högre än under 2005, vilket speglar att obligationsräntorna stigit det senaste året. Obligationsemissionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på 3,87 under 2006 vilket är högre än

Tabell 3.3

Emitterad volym i miljoner kronor och genomsnittlig emissionsränta per lån

Lån	Förfalldatum	Kupong, %	Löptid, år	Antal auktioner	Emitterad volym, mnkr	Genomsnittlig emissionsränta, %
1040	2008-05-05	6,50	2	2	3 000	2,88
1043	2009-01-28	5,00	2	2	3 000	3,42
1045	2011-03-15	5,25	5	5	12 999	3,42
1050	2016-07-12	3,00	10	8	20 994	3,75
1051	2017-08-12	3,75	10	5	14 992	3,70
1047	2020-12-01	5,00	14	5	8 998	3,64
Totalt				27	63 983	3,60

Vid fyra tillfällen emitterades två löptider samtidigt. Det totala antalet auktionstillfällen var således 23. Lån 1051 ersatte lån 1050 som tio-årigt referenslån vid auktionen den 13 september 2006. Emissionsvolym var 2 mdkr per auktionstillfälle fram till den 22 mars då volymen höjdes till 3 mdkr.

under 2005. Skillnaden mellan genomsnittsräntan och den högsta accepterade räntan vid emissionerna är en indikation på spridningen av antagna bud. Under året varierade den mellan 0 och 0,6 räntepunkter. Genomsnittet på 0,2 räntepunkter låg i linje med 2005 och visar att spridningen var mycket låg.

Färre investerare tog del i primärmaknaden jämfört med 2005 (se Prosperas undersökning, avsnitt 5.3). Med andra ord fann man till stor del andrahandsmarknaden tillräcklig för handel i statsobligationer.

Kort upplåning

Statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar minskade med 47 miljarder kronor jämfört med 2005. Minskningen berodde på den ökade obligationsupplåningen i kombination med ett mindre finansieringsbehov.

Tabell 3.4

Förändring av utestående statsskuldväxlar, netto inkl. swappar

Miljarder kronor	2002	2003	2004	2005	2006
Finansiering med statsskuldväxlar, netto ¹	-54	-31	-35	-27	-74
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	45	51	50	56	41
Förändring av statsskuldväxelstocken	-9	20	15	29	-34
Ränteswappar, netto	5	10	30	41	9
Statsskuldväxelstock inkl. swappar, netto	-4	30	45	70	-25

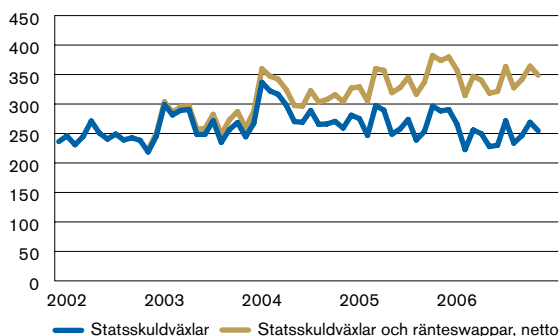
¹ Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 2,52 procent, vilket är betydligt högre än under 2005. Riksbanken höjde styrräntan i flera steg, vilket

Diagram 3.3

Utveckling av statsskuldväxlestocken

Miljarder kronor



direkt påverkar kostnaderna för växelupplåningen. Teckningskvoten var samtidigt lägre än under 2005. Under året gjorde vi 44 emissioner fördelat på 25 auktionstillfällen. Fem av de 44 emissionerna blev inte fullteknade och i fem skar vi ned volymen. Det gällde framför allt växlar med längre löptider. Sammantaget betydde det att 4 procent, eller 16 miljarder kronor, av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medför dock inget problem för finansieringen, eftersom växelupplåningen på kort sikt ersätts av upplåning inom likviditetsförvaltningen och sedan successivt med kompensande höjningar av växelupplåningen. Efterfrågan har varit starkast på de kortare löptiderna. På längre löptider har investerarna haft andra alternativ, exempelvis så kallade FRN-lån, vilket dämpat efterfrågan på växlar.

Tabell 3.5

Medelvärde för teckningskvot och emissionsränta för statsskuldväxlar

Procent	2002	2003	2004	2005	2006
Teckningskvot ¹	2,81	2,29	2,18	2,51	2,04
Snittränta, %	4,20	3,04	2,24	1,80	2,52

¹ Inkommen budvolym i förhållande till utbudna emissionsvolym.

Ränteswappar

Under 2006 har 11 miljarder kronor av obligationsupplåningen swappats till kort ränteeponering i kronor och 23 miljarder kronor till kort ränteeponering i utländsk valuta.

När vi lånar via swappmarknaden emitterar vi först en nominell statsobligation. I nästa steg byter vi den fasta obligationsräntan mot en rörlig bankränta (Stibor). Med denna teknik kan vi utnyttja Riksgäldens 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).

Ränteswappar är ett instrument som hjälper oss att uppnå vårt löptidsmål. Genom att omvandla lång upplåning till kort kan vi förkorta löptiden i den nominella kronskulden, samtidigt som god likviditet kan upprätthållas i långa obligationer.

Likviditeten i swappmarknaden var fortsatt god efter den förbättring som ägde rum under 2005. Fler marknadsaktörer och ökad efterfrågan på längre löptider medförde ökad handel i kronränteswappar. Det har också inneburit en större flexibilitet när det gäller att göra swappar i de löptider och de volymer vi har planerat. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen. Swapparna gjordes relativt jämnt fördelat över året. Swappspreadarna vidgades under hösten vilket innebar att kostnadsbesparingen av att använda swappar ökade; se diagram 3.4. Swappspreaden (den femåriga) var i genomsnitt 32 räntepunkter under året. Kostnadsbesparingen sedan 2003, då vi började använda ränteswappar i kronupplåningen, var fram till årsskiftet 7 räntepunkter, vilket motsvarar 118 miljoner kronor.

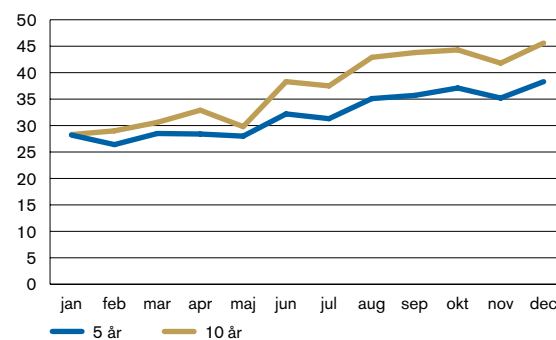
Resultat nominell upplåning

Riksgälden gör enbart en kvalitativ utvärdering av upplåningen i de nominella instrumenten. Vår bedömning är att auktionerna fungerade väl. Detta bekräftas av enkätundersökningar riktade till återförsäljare och investerare. Den ränta vi fått i auktionerna låg i huvudsak mellan de räntor som motsvarar marknadens köp- och säljränta. Vi höll under året den nominella kronskulden relativt nära löptidsmålet, väl inom gränserna för avvikelseintervallet.

Diagram 3.4

Skillnad mellan swappränta och obligationsränta (Swappspread) 2006

Baspunkter



Likviditetsförvaltning

Riksgälden hanterar statens kortsiktiga finansierings- och placeringsbehov. Likviditeten under en månad följer i regel ett mönster med överskottslikviditet några dagar i mitten av månaden i samband med skatteinbetalningar. (Se diagram 3.5; negativa tal innebär att staten har överskott i sina betalningar.)

Överskottet försvinner samma dag som likviditeten för den statsskuldväxel som förfaller under månaden betalas ut. Riksgälden har normalt ett finansieringsbehov under cirka 75 procent och placeringsbehov under cirka 25 procent av årets bankdagar.³

De instrument som används är banklån respektive tillgodohavande (deposits), repor, löpande försäljning av statsskuldväxlar och likviditetsväxlar (statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider). Vi gör transaktioner i både kronor och utländska valutor.

Likviditetsförvaltningen, inklusive marknadsvårdande repor, omfattade cirka 4 500 transaktioner under året och omsättningen var cirka 6 400 miljarder kronor.

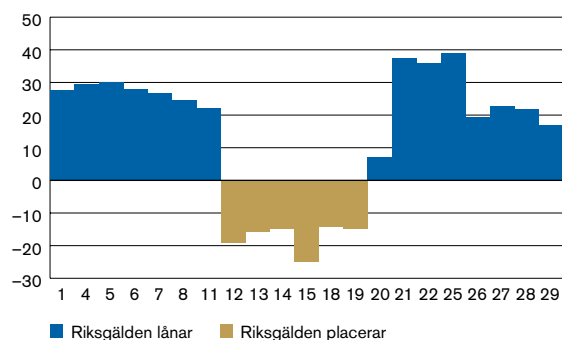
Saldot i likviditetsförvaltningen varierade under året från överskott på cirka 60 miljarder kronor till underskott på cirka 90 miljarder kronor. Dagar med underskott var finansieringen i genomsnitt 19,6 miljarder kronor. Underskotten finansieras i ett första steg med löpande försäljning av statsskuldväxlar (korta växlar som tidigare emitterats vid auktioner). Inom ramen för likviditetsförvaltningen har statsskuldväxlar sålts för 135 miljarder kronor, 54 procent i löpande statsskuldväxlar och resterande i likviditetsväxlar. Upplåningskostnaden för statsskuldväxlar och likviditetsväxlar blev 1,9 miljoner kronor högre än om motsvarande volym finansierats på dagslånemarknaden.

³ Vissa dagar kan vi få ett placeringsbehov trots att staten har underskott i sina betalningar. Detta händer de dagar då oväntat mycket pengar flyter in via marknadsvårdande repor.

Diagram 3.5

Likviditetsförvaltningen under en typmånad

Miljarder kronor



Tabell 3.6

Likviditetsförvaltning, omsättning

Miljarder kronor	Per dag	2006
Statsskuldväxlar, lån	0,3	71,3
Likviditetsväxlar, lån	0,3	63,9
Statsskuldväxlar	0,5	135,2
Uppköp av statsskuldväxlar, placering	0,3	73,2
Repor, lån	7,0	1 756,4
Omvända repor placering	2,1	527,3
Repor	9,1	2 283,7
Deposits, lån	3,9	990,5
Deposits, placering	6,8	1 704,6
Deposits	10,7	2 695,1
Summa	20,7	5 187,2
Marknadsvårdande repor	5,1	1 260,0
Totalt	25,8	6 447,2

Tabell 3.7

Likviditetsförvaltning, stockar i genomsnitt per dag under 2006

Finansiering	mdkr	Procent
Statsskuldväxlar	6,6	33,0
Likviditetsväxlar	2,1	10,8
Repor	7,2	36,4
Deposits	3,9	19,8
Summa finansiering	19,9	100,0
Placeringar		
Uppköp av statsskuldväxlar	-1,4	10,1
Repor	-2,9	20,0
Deposits	-10,0	69,9
Summa placeringar	-14,4	100,0
Marknadsvårdande repor	5,0	25,1

Underskotten finansierades i stort sett enligt samma fördelning som föregående år. Det genomsnittliga underskottet under dagar med underskott finansierades till 43 procent genom försäljning av statsskuldväxlar, till 36 procent genom repor och till 21 procent genom banklån (deposits). Marknadsvårdande repor, som inte är en del av vår reguljära finansiering utan ett åtagande gentemot våra återförsäljare men som likväl innebär att vi lånar pengar, uppgick till 5 miljarder kronor i genomsnitt per dag.

Dagar med överskott var de genomsnittliga placeringarna cirka 15 miljarder kronor. Detta placerades huvudsakligen i deposits (cirka 70 procent av placeringarna). Resterande del av överskotten användes för omvända repor (drygt 20 procent) och uppköp av räntebärande värdepapper (knappa 10 procent).

Jämfört med banklån minskade finansierande repor upplåningskostnaden med 8,7 miljoner kronor⁴. Samma siffra för marknadsvårdande repor var 10,6 miljoner

kronor. Dessa siffror kan jämföras med föregående års resultat för repor som uppgick till 6,2 miljarder kronor för finansierande repor respektive 6,3 miljarder kronor för marknadsvårdande. Det totala resultatet för likviditetshanteringen, inklusive marknadsvårdande repor, uppgår till 19,4 miljarder kronor. Resultatet är beräknat som den faktiska upplåningskostnaden jämfört med om allt lånats och placerats till Riksbankens reporänta. I resultatet ingår även deposits, reposwappar och omvända repor.

Flöden i utländsk valuta

Likviditetshanteringen sköts normalt i svenska kronor. Det innebär att kortfristig behållning i utländsk valuta växlas till svenska kronor för att sedan förvaltas på kronmarknaden. Vid betalningar i utländsk valuta lånar Riksgälden i kronor och växlar sedan till rätt betalningsvaluta. Under 2006 nettoväxlades valuta motsvarande 16,6 miljarder kronor. Med nettoväxling avses skillnaden mellan köp och försäljning av utländsk valuta.

För att uppfylla regeringens krav på en jämnt fördelad växlingstakt använder vi såväl avista- som terminsmarknaden. Vid stora förfall i utländsk valuta köper vi valuta på termin innan den slutgiltiga betalningen. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt över årets månader.⁵

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

Resultat för likviditetsförvaltningen

Resultatet för likviditetshanteringen uppgick till 19,4 miljarder kronor år 2006. Detta kan jämföras med 2005 års resultat på 16,8 miljarder kronor. Resultatförbättringen beror enbart på att repor använts i betydligt större utsträckning. Detta beror i sin tur på en ökad efterfrågan på repor från våra motparter.

Valutaväxlingarna gav inget resultat eftersom vi även under 2006 avstod från växlingspositioner.

⁴ I finansierande repor där vi emitterar statspapper och avtalar om att senare köpa tillbaka pappret ligger räntan minst 10 räntepunkter under Riksbankens reporänta. Räntan beror på hur stor efterfrågan är att repa ett specifikt papper och blir således lägre ju högre efterfrågan är.

⁵ För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna görs varje månad en beräkning av återstående nettoväxling under året. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader och utgör Riksgäldens riktvärde. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat om ±500 miljarder kronor. Riktmärket inklusive avvikelsemandatet definierar en så kallad kostnadsneutral bana för nettoväxlingarna. Transaktioner inom intervallet betraktas som resultatneutrala och innebär att Riksgälden inte tar några aktiva positioner i kronväxlingar.

3.2 Realupplåningen

Under året emitterade Riksgälden 6,7 miljarder kronor i realobligationer. Den totala utestående reala skulden ökade från 207,8 miljarder kronor till 217,3 miljarder kronor. Denna ökning av realskulden innebär att andelen av total statsskuld ökade från 15,9 procent till 17,1 procent.

Tabell 3.8

Förändring av realskulden under 2006

Miljarder kronor

Utestående realstock ¹ 2005-12-31	207,8
Auktioner	6,7
Byten	-2,9
Riksgäldsspar Real	-0,1
Löpande byten	3,2
Övertagna realobligationslån	0,0
Inflationsuppräknig	2,5
Utestående realstock¹ 2006-12-31	217,3

¹ Utelöpande nominellt belopp inklusive inflationsuppräknig

I början av året låg emissionsprognosen på 15 miljarder kronor, men i mars sänktes prognosen till 5–10 miljarder kronor i årstakt. Sänkningen var en anpassning till det minskade lånebehovet och en vikande efterfrågan på realobligationer.

Riksgälden fortsatte att byta in reallån 3101 under 2006. Detta lån har knappt två år kvar till förfall och räknas därför som ett lån under avveckling. Riksgälden erbjuder inbyte av lånet mot längre realobligationer fram till och med år 2007.

Vi emitterade realobligationer till en genomsnittlig ränta på 1,62 procent. Detta är ungefär samma historiskt låga nivå som under 2005, då genomsnittet var 1,61 procent.

Tabell 3.9

Auktioner av realobligationer

	2002	2003	2004	2005	2006
Emissionsvolym ¹	2,0	18,2	17,7	13,0	3,8
Såld volym ²	23,4	18,2	17,7	12,1	6,7
Teckningskvot ³	4,4	3,8	2,3	3,8	4,0
Snittränta ⁴	3,59	2,83	2,38	1,61	1,62
BEI ⁵	1,9	2,09	2,23	1,84	1,89

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.

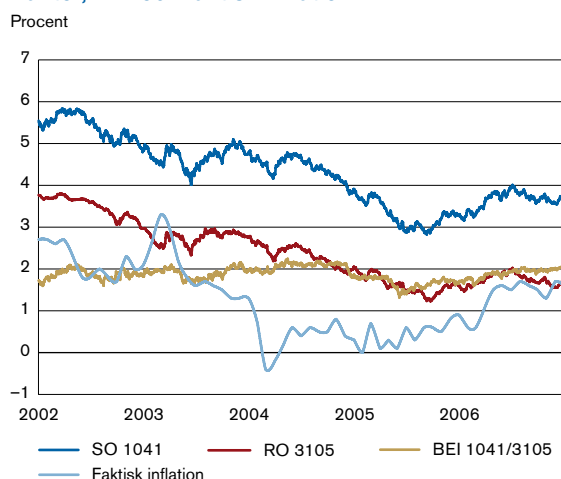
³ Inkommen budvolym i förhållande till utbudens emissionsvolym.

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

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

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

Diagram 3.6
Räntor, BEI och faktisk inflation



Diagrammet ovan visar utvecklingen av marknadsräntan för det nominella lånet 1041 (6,75 procent, maj 2014) och det reala lånet 3105 (3,5 procent, 1 dec 2015). Diagrammet visar också att break even-inflationen varierade mellan 1,6 och 2,1 procent med ett genomsnitt på 1,9 procent under 2006.

Under 2006 steg break even-inflationen gradvis. Riksgäldens emissioner i realobligationer resulterade i en genomsnittlig break even-inflation på 1,89 procent. Om årets realupplåning kommer att vara lyckad ur ett kostnadsperspektiv avgörs först när obligationerna förfaller och vi vet vad den realiserade inflationen blev.

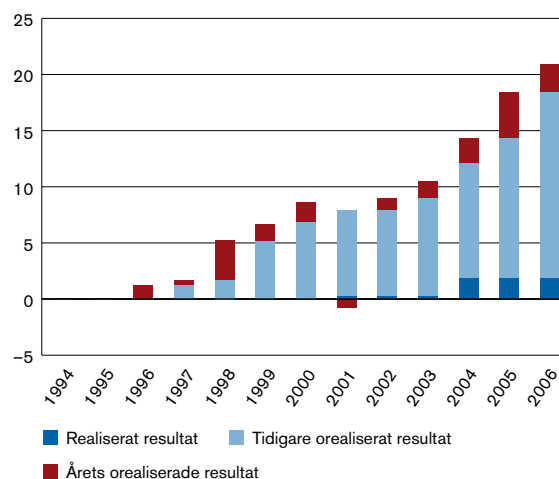
De två reallån som hittills har förfallit (2001 respektive 2004) har tillsammans genererat en kostnadsbesparing på cirka 1,8 miljarder kronor. Därtill kommer det kalkylmässiga orealiserade resultatet som realupplåningen har ackumulerat sedan starten 1994. Då inflationen var låg under 2006 steg detta från 16,6 miljarder kronor till 19,1 miljarder kronor.⁶ En stor del av det ackumulerade

⁶ Inflationutfallet blev i genomsnitt 1,2 procent för perioden oktober 2005 till och med september 2006. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

orealiserade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Den genomsnittliga inflationen har varit cirka 1,2 procent sedan starten 1994, vilket är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå vi har emitterat till.

Diagram 3.7
Kalkylmässigt resultat

Miljarder kronor



Resultat för realupplåningen

Årets kalkylmässiga resultat, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, var 2,5 miljarder kronor. Resultatet förklaras av att den faktiska inflationen under 2006 varit lägre än den genomsnittliga break even-nivå som realobligationerna emitterats till.

I Prosperas undersökning (se avsnitt 5.3) framgår att Riksgäldens agerande i realobligationsmarknaden har blivit viktigare jämfört med förra året. Samtidigt ansåg svenska investerare att försäljningsformen, informationen och vårt agerande under 2006 fungerade utmärkt. Omdömet är ett högre betyg jämfört med tidigare år. Vi har således blivit bättre på det som blivit viktigare för investerarna.

3.3 Valutaupplåningen

Under året förföll valutaskuld för motsvarande 62 miljarder kronor. För att uppnå den beslutade amorteringstakten (se avsnitt 2.2) på 18 miljarder kronor krävdes en valutaupplåning motsvarande 44 miljarder kronor; se tabell 3.10.

Upplåningen görs normalt genom att emittera obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på

kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning)⁷.

Tabell 3.10

Valutaupplåning

Miljarder kronor	2002	2003	2004	2005	2006
Obligationer i utländsk valuta	35,1	29,5	21,6	43,4	30,3
Valutaswappar Commercial Paper (CP)	18,2	11,2	10,9	18,3	21,5
Realiserade valutakursdifferenser	3,0	0,9	0,0	-3,9	3,9
Övrigt ¹	6,8	5,2	4,8	-8,0	-6,0
	-7,0	-0,2	0,8	0,3	0,6
Förfall och valutakursförluster	56,1	46,7	38,1	50,1	62,2
Obligationer i utländsk valuta	33,1	10,6	10,4	25,3	20,4
Valutaswappar	21,2	10,6	2,2	4,5	23,2
Valutaupplåning	54,3	21,3	12,5	29,9	43,7
Amortering på valutaskulden	1,8	25,4	25,5	20,3	18,5

¹ Posten avser till och med 2002 främst CSA-flöden. Från och med 2003 avser posten exponeringsförändringar från valutaväxlingar som inte fångas av de poster som redovisas i tabellen.

Under 2006 var lånevillkoren för upplåning på kapitalmarknaden något mindre gynnsamma än tidigare år. I genomsnitt kunde obligationer i utländsk valuta emitteras cirka 24 räntepunkter lägre än den standardiserade bankräntan för dollar (USD Libor). Efter provisioner motsvarar det 22 räntepunkter. Under 2005 kunde vi låna till motsvarande 28 räntepunkter under USD Libor; se tabell 3.11.

⁷ Valutaupplåning i form av kron/swappupplåning innebär att räntan på statsobligationer i kronor byts mot en kort ränteeponering i utländsk valuta och det lånade beloppet växlas till utländsk valuta. Efter obligationsupplåningen gör vi en swapp där vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan (exponeringen i den långa obligationsräntan eliminerar) och betalar en rörlig utländsk ränta. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar vi samtidigt kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med vår motpart. Slutresultatet blir att vi ger ut ett obligationslån i kronor, får beloppet växlat till utländsk valuta och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

I swappavtalet tar vi samtidigt på oss att vid swappförfallet växla tillbaka samma belopp i utländsk valuta till kronor till samma kurs som vid den ursprungliga växlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste vi först köpa den utländska valutan. Detta skapar en valutaexponering eftersom vi inte känner till den framtida växelkursen då vi gör swappen. Kron/swappupplåningen ger således samma valutaexponering som om vi emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

Den något högre lånekostnaden i år jämfört med förra året beror på att vi tagit en position på att kronan skulle komma att stärkas från en mycket svag valutakurs. Positionen togs i form av en neddragning av amorteringstakten på valutaskulden; se vidare avsnitt 2.2. En neddragning av amorteringstakten innebär att vi måste låna mer i utländsk valuta. En stor del av obligationsupplåningen i utländsk valuta skedde därför under våren. Vi räknade med att lånekostnaden inklusive valutakursvinster skulle bli mycket låg även vid de villkor som stod till buds under våren.

Under året emitterade vi två benchmarklån på eurodollarmarknaden på vardera 1 miljard dollar, ett femårigt och ett treårigt till 24 respektive 22 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. Lånevillkoren var inte lika fördelaktiga som föregående år. Emellertid gällde detta hela eurodollarmarknaden för statspapper och, liksom tidigare, var våra lånevillkor förmånliga jämfört med andra skuldkontor. Den högre upplåningskostnaden kan till stor del förklaras av att den globala upplåningen i dollar ökade under året. Ett större utbud av värdepapper gav investerarna fler substitut med lägre priser som följde. Till viss del påverkades också prissättningen av statspapper i dollar negativt i samband med krympande amerikanska swappspreadar.

De övriga lånen var utökningar av tidigare emitterade dollarlån. Vi gav även ut ett nytt lån i australiendollar riktat till mindre placerare. Totalt har 19 av 20 miljarder kronor lånats i USD. Lånevillkoren för de mindre lånen var mycket goda eftersom vi utnyttjade tillfällen då efterfrågan var stor samtidigt som utbudet på statspapper var mycket begränsat.

De största köparna av våra obligationer i utländsk valuta har varit centralbanker i Asien. Under året såg vi ett ökat intresse från nordiska investerare.

När vi tar upp ett kron/swapplån måste vi ta hänsyn till att vi då minskar utrymmet för att använda swappar i stället för statsskuldväxlar i kronupplåningen. Det uppstår med andra ord en alternativkostnad när vi använder swappar i valutaupplåningen i och med att vi går miste om en lönsam form av kronupplåning. Upplåningskostnaderna för obligationsupplåning och kron/swappupplåning i tabell 3.11 är därför inte direkt jämförbara. Även om kapitalmarknadsupplåningen inte varit lika billig som tidigare år räknar vi med att det var kostnadseffektivt att använda swapparna i kronupplåningen i stället för i

valutaupplåningen. Sammantaget bör således kapitalmarknadsupplåningen ha bidragit till lägre kostnader för statsskulden.

Tabell 3.11

Upplåningskostnader för olika upplåningsformer

Räntepunkter under USD Libor

	2002	2003	2004	2005	2006
Obligationsupplåning	-19,8	-26,9	-29,6	-27,9	-22,2
Kron- /valutaswappar	-26,6	-28,2	-18,0	-21,0	-32,6
Genomsnittlig upplåningskostnad	-22,5	-27,5	-27,6	-26,8	-27,8

Under 2006 lånade Riksgälden i utländsk valuta till rörlig kostnad motsvarande 27,8 räntepunkter under den standardiserade bankräntan för dollar (USD Libor). 47 procent lånades genom att emittera obligationer i utländsk valuta till en kostnad motsvarande 22,2 räntepunkter under USD Libor. 53 procent lånades i kronor, som sedan swappades till utländsk valuta, motsvarande en kostnad på 32,6 räntepunkter under USD Libor.

Mot bakgrund av de villkor vi kunde uppnå i kapitalmarknadsupplåningen under hösten valde vi att ta upp större delen av valutaupplåningen med kron/swappupplåning. Kron/swappupplåningen motsvarade under hela året 23,5 miljarder kronor eller 53 procent av den totala valutaupplåningen. Av totalt drygt 34 miljarder kronor genomförda ränteswappar gjorde vi drygt två tredjedelar som en del av valutaupplåningen.

Kron/swappupplåningen kostade i genomsnitt 33 räntepunkter under USD Libor; se tabell 3.11. Hänsyn har då inte tagits till alternativkostnaden i form av att detta tagit utrymme från ränteswappar i kronupplåningen. Kron/swappupplåningen var relativt jämnt fördelad över året även om tyngdpunkten var förlagd till hösten samtidigt som kapitalmarknadsupplåning hade sin tyngpunkt under våren av de skäl som redovisats ovan.

Resultat för valutaupplåningen

Riksgälden utnyttjade svenska statens goda kreditvärdighet och begränsade upplåningsbehov för att låna till goda lånevillkor på kapitalmarknaden. För att sänka lånekostnaderna lånade vi i huvudsak på den billiga eurodollarmarknaden där våra obligationer efterfrågas. Vi utnyttjade också marknader med litet utbud av statspapper. Jämfört med andra skuldkontor uppnådde vi mycket låga lånekostnader. Våra emissioner var lyckade i och med att de var lätta att teckna, billiga för vår del samtidigt som handeln på andrahandsmarknaden varit god ur investerarnas synvinkel. Det senare är viktigt för att emissionerna i framtiden ska uppfattas som attraktiva.

4. Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Utöver uppdraget att finansiera statsskulden har Riksgälden möjlighet att med ett begränsat risktagande bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta. För att diversifiera förvaltningen samt för att få en uppfattning om hur effektiv den egna förvaltningen är anlitar Riksgälden ett antal externa förvaltare. Dessa förvaltar med samma mandat som Riksgälden men baserat på mindre belopp.

4.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2006

Riksgäldens aktiva förvaltning uppvisade ett positivt resultat på 339 miljoner kronor. Detta motsvarar cirka 0,2 procent av det aktivt förvaltade beloppet. Resultatet fördelade sig på 348 miljoner kronor för den egna förvaltningen och -9 miljoner kronor för den externa förvaltningen.

För att styra och mäta marknadsriskerna i den aktiva förvaltningen använder vi Value at Risk, VaR. VaR-värdet får vara högst 220 miljoner kronor på daglig basis. Det genomsnittliga VaR-värdet var under året 33,1 miljoner kronor, vilket innebar att risknivån minskade jämfört med 2005 då den låg på 43,3 miljoner kronor.

Räntepositioner

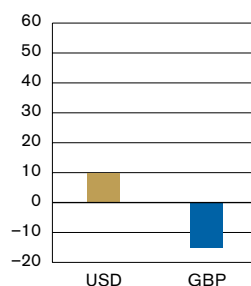
Positionerna på räntemarknaderna stod för hela det positiva resultatet under 2006. De flesta långräntor runt om i världen slutade året på något högre nivåer än de som rådde i början av året. Under året var trenden starkt uppåtriktad för de långa räntorna fram till sommaren och därefter svagt ner.

Riksgälden var framför allt positionerad för en generell ränteuppgång i USA under våren, för högre europeiska räntor under hösten och för något stigande långa räntor i Japan under större delen av året. Andra positioner på räntesidan (se diagram 4.1) var för flackare räntekurvor i USA och Europa. Vi hade också mindre positioner i de korta räntorna i USA och Storbritannien för att kapitalisera på marknadsförväntningar om ändringar i styrräntan från Federal Reserve och Bank of England.

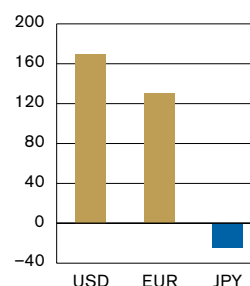
Diagram 4.1

Resultat av räntepositioner i miljoner kronor

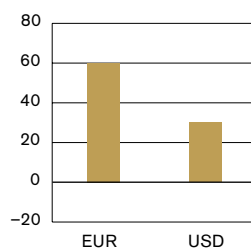
Korta räntor



Långa räntor



Flackare yieldkurvor



Valutapositioner

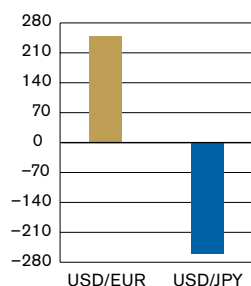
Valutasidan gav ett nollresultat, totalt sett, i den aktiva förvaltningen under det gångna året. 2006 var ett år präglad av en svagare dollar och yen. En annan trend under året var ett fortsatt stort intresse för att tjäna in ränteskillnaden i de korta räntorna genom att sälja schweizerfranc och yen mot till exempel australiska och kanadensiska dollar samt pund.

Riksgäldens största valutapositioner under året var köp av euro och yen mot dollar i ungefär lika stora delar.

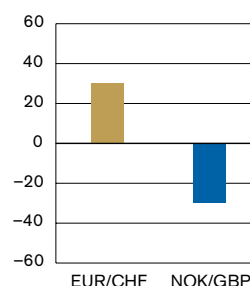
Diagram 4.2

Resultat av valutapositioner i miljoner kronor

Dollarpositioner



Europeiska positioner



Positionen baserades bland annat på avmattningen i den amerikanska ekonomin och det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Övriga positioner var främst köp av norska kronor mot pund och euro mot schweizerfranc. Köp av euro mot dollar var den mest framgångsrika positionen och köp av yen mot dollar var den mest negativa positionen (se diagram 4.2).

Resultat för externa förvaltare

För att bedöma Riksgäldens egen aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar Riksgälden sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under året använde vi oss av sex externa förvaltare: ABN AMRO, BlackRock, Bridgewater, Goldman Sachs (till och med 30/9 2006), IPM/First Quadrant (från och med 1/10 2006) och PIMCO.

Förvaltarnas riskmandat beräknas på nominella referensportföljer som totalt motsvarar 6 miljarder kronor per förvaltare (ABN AMRO 8 miljarder kronor). Det genomsnittliga resultatet för de externa förvaltarna hamnade nära noll under det gångna året. Spridningen mellan förvaltarna var ganska stor med 0,45 procent och -0,7 procent som bästa respektive sämsta resultat. ABN AMRO var den förvaltare som, andra året i rad, lyckades bäst och den ende som nådde upp till kontorets avkastningsmål för vinstdelning som ligger på 0,25 procent.

Riskjusterat resultat

Den så kallade informationskvoten⁸ är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. Informationskvoten visar förhållandet mellan resultatet i förvaltningen och den risk, mätt som variationen i resultatet under året, man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde

innebär att förvaltaren tagit relativt lite risk i relation till det resultat som presterats.

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

Som framgår av diagrammet har ABN AMRO det bästa riskjusterade resultatet följt av Riksgälden. Sett över en tioårsperiod från 1996 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse⁹, genomgående lägre för Riksgäldens aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna.

⁸ Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

⁹ Beräknat på månadsdata.

4.2 Resultat och utvärdering 2002–2006

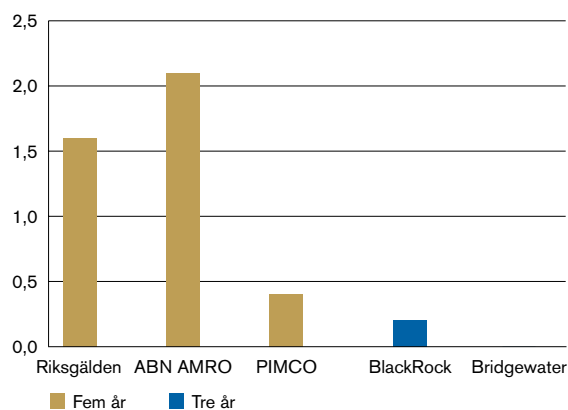
Den senaste femårsperioden gav ett positivt förvaltningsresultat på 1,5 miljarder kronor. Som framgår av tabell 4.1 svarar räntepositioner och valutapositioner för en ungefär lika stor del av det totala femårsresultatet. Riksgäldens aktiva förvaltning har i genomsnitt gett ett bättre resultat än det som de externa förvaltarna presterat.

Sedan Riksgälden började bedriva aktiv förvaltning 1992 har vi uppnått en kostnadsbesparing på cirka 12 miljarder kronor. Det är framför allt åren 1992–1998 samt 2002–2004 och 2006 som det positiva resultatet kan hänföras till och det är främst räntepositioner som gett resultatet, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för hela perioden.

Diagram 4.3

Riskjusterat resultat för den aktiva förvaltningen i valuta

Informationskvoter



Tabell 4.1

Resultat av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta

	2002	2003	2004	2005	2006	Hela perioden
<i>Resultat i miljoner kronor</i>						
Total förvaltning	434	937	195	-430	339	1 475
Riksgälden	392	880	164	-426	348	1 358
<i>Varav:</i>						
Räntepositioner	-78	224	-18	187	367	682
Valutapositioner	470	656	182	-613	-19	676
Externa förvaltare	42	57	31	-4	-9	117
<i>Resultat i procent av förvaltat belopp</i>						
Riksgälden	0,11	0,52	0,11	-0,25	0,21	-
Externa förvaltare	0,14	0,14	0,09	-0,01	-0,03	-
<i>Infokvot¹</i>						
Riksgälden	2,3	2,1	0,7	neg	1,0	-
Externa förvaltare ²	1,4	0,7	0,3	neg	0,2	-

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

² Genomsnittlig informationskvot.

5. Marknads- och skuldvard

5.1 Vår strategi

Riksgälden 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 marknadsvard främst om att sätta upp principer för den operativa verksamheten. Dessa principer finns närmare beskrivna i vår finans- och riskpolicy. Principerna avser bland annat Riksgäldens upplåningsstrategi: koncentration av skulden till ett begränsat antal löptider och effektiva försäljningskanaler.

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 vi redovisar 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 ge mer fullständig information.

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. Riksgälden 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 genomfördes under året.

5.2 Marknadsvård

På operativ nivå finns ett marknadsvårdande åtagande gentemot återförsäljarna.

Riksgälden erbjuder marknadsstödjande repor i samtliga statspapper till återförsäljarna och byten i realobli-

gationer oavsett kassabehov. Åtagandena syftar till att minska risken för att bristsituationer på marknaderna för statspapper ska uppstå. Reporna erbjuds mot en fastställd premie i förhållande till Riksbankens reporänta. Repor används även i Riksgäldens likviditetsförvaltning där de används för att finansiera underskott eller för att, vid behov, placera överskott (se avsnitt 3.1). I Prosperas undersökning (se avsnitt 5.3) framgår att återförsäljarna ännu mer än tidigare värdesätter de marknadsvårdande repor vi erbjuder.

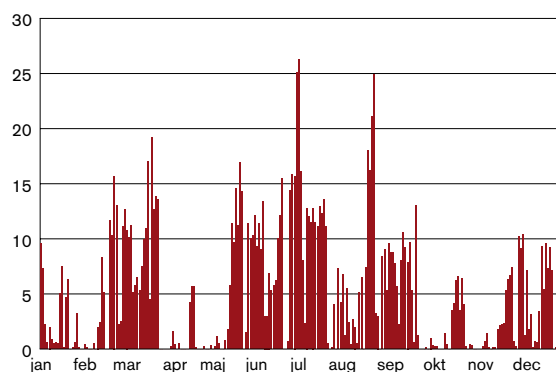
De viktigaste åtagandena är:

- Marknadsvårdande repor i alla nominella benchmarkobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar.
- Likviditetsneutrala reposwappar i samtliga statspapper.
- Byten mellan realobligationer.
- För nyintroducerade nominella statsobligationer och statsskuldväxlar erbjuds särskilda villkor för att främja likviditeten till dess att den utestående volymen är tillräckligt stor.

Marknadsvårdande repor innebär att återförsäljarna kortfristigt får låna statspapper. Detta minskar osäkerheten för återförsäljarna och begränsar risken för ökade transaktionskostnader. Återförsäljarna vet de att det alltid finns möjligheter att kortfristigt låna statspapper hos oss.

Under 2006 gjorde vi marknadsvårdande repor för motsvarande 5 miljarder kronor per bankdag i genomsnitt, vilket kan jämföras med 2,8 miljarder under 2005. Efterfrågan på marknadsvårdande repor ökade egentligen hösten 2005 och har legat på ungefär samma nivå sedan dess.

Diagram 5.1
Marknadsvårdande repor under 2006
Miljarder kronor



Under året ingicks reposwappar motsvarande 27 miljarder kronor vilket är en markant ökning mot 2005 då reposwappar för 10 miljarder ingicks.

Realobligationsbyten motsvarande 5 miljarder kronor genomfördes under 2006. Detta är marginellt under volymerna som gjordes 2004 och 2005. Största volymen i bytena var där återförsäljarna köper realobligationer med förhållandevis kort tid till förfall och säljer realobligationer med längre tid till förfall i vad som brukar kallas förkortningsbyten.

5.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden

På Riksgäldens uppdrag genomförde Prospera för tredje året i rad en utvärdering av Riksgäldens upplåning. I slutet av 2006 intervjuades 49 svenska och utländska investerare, 7 återförsäljare samt 6 andra prisställare av svenska statsobligationer. Det positiva intrycket av Riksgälden har successivt stärkts sedan 2004 då den första undersökningen gjordes. För första gången gav alla tillfrågade kategorier omdömet utmärkt i helhetsvärdering. Riksgälden fick högre betyg inom i

stort sett alla områden. Förbättringen är särskilt tydlig när det gäller realobligationer. Svagheterna består i investerarkontakterna och lyhörtheten för marknadens önskemål även om betygen har höjts betydligt. Kunskapen om oss har ökat och den allmänna uppfattningen är mer positiv. Resultaten pekar också på att vi blivit bättre på de områden som investerarna anser ökat mest i vikt sedan 2005.

- Riksgäldens information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor anses överlag vara utmärkt och ger god förutsägbarhet. Riksgälden värderas generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer, och fick ett ännu högre betyg 2006 än föregående år.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl. Under 2006 skedde en tydlig omvärdering av svenska investerares syn på Riksgäldens agerande på realobligationsmarknaden. Försäljningsformer och information får betyget utmärkt. En orsak kan vara att vi diskuterat planerna för realobligationsmarknaden på en mer detaljerad nivå i Statsupplåningsrapporten samt att vi mer noggrant följde våra emissionsplaner vad gäller de löptider som vi emitterar i våra auktioner.
- Återförsäljarna värdesätter i ännu högre grad än tidigare våra marknadsvårdande repor.
- Fortfarande är betyget lågt för Riksgäldens lyhörthet för marknadens önskemål. En tänkbar förklaring kan till exempel vara att investerarnas krav på långa statsobligationer inte har tillmötesgått av oss.
- Av svaren att döma träffar vi fortfarande inte investerare tillräckligt ofta. Det tycks dock som om kontakterna har förbättrats väsentligt. En av anledningarna kan vara att vi under 2006 haft flera välbesökta informations- och diskussionsträffar med investerare och återförsäljare.

Områden som täcks av undersökningen

Kommunikation och information

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

Upplåning

Bra försäljningsformer för:

- c1 nominella obligationer
- c2 realobligationer
- c3 statsskuldväxlar

Lämpliga tidpunkter/tidsintervaller vid auktioner

- d1 nominella obligationer
- d2 realobligationer
- d3 statsskuldväxlar

Bra information om volymer och andra villkor

- e1 nominella obligationer
- e2 realobligationer
- e3 statsskuldväxlar

Tydligt/konsekvent agerande vid neddragning av auktionsvolymer

- f1 nominella obligationer
- f2 realobligationer
- f3 statsskuldväxlar

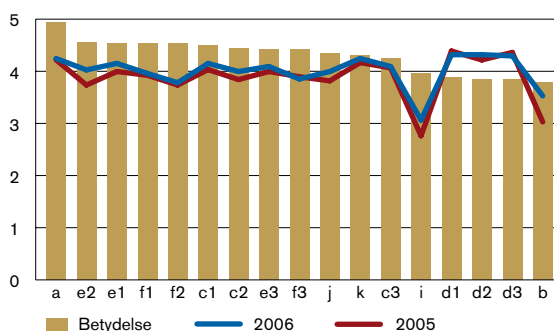
Generellt

- i Lyhörthet för marknadens önskemål

Professionellt agerande

- j Internationell jämförelse
- k Jämförelse med svenska bostadsinstitut

Diagram 5.2
Värdering av Riksgälden, svenska investerare



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

- Det är färre investerare som tar del i primärmarknaden jämfört med tidigare år. Denna tendens fanns även i förra årets undersökning. Med andra ord har man till stor del funnit andrahandsmarknaden tillräcklig för handeln i statsobligationer.
- Investerare och återförsäljare tyckte att likviditeten var bra på andrahandsmarknaden för nominella obligationer och för statsskuldväxlar.
- Samtliga tillfrågade gav likviditet och prisinformation i realobligationsmarknaden underkänt. Både svenska investerare och återförsäljare tycker att pristransparensen har försämrats det senaste året.

Resultatet överensstämmer väl överens med vårt intryck av hur marknaden fungerar och de åsikter som finns om vår verksamhet. Mot bakgrund av bland annat de svar vi fått i tidigare undersökningar, erbjöd vi under 2006 fler diskussionstillfällen med investerare och återförsäljare om vår upplåning. Ett exempel är de informationsmöten som vi ordnar i samband med publikationen av Statsupplåningsrapporten. Vi hade också fördjupade diskussioner med återförsäljare och investerare om funktionen i realmarknaden. Efterfrågan på statspapper i repomarknaden ökade under 2006 (se avsnitt 5.2). Därför är det särskilt tillfredsställande att konstatera att våra marknadsvårdande repor uppskattats mycket.

6. Måluppfyllelse och resultat

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

Riksgäldens förslag till riktlinjer utgår från vår bedömning av hur skulden bör hanteras för att nå målet. Sedan systemet med årliga riktlinjer infördes 1998 har regeringen i allt väsentligt följt våra förslag. Riksdagen har hittills funnit att regeringens riktlinjer varit förenliga med målet. Eftersom det är riksdagen som satt upp och tolkar målet, talar detta för att Riksgäldens arbete med riktlinjeförslagen gett ett viktigt bidrag till att uppnå det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen. Målet för statsskuldsförvaltningen är långsiktigt och inget som inträffat under 2006 ger oss anledning att ändra den bedömningen.

Riksgälden bedömer att vi även uppnådde de övriga målen för statsskuldsförvaltningen i regleringsbrev och riktlinjebeslut. Vi vill särskilt peka på följande:

- Vi amorterade skulden i utländsk valuta med 18 miljarder kronor. Minskningen jämfört med riktvärdet 25 miljarder kronor grundades på att vi bedömde att kronan under första halvåret var undervärderad. Så här långt framstår den bedömningen som riktig och statens kostnader bör därför bli lägre. Valutaandelen i statsskulden minskade med 2 procentenheter, men är alltså högre än det långsiktiga riktvärdet i regeringens riktlinjer.
- Andelen real skuld ökade från 16 till 17 procent av statsskulden och tog därmed ett ytterligare steg mot riktvärdet i regeringens riktlinjer.
- Vi uppfyllde målet för den samlade nominella kron- och valutaskuldens löptid.
- Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta gav en överskott på 339 miljoner kronor under 2006. För perioden 2002–2006 var vinsten 1 475 miljoner kronor.

Till dessa mätbara resultat ska läggas att vi genom en genomtänkt skuld- och marknadsvård bidragit till att den svenska statspappersmarknaden fungerar väl. Den bedömningen stöds av att resultatet i årets enkätundersökning bland investerare och återförsäljare är ännu bättre än tidigare år. En bra statspappersmarknad ger staten lägre lånekostnader. Det bidrar i sig också till att minska riskerna genom att väl fungerande marknader finns att tillgå om statens behov av att låna oväntat skulle öka.

riksgalden.se



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