



Riksgäldens  
Underlag till  
utvärdering  
av statsskuld-  
förvaltningen  
2007



## Innehåll

1.	Mål för statsskuldsförvaltningen	1
2.	Statsskuldens kostnader	2
	Genomsnittliga emissionsräntor för våra viktigaste låneinstrument	2
3.	Strategiska beslut	4
	3.1 Löptiden i de enskilda skuldslagen	4
	3.2 Valutaamortering	4
	3.3 Valutaskuldens fördelning	5
	3.4 Avvikelser från andelsriktvärdena	5
	3.5 Aktiv förvaltning	6
4.	Upplåning	8
	4.1 Nominell upplåning i kronor	8
	4.2 Realupplåning	14
	4.3 Valutaupplåning	15
5.	Aktiv förvaltning i utländsk valuta	17
	5.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2007	17
	5.2 Resultat och utvärdering 2003–2007	19
6.	Privatmarknadsupplåning	20
7.	Marknads- och skuldvard	22
	7.1 Vår strategi	22
	7.2 Marknadsåtagande	22
	7.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden	24
8.	Måluppfyllelse & resultat	26

# 1. Mål för statskuldsförvaltningen

Riksgälden ansvarar för att förvalta den befintliga statskulden 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 finansiella institutioner. En mindre del av statskulden finansieras genom sparprodukter som är riktade till privatpersoner och andra mindre placerare. Riksgälden deltar både på den svenska och utländska räntemarknaden. Utöver att finansiera statskulden, har Riksgälden i uppdrag att bedriva aktiv förvaltning i utländsk valuta.

Det övergripande målet för statskuldsförvaltningen är att långsiktigt minimera kostnaden för statskulden utan att ta för stora risker. Därutöver ska förvaltningen 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.

Statskuldsförvaltningen sker i enlighet med de riktlinjer som regeringen årligen lägger fast efter förslag från Riksgälden. Riktlinjerna anger riktvärden för statskuldens sammansättning och löptid.

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

Löptiden i statskulden 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 måste lånas upp på nytt och 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 den genomsnittliga räntebindningstiden baseras därför på en avvägning mellan kostnader och risk.

I riktlinjerna för 2007 står att:

- Riktvärdet för den samlade löptiden i statskulden ska vara 4,7 år vid slutet av 2007.
- Skulden i utländsk valuta ska minska så att den på sikt utgör 15 procent av statskulden. Amorteringarna på valutaskulden ska ske med  $40 \pm 15$  miljarder kronor under året.
- Andelen real kronskuld ska vara 25 procent av statskulden. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelseintervall kring andelen för realskulden.
- Utöver real kronupplåning och upplåning i utländsk valuta ska statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor.
- Riksgälden får ta aktiva positioner med derivatinstrument. Gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs mot andra valutor. Riskmandatet omfattar såväl strategisk som operativ nivå.

I riktlinjerna står också att vi ska låna direkt från privatpersoner och andra mindre placerare, till exempel genom premieobligationer. Målet är att nå största möjliga besparing jämfört med lån via vanliga statspapper för att ytterligare sänka kostnaden för statskulden.

Inom ramen för regeringens riktlinjer fattar Riksgälden olika strategiska beslut rörande förvaltning och upplåning. Det gäller till exempel hur skuldens sammantvågda räntebindningstid ska uppnås, hur stora intervall som bör finnas kring de uppsatta riktmärkena samt vilka valutor som ska ingå i valutaskulden och deras inbördes fördelning. Riksgäldens styrelse har även möjlighet att fatta beslut om ränte- och valutapositioner i utländsk valuta. Det senare tillhör dock ovanligheterna.

I kapitel 2 redogör vi för de kostnader som statskulden gav upphov till 2007. I kapitel 3 sammanfattas de strategiska beslut vi har tagit under 2007. Därefter följer en genomgång av den operativa förvaltningen, se kapitel 4–6. Här beskrivs vår upplåningsverksamhet, den aktiva förvaltningen i utländsk valuta samt privatmarknadsupplåningen 2007. I kapitel 7 följer en genomgång av den marknadsvard som bedrivs för att förbättra statspappersmarknadens funktionssätt. Avslutningsvis redovisas en sammantagen bedömning av resultat och måluppfyllelse.

## 2. Statsskuldens kostnader

Räntebetalningarna på statsskulden minskade till 47,1 miljarder kronor under 2007. Det är 2 miljarder lägre jämfört med föregående år och beror framförallt på att valutaförlusterna sjönk från 6 till 2 miljarder.

Samtidigt var det en mindre förändring än vad vi hade trott, vi räknade med att förlusten skulle sjunka från 6 till 0 miljarder, och därför blev ränteutgifterna högre än det ursprungliga anslaget (43,0 miljarder kronor).

Hur stora valutavinsterna/-förlusterna blir beror på när lånen förfaller och hur växelkurserna har rört sig sedan lånen togs upp. Vinsterna och förlusterna påverkas också av valutaterminskontrakten, som vi använder för att uppnå den valutaexponering vi bestämt för varje valuta.

De långa räntorna låg kvar på ungefär samma nivå som föregående år. Att de löpande räntebetalningarna inte minskade i samma takt som statsskulden beror på att de korta marknadsräntorna steg under 2007. Det var en följd av att Riksbanken och ECB höjde sina styrrentor. Dessutom höjdes bankräntorna under höstens kreditbulens vilket påverkade oss via högre rörliga räntor i exempelvis våra swappar.

Genomslaget på räntebetalningarna från korta räntor är snabbare än från långa räntor. Det beror på att vi har många instrument med kort räntebindningstid. I skulden i svenska kronor har vi mycket statsskuldväxlar och rörliga räntebetalningar genom ränteswappar. I skulden i utländsk valuta har vi en total räntebindningstid på under 2 månader.

### Genomsnittliga emissionsräntor för våra viktigaste låneinstrument

Genomsnittliga emissionsräntor för våra största låneinstrument i svenska kronor redovisas i tabell 2.1. Tillsammans var den utestående volymen i dessa instrument 907 miljarder kronor. Den totala statsskulden var 1 168 miljarder kronor.

#### Nominella obligationer

Den genomsnittliga emissionsräntan för den totala stocken av nominella obligationer var 4,48 procent vid utgången av 2007. Det är en minskning med 0,14 procentenheter jämfört med 2006 och beror på att det förföll obligationer som hade räntor en bra bit över genomsnittet för den totala stocken.

Den genomsnittliga emissionsräntan för obligationer som såldes under året var 4,13 procent, vilket är 0,50 procentenheter högre än föregående år.

#### Statsskuldväxlar

Den genomsnittliga emissionsräntan för statsskuldväxlar fortsatte att öka under 2007. Uppgången för stocken var 0,96 procentenheter och för sålda statsskuldväxlar under året 1,07 procentenheter. Statsskuldväxlar har kort löptid och förändringar i marknadsräntor får därför snabbt genomslag på den utestående stocken.

Tabell 2.1 GENOMSNITTLIGA EMISSIONSRÄNTOR (GER)<sup>1</sup>

	Nominella obligationer		Statsskuldväxlar <sup>4</sup>		Realobligationer <sup>5</sup>	
	2006	2007	2006	2007	2006	2007
Total skuld <sup>2</sup> (mdkr)	550	511	255	180	215	216
Upplåning <sup>3</sup> (mdkr)	84	61	420	318	20	17
GER total skuld (%)	4,62	4,48	2,93	3,89	3,06	2,94
GER upplåning (%)	3,63	4,13	2,53	3,60	1,55	1,85

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

<sup>2</sup> Övertagna lån ingår ej.

<sup>3</sup> Emitterad volym i auktioner och säljdelen i bytestransaktioner.

<sup>4</sup> Inklusive likviditetsväxlar.

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

### **Realobligationer**

Den genomsnittliga emissionsräntan för stocken minskade 0,12 procentenheter under 2007. Det beror på att äldre obligationer med höga räntor försvunnit ur stocken.

Samtidigt ökade den genomsnittliga emissionsräntan för sålda obligationer under året med 0,30 procentenheter, jämfört med 2006.

### **Genomsnittlig emissionsränta för hela statsskulden**

Den genomsnittliga emissionsräntan för hela statsskulden uppgick vid utgången av 2007 till 4,0 procent. Förutom ovanstående instrument ingår det också lån i utländsk valuta, lån till privatpersoner och en omfattande derivatportfölj bestående av swappar. Vid utgången av 2006 var den genomsnittliga emissionsräntan 3,7 procent. Ökningen under 2007 beror på högre marknadsräntor för instrument med korta löptider, vilket gäller både för lån i svenska kronor och i utländsk valuta.

# 3. Strategiska beslut

## 3.1 Löptiden i de enskilda skuldslagen

Regeringen beslutade i 2007 års riktlinjer att löptidsriktvärdet ska omfatta hela statsskulden, det vill säga inklusive den reala kronskulden. Det nya riktvärdet, som ska uppnås vid utgången av 2007, sattes till 4,7 år. Det är en förkortning av löptiden jämfört med 2006.

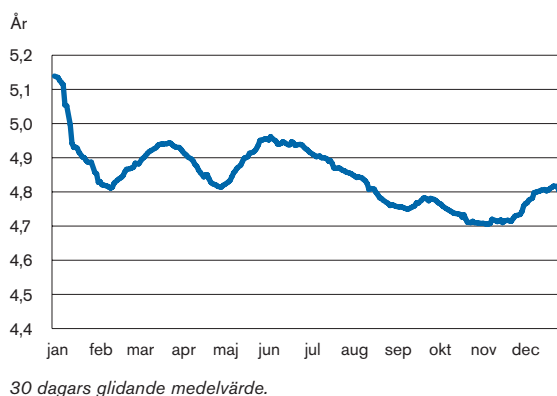
Beslutet att korta löptiden motiveras av ett ökat utrymme att ta risker i skuldförvaltningen. Förväntningar om fortsatt starka statsfinanser innebär att statsskuldens andel av BNP väntas falla de kommande åren. Det leder in sin tur till att den totala risken i statsskulden minskar. Dessutom närmar sig sammansättningen av statsskulden de uppsatta målandelarna, vilket ur risksynpunkt innebär bättre balans och därmed minskad risk i skulden.

Det är Riksgälden som fattar beslut om hur vi ska uppnå löptidsriktvärdet. I likhet med tidigare år beslutade vi att ha olika löptider i de olika skuldslagen. Valutaskuldens löptid kortades från 2,1 till 0,125 år. Därmed kunde det nya löptidsmålet uppnås utan någon nämnvärd ökning av risknivån.

För den nominella kronskulden sattes riktmärket till 3,5 år, det vill säga oförändrat från föregående år. Genom att låta den nominella kronskulden ha en längre löptid än valutaskulden kan en mer likvid marknad för obligationer med lång löptid upprätthållas.

Därutöver beslöt vi att löptiden i realskulden ska falla i takt med att utestående lån närmar sig förfall.

Diagram 3.2 TOTALA SKULDENS LÖPTID



## 3.2 Valutaamortering

Regeringen beslutade i riktlinjerna för 2007 att valutaskulden ska amorteras med  $40 \pm 15$  miljarder kronor. Den svenska kronan rörde sig under året i ett intervall som Riksgälden bedömde var rimligt, sett ur ett medelsiktigt perspektiv. Vi såg därför inga strategiska skäl till avvika från det uppsatta målet. Totalt amorterade vi 42 miljarder kronor under 2007, vilket är 2 miljarder mer än riktvärdet. Skillnaden beror bland annat på växelkursrörelser som gör att det inte exakt går att

Diagram 3.1 FÖRFALLOPROFIL, DEN SAMLADE STATSSKULDEN 31 DECEMBER 2007

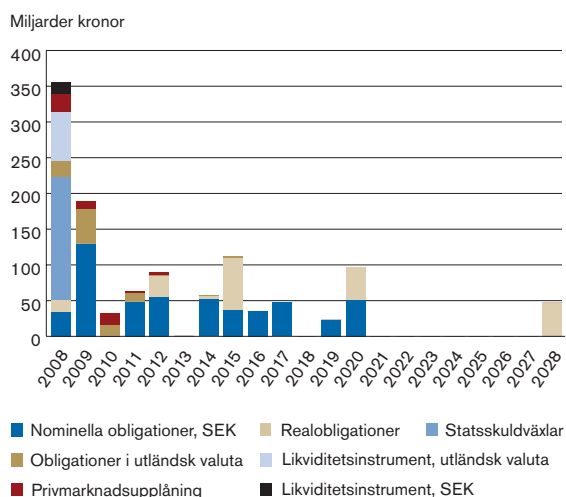


Diagram 3.3 KRONKURS OCH AVVIKELSE FRÅN RIKTVÄRDET FÖR AMORTERING PÅ VALUTASKULDEN

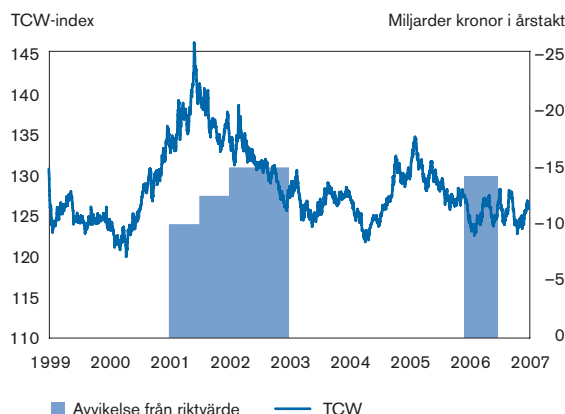
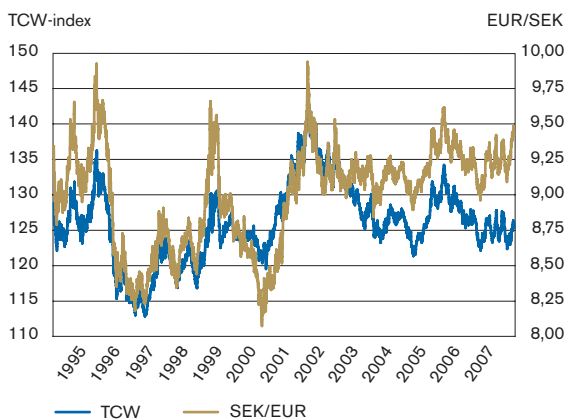




Diagram 3.4 KRONANS VALUTAKURSUTVECKLING



styra amorteringsbeloppet (i kronor räknat). Vid årets slut hade valutaskuldens andel fallit till 17,6 procent.\*

I TCW-termer var kronan kring 128 och drygt 9,43 kronor per euro när den var som svagast.

### 3.3 Valutaskuldens fördelning

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

Översynen syftade till att hitta en valutafördelning med önskvärda risk- och kostnadsegenskaper. Även om Riksgäldens övergripande mål är att minimera kostnaden med beaktande av risk, har vi traditionellt strävat efter en valutaskuld som bidragit till att hålla nere ris-

ken i den totala skulden. Det beror på att vi länge hade en mycket stor valutaskuld och därmed en relativt hög riskexponering mot växelkursrörelser.

Kostnadsaspekterna har dock fått allt större vikt och de senaste åren har avsteg från den riskminimerande fördelningen<sup>1</sup> gjorts i syfte att reducera kostnaderna för valutaskulden. Det enskilt viktigaste avsteget i den senaste översynen är att vi ökade andelen schweizerfranc på bekostnad av euroandelen.

Då riktmärkesportföljen väljs för en treårsperiod får en slutlig utvärdering av den valda riktmärkesportföljen vänta tills 2008, då ett nytt riktmärke ska väljas. Så här långt (2006 och 2007) har dock avstegen från den riskminimerande fördelningen bidragit till att kostnaden minskat med cirka 1,6 miljarder kronor. Det bör dock påpekas att dessa avsteg medfört större svängningar i kostnaden för valutaskulden.

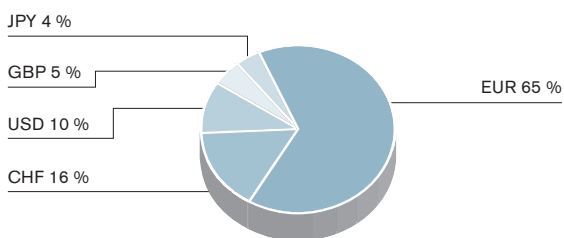
### 3.4 Avvikelser från andelsriktvärdena

Regeringen har fastställt riktvärden för skuldens inbördes fördelning. Riksgäldens styrelse kan dock avvika från dessa andelar om det anses nödvändigt ur kostnads- och risksynpunkt. Avvikelserna får ske inom vissa fastställda intervall.

Under 2007 såg vi att realskuldens andel periodvis legat över sitt riktmärke (se diagram 3.6). Förklaringen till detta är att statens lånebehov minskat avsevärt under året. Eftersom den reala skulden inte har minskat i samma takt som övriga skuldslag, har dess andel av den totala statsskulden ökat. Vid årets slut var andelen 26,4 procent.\*

Det är svårt att styra realandelen annat än i mycket grova drag. Det beror på att reallånemarknaden är tunn och att det inte finns vare sig korta realräntelån eller en tillräckligt utvecklad marknad för reala derivatinstrument.

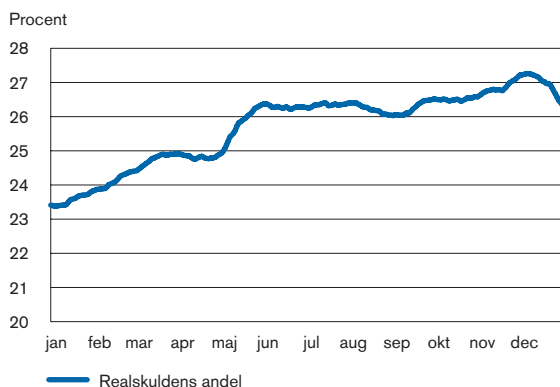
Diagram 3.5 VALUTARIKTMÄRKETS FÖRDELNING 2007



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

\* 30 dagars glidande medelvärde.

Diagram 3.6 REALOBLIGATIONSSTOCKENS ANDEL AV STATSSKULDEN



30 dagars glidande medelvärde.

Större anpassningar, för att snabbt få ned andelen till önskad nivå, skulle sannolikt vara både dyrt och strida mot vår strävan att agera transparent och förutsägbart. Vi har därför accepterat relativt stora svängningar i andelen.

En konkret åtgärd som vi vidtog under 2007 var att minska emissionsvolymen i realobligationer. Vi förde också diskussioner med våra återförsäljare kring olika möjligheter att hålla realandelen nära riktvärdet (se vidare kapitel 4).

### 3.5 Aktiv förvaltning

Riksgälden hade under 2007 rätt att ta ränte- och valutapositioner i utländsk valuta med hjälp av derivat-instrument. Positionstagandets omfattning begränsas genom att regeringen anger en högsta risknivå 600 miljoner, mätt i termer av dagligt Value-at-Risk. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor. Riksgäldens styrelse beslöt att allokera 220 miljoner av de 600 till den löpande aktiva förvaltningen.

Positioner ska tas då vi anser att marknaderna 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 ränte- och valutamarknaderna.

Vi ansåg inte att det var läge att ta någon strategisk position under 2007. Den internationella ränteuppgången under första halvåret framstod aldrig som överdriven och den amerikanska bolånekrisen, som slog till på allvar under sommaren, upplevdes som så pass svårbedömd att vi avstod från strategiska räntepositioner även under hösten.

Inte heller på valutasidan bedömde vi att det var motiverat att ta en strategisk position. EUR/USD-utvecklingen har dock fört oss närmare en situation där en strategisk position (vi köper USD och säljer EUR) kan vara motiverad.

Från och med 2007 får vi inte ta positioner på den svenska räntemarknaden. Det beror på vår dominerande ställning på den svenska marknaden samt kravet på transparens och långsiktighet.



## Utvecklingen på ränte- och valutamarknaderna 2007

Året inleddes med stigande internationella obligationsräntor. Det var en följd av starka ekonomiska siffror och positiva tillväxtutsikter i såväl USA som i Europa.

I Sverige bidrog de starka ekonomiska utsikterna och förväntningarna om penningpolitiska åtstramningar till att stärka kronan i början av året.

I februari meddelade Riksbanken att man inte hade för avsikt att höja styrräntan i snabbare takt än vad som tidigare signalerats. Det ledde till en kronförsvagning och till en nedgång i svenska räntor.

Under våren började man rikta allt mer uppmärksamhet mot den amerikanska bostadsmarknaden och då framförallt mot de så kallade subprimelånen, det vill säga krediter som beviljats amerikanska låntagare med svag betalningsförmåga. Det resulterade i att obligationsräntorna föll på bred front. Oron släppte dock snabbt sedan det mesta tydde på att exponeringen mot dessa lån var tämligen begränsad.

I mars/april började obligationsräntorna återigen att stiga som en följd av positiva tillväxtutsikter både i Europa och USA.

I Sverige kom ytterligare ett uttalande från Riksbanken om att räntan inte skulle höjas i den takt marknaden förväntat sig, vilket fick kronan att försvagas. Därtill var BNP-tillväxten för första kvartalet svagare än väntat, något som också bidrog till att försvaga kronan.

Under sommaren blev det återigen turbulent efter att kreditförluster kopplade till den amerikanska bostadsmarknaden börjat skönjas. Det följdes av fallande obligationsräntor och en svagare US-dollar.

Stramare kreditförhållanden och fortsatta problem på den amerikanska bostadsmarknaden, fick den amerikanska centralbanken Fed att sänka styrräntan med 0,5 procentenheter till 4,75 procent i september. Sänkningen var större än väntat och indikerade att Fed var oroad för den ekonomiska utvecklingen i USA.

Feds agerande gav en välkommen injektion till finansmarknaden och riskaptiten ökade igen. Börserna steg i både USA och Europa och vi såg en stabilisering på obligationsmarknaderna. På valutamarknaden fortsatte dollarn att försvagas mot flertalet valutor.

Mot slutet av året tilltog osäkerheten kring hur stora de samlade kreditförlusterna verkligen var. Därtill hade risken ökat för att de stramare kreditvillkoren, ett högt oljepris och en allt svagare husmarknad skulle resultera i en lägre amerikansk tillväxt än vad man tidigare prognosticerat. Detta ledde till fallande obligationsräntor och en dämpad börsutveckling under årets sista månader.

Den svenska ekonomin fortsatte att utvecklas starkt under hösten. Sysselsättningen steg inom samtliga sektorer och svårigheterna att hitta lämplig arbetskraft ökade. Detta fick svenska långräntor att stiga under hösten.

De korta räntorna fortsatte dock att pressas ned som en följd av den internationella kreditkrisen. Samtidigt steg interbankräntorna kraftigt då det blivit allt svårare att få tag på likviditet.

I samband med årets andra penningpolitiska rapport reviderade Riksbanken sin prognos för den framtida ränteutvecklingen markant. Detta medförde en kraftig kronförstärkning och ränteuppgång. Dessutom var BNP-tillväxten för andra kvartalet mycket stark.

Kronan fortsatte att stärkas mot både euron och dollarn under början av hösten. En anledning var att skillnaden i korta räntor minskat mellan Sverige och Euroland och att kronhandeln till stor del var fokuserad på den starka svenska realekonomin. Under oktober stärktes kronan till runt 123 i TCW-termer och till cirka 9,1 mot euron.

Mot slutet av året försvagades kronan mot euron. Mot den amerikanska dollarn var kronan fortfarande stark.

# 4. Upplåning

Statens upplåning sker till största del genom att Riksgälden emitterar nominella statsobligationer och statssskuldväxlar. En del av upplåningen täcks genom realobligationer, som ger investerarna ett inflations-skydd. Riksgälden lånar även i utländsk valuta och av privatpersoner samt andra mindre placerare.

De faktorer som framförallt har påverkat vår upplåning under 2007 är fortsatta överskott i statsbudgeten, den internationella kreditkrisen och privatiseringsprocessen av statliga bolag.

De starka statsfinanserna medförde att vi drog ned på upplåningen i samtliga skuldslag under 2007. Samtidigt ledde den internationella kreditkrisen till att många utnyttjade möjligheten att göra marknadsvårdande repor med oss. En marknadsvårdande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av oss med avtal att sälja tillbaka det ett visst antal dagar senare. Det gäller oavsett vårt eget lånebehov. Under september och oktober gjorde vi repor för cirka 50 miljarder kronor om dagen. Vanligtvis ligger nivån på mellan 0 och 10 miljarder kronor per dag. Detta i kombination med ett lågt lånebehov gjorde att vi fick stora överskott att placera.

Regeringens beslut att under 2007 sälja aktier i statliga bolag var en annan faktor som påverkade vår låneplanering. Riksgälden utgick från regeringens prognos

på intäkter motsvarande 50 miljarder kronor och anpassade upplåningen i nominella statsobligationer efter detta. När det mot slutet av året stod klart att privatiseringsinkomsterna endast skulle bli 18 miljarder, var vi tvungna att öka vår upplåning. I ett första steg anpassade vi lånebehovet inom ramen för likviditetsförvaltningen. I nästa steg ökade vi upplåningen i statssskuldväxlar. En konsekvens av detta är att växelupplåningen inte dragits ned så mycket som vi hade tänkt och att löptiden i den nominella skulden blev något kortare än beräknat.

## 4.1 Nominell upplåning i kronor

### Nominella statsobligationer

Merparten av upplåningen gjordes i nominella statsobligationer. Totalt emitterades 41 miljarder kronor 2007, jämfört med 64 miljarder kronor 2006.

Nominella statsobligationer emitteras i auktioner som äger rum varannan vecka. I början av året emitterades 2 miljarder kronor vid varje emissionstillfälle. Från och med juni sänktes emissionsvolymen till 1,5 miljarder, som en följd av det minskade lånebehovet. Vi beslutade också att ställa in en auktion i augusti.

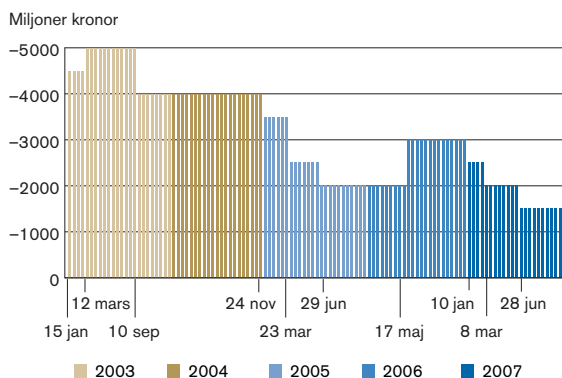
Den 21 november introducerades en ny tioårig statsobligation, lån 1052, med förfall den 12 mars 2019.

Tabell 4.1 FINANSIERING I STATSPAPPER

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Nettolånebehov<sup>1</sup></b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>-14</b>	<b>-18</b>	<b>-103</b>
Förändring av kassabehållning och privatmarknad <sup>2</sup>	15	-10	29	-39	-36
Förfall, uppköp m.m.	43	43	56	71	79
Statsobligationer	12	21	16	36	62
Valutalån	30	22	40	35	17
<b>Summa</b>	<b>102</b>	<b>84</b>	<b>66</b>	<b>13</b>	<b>-59</b>
<b>Statsskuldväxelupplåning, netto<sup>3</sup></b>	<b>-31</b>	<b>-35</b>	<b>-27</b>	<b>-78</b>	<b>-110</b>
<b>Obligationssupplåning, brutto</b>	<b>134</b>	<b>119</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>51</b>
Obligationer i utländsk valuta	11	10	25	20	5
Realobligationer <sup>4</sup>	18	18	12	7	5
Nominella statsobligationer <sup>5</sup>	105	91	56	64	41
<b>Finansiering</b>	<b>102</b>	<b>84</b>	<b>66</b>	<b>13</b>	<b>-59</b>

<sup>1</sup> Ett negativt nettobelånebehov innebär att statens budget visar överskott  
<sup>2</sup> Förändring av likviditetshanteringsinstrument och privatmarknadslån netto  
<sup>3</sup> Netto av emissioner (exklusive byten) och förfall under kalenderåret  
<sup>4</sup> Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt 1,1 0,9 0,6 0,4 0,5  
<sup>5</sup> Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt 4,6 4,0 2,4 2,8 1,9

Diagram 4.1 UTBJUDNA AUKTIONSVOLYMER AV NOMINELLA STATSOBLIGATIONER



Introduktionen lades sent på året för att öka tiden till det föregående tioåriga lånet. Vid små lånebehov tar det längre tid att bygga upp stocken av ett benchmarklån. Genom att introducera nya lån var artonde månad i stället för var tolfte blir lånen större och mer likvida.

Lånet introducerades med en inledande emission om 1,5 miljarder kronor. För att snabbt bygga upp volym i det nya lånet genomförde vi byten mot tidigare emitterade lån. Bytena gjordes mot lån 1045 (mars 2011), lån 1050 (juli 2016) och lån 1051 (augusti 2017). Bytena fungerade väl och vi emitterade den volym som var planerad.

I övrigt gjordes obligationsupplåningen i två-, fem-, tio- och fjortonårssegmentet. Lite mer än hälften av emissionerna gjordes i tioårssegmentet. Upplåningen koncentrerades till det nya lånet för att det skulle få tillräcklig likviditet. Några enstaka emissioner gjordes i två- respektive fjortonårssegmentet. Resterande emissioner gjordes i den femåriga obligationen.

Under 2007 förföll statsobligationer för 62 miljarder kronor. Riksgälden erbjöd liksom tidigare år byten av statsobligationer med mindre än ett år till förfall. Under

Tabell 4.3 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR NOMINELLA STATSOBLIGATIONER 2003–2007

Procent	2003	2004	2005	2006	2007
Teckningskvot <sup>1</sup>	3,16	3,17	3,69	3,87	3,28
Snittränta <sup>2</sup>	4,25	4,10	3,04	3,60	4,07

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

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

2007 avsåg detta byte lån 1040 (6,5 procent, maj 2008). Totalt byttes 24,6 miljarder kronor under 2007. Syftet med dessa byten är att erbjuda investerare möjlighet att byta till sig statsskuldväxlar med bättre likviditet.

Av tabell 4.3 framgår att den genomsnittliga emissionsräntan var 4,07 procent under 2007. Emissionsräntan var cirka 0,5 procentenheter högre än under 2006, vilket speglar att obligationsräntorna stigit det senaste året.

Obligationsemissionerna hade en genomsnittlig teckningskvot på 3,28 under 2007 vilket är lägre än under 2006. Teckningskvoten visar förhållandet mellan den totala budvolymen i en auktion och vår utbudna emissionsvolym.

### Kort upplåning

#### Statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar minskade med 32 miljarder kronor jämfört med 2006. Det förklaras framförallt av det starka statsfinansiella läget och att vi valt att prioritera likviditeten i statsobligationer.

Andelen investerare som tog del i primärmarknaden fortsatte att sjunka under året, se avsnitt 7.3. Detta kan tyda på att investerarna bedömer andrahandsmarknaden som tillräckligt stor för att genomföra önskade transaktioner.

Tabell 4.2 EMITTERAD VOLYM I MILJONER KRONOR OCH GENOMSNITTLIG EMISSIONSRÄNTA PER LÅN

Lån	Förfalldatum	Kupong, %	Löptid, år	Antal auktioner	Emitterad volym, mnkr	Genomsnittlig emissionsränta, %
1043	2009-01-28	5,00	2	1	1 998	3,91
1048	2009-12-01	4,00	2	1	1 500	4,08
1046	2012-10-08	5,50	5	5	10 499	4,10
1051	2017-08-12	3,75	10	11	20 494	4,07
1052	2019-03-12	4,25	12	2	2 999	4,19
1047	2020-12-01	5,00	13	2	3 500	3,94



Tabell 4.4 FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULDVÄXLAR, NETTO INKL. SWAPPAR

Miljarder kronor	2003	2004	2005	2006	2007
Finansiering med statsskuldväxlar, netto <sup>1</sup>	-31	-35	-27	-78	-110
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	51	50	56	44	27
Förändring av statsskuldväxelstocken	20	15	29	-34	-84
Ränteswappar, netto <sup>2</sup>	10	30	41	9	14
<b>Statsskuldväxelstock inkl. swappar, netto</b>	<b>30</b>	<b>45</b>	<b>70</b>	<b>-25</b>	<b>-70</b>

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

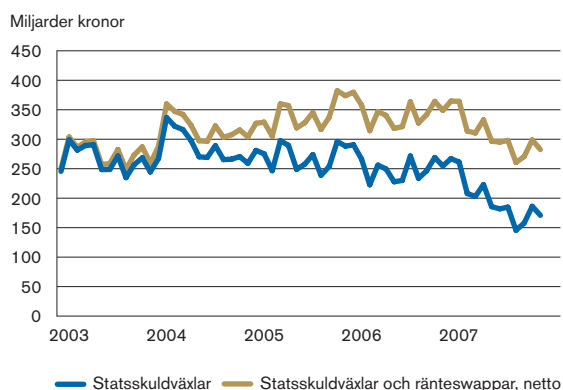
<sup>2</sup> Netto av ingångna och förfallande swappar.

Den genomsnittliga emissionsräntan i auktionerna var 3,6 procent, vilket är högre jämfört med 2006.

Kreditkrisen som utlöstes under sommaren bidrog till att allt fler investerare vände sig till obligationsmarknaden vilket fick räntorna på statspapper att falla. Som exempel kan nämnas att räntan på statsskuldväxlarna var signifikant lägre än marknadens förväntningar om Riksbankens styrränta. Paradoxalt nog var efterfrågan på statsskuldväxlar relativt begränsad vid emissionstillfällena. Detta är ett tecken på att marknaden inte fungerade särskilt väl. Marknadsräntan pressades ned till följd av utbudsbrist samtidigt som räntan tycktes vara för låg för att skapa efterfrågan vid emissionerna.

För att få ut tillräckliga volymer statsskuldväxlar accepterade vi under hösten stundtals bud med något högre ränta jämfört med de indikativa marknadsräntorna. Trots detta blev upplåningskostnaderna fortfarande låga jämfört med kostnaderna för kassahanteringsinstrumenten, eftersom växelräntorna var så pass nedpressade.

Diagram 4.2 UTVECKLING AV STATSSKULDVÄXELSTOCKEN



Tre av årets 36 auktioner blev inte fulltecknade. I dessa auktioner skar vi ned volymerna, vilket innebar att 7 miljarder eller 2,4 procent av de utbudna statsskuldväxlarna inte såldes. Detta medförde dock inget problem för vår finansiering eftersom växelupplåningen på kort sikt ersätts av upplåning inom likviditetsförvaltningen och sedan successivt med kompenserande höjningar av växelupplåningen.

Växelupplåningen var ojämnt fördelad över året. Under månader med kassaöverskott, det vill säga senare delen av våren fram till mitten av november, emitterade vi bara så mycket att vi fullföljde våra åtaganden om utestående löptider. I december hade vi emellertid mycket stora lånebehov. Mot bakgrund av den då rådande marknadssituationen gjorde vi bedömningen att detta inte kunde täckas med enbart växelupplåning. Vi valde därför att ta upp motsvarande cirka 20 miljarder kronor i Commercial Paper på dollarmarknaden, se avsnitt 4.3. Lånen terminssäkrades mot kronor så att de i praktiken blev en ersättning för växelupplåningen.

Tabell 4.5 MEDELVÄRDE FÖR TECKNINGSKVOT OCH EMISSIONSRÄNTA FÖR STATSSKULDVÄXLAR

Procent	2003	2004	2005	2006	2007
Teckningskvot <sup>1</sup>	2,29	2,18	2,51	2,04	2,50
Snittränta, % <sup>2</sup>	3,04	2,24	1,80	2,52	3,60

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

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

#### Ränteswappar

Under 2007 swappade vi 19 miljarder kronor av obligationsupplåningen till kort svensk räntexponering och 11 miljarder kronor till kort räntexponering 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 får när vi gör en swapp är sålunda högre än den fasta ränta vi betalar i obligationsupplåningen (swappspreaden).

Ränteswappar används även för 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.

Alternativet till kort ränteeponering via swappmarknaden är att låna i statsskuldväxlar. Vinsten eller förlusten av att använda swappar kommer därför att bero på swappspreaden i förhållande till den genomsnittliga skillnaden mellan Stibor och motsvarande statsskuldväxelränta (den så kallade TED-spreaden). I det fall swappspreaden var högre vid kontraktstidpunkten än den genomsnittliga TED-spreaden under swappens löptid, kommer det ha varit mer fördelaktigt att swappa lång upplåning till kort jämfört med att låna direkt i statsskuldväxlar.

Likviditeten i swappmarknaden var fortsatt god under 2007 och det tillkom ytterligare ett antal aktörer på marknaden. Den genomsnittliga löptiden i swapparna var densamma som i obligationsupplåningen. Swapparna gjordes relativt jämnt fördelat över året. På grund av de höga Stiborräntorna minskade den samlade vinsten av att göra swappar. Det gäller både för swappar som vi ingick under 2007 och för tidigare ingångna swappar, som vi fortfarande betalar Stiborränta för. Swappspreaden (den femåriga) var i genomsnitt 39 räntepunkter under första halvåret. Stigande interbankräntor under hösten ledde till att swappspreaden steg

Diagram 4.3 SKILLNAD MELLAN SWAPPRÄNTA OCH OBLIGATIONSÄNTA (SWAPSPREAD) 2007

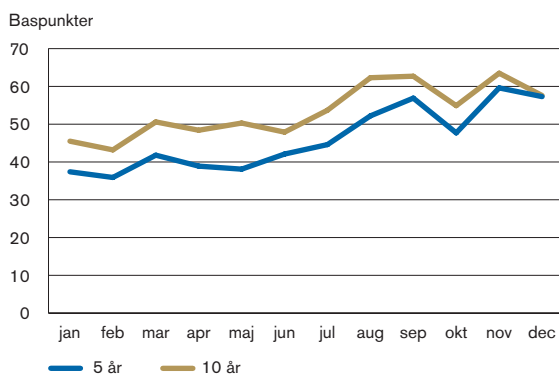
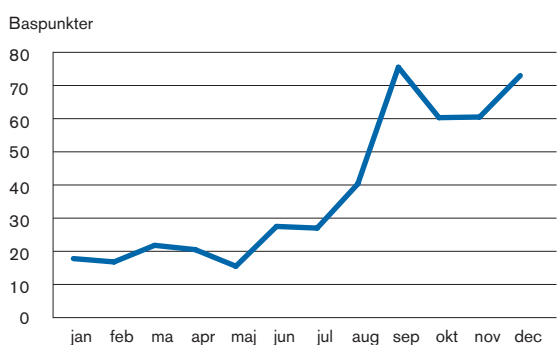


Diagram 4.4 SKILLNAD MELLAN STIBOR OCH 3-MÅNADERS STATSSKULDVÄXLAR (TED-SPREAD) 2007

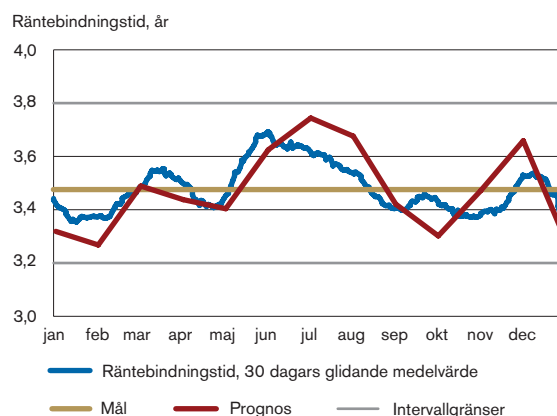


till 53 punkter andra halvåret. TED-spreaden under samma tidsperioder var 20 respektive 56 punkter. Kostnadsbesparingen sedan 2003, då vi började använda ränteswappar i kronupplåningen, var fram till årsskiftet 2 räntepunkter, vilket motsvarar 65 miljoner kronor. Under 2006 var besparingen 118 miljoner kronor.

### Resultat nominell kronupplåning

Riksgälden gör enbart en kvalitativ utvärdering av upplåningen i de nominella instrumenten. Vår bedömning är att auktionerna fungerade väl, även om inte alla växelauktioner var fulltecknade. 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. Därutöver lyckades vi hålla den nominella kronskulden relativt nära löptidsmålet och väl inom gränserna för avvikelsetintervallet.

Diagram 4.5 LÖPTIDSUTVECKLINGEN



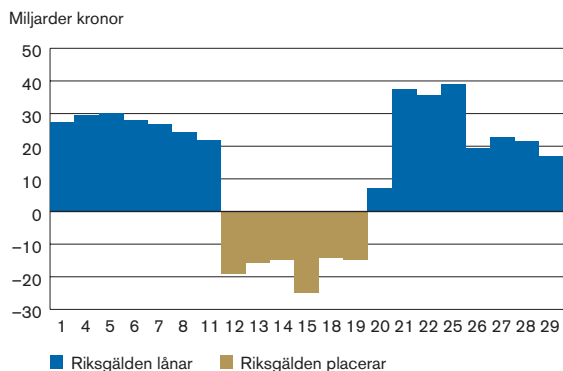
### Likviditetsförvaltning

Riksgälden 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 skattebetalningar. (Se diagram 4.6; negativa tal innebär att staten har överskott i sina betalningar).

Riksgälden har normalt ett finansieringsbehov under cirka 75 procent av årets bankdagar.<sup>2</sup> Övriga dagar har vi ett placeringsbehov.

<sup>2</sup> Vissa dagar kan vi få ett placeringsbehov trots att staten har underskott i sina betalningar. Detta uppstår de dagar då oväntat mycket pengar flyter in via marknadsvärdande repor.

Diagram 4.6 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, FINANSIERING UNDER EN TYPMÅNAD



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

Likviditetsförvaltningen under 2007 präglades av stora överskott i statsfinanserna, försäljningen av TeliaSonera-aktier under slutet av våren, osäkerheten kring fortsatta privatiseringsintäkter och den internationella kreditorn.

Under slutet av våren, som normalt är en period med överskott, såldes TeliaSonera-aktier för 18 miljarder kronor. Det resulterade i att vi fick placera stora överskott, emellanåt så mycket som 80–100 miljarder.

Under hösten, när kreditmarknadsoron var som störst, utnyttjade våra motparter möjligheten att repa in statspapper från oss (se vidare i kapitel 7). När efterfrågan var som störst gjorde vi repor för 50 miljarder per dag. Det kan jämföras med mer normala marknadsförhållanden då vi gör repor på ungefär 0–10 miljarder per dag.

En stor del av reporna gjordes under en period med förhållandevis litet lånebehov. Det resulterade i stora överskott som vi var tvungna att placera. Vi kunde dock inte placera allt på depositmarknaden på grund av

Tabell 4.6 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, STOCKAR I GENOMSnitt PER DAG

Finansiering	2005		2006		2007	
	Mdkr	Procent	Mdkr	Procent	Mdkr	Procent
Statsskuldväxlar	6,1	31,7	6,6	26,0	1,0	3,9
Likviditetsväxlar	1,3	6,7	2,1	8,5	0,4	1,8
Repor	5,7	29,6	7,2	28,6	5,2	21,2
Repoåtagande	2,8	14,8	5,1	20,2	15,5	62,7
Deposits	3,3	17,2	4,2	16,7	2,6	10,5
<b>Summa finansiering</b>	<b>19,1</b>	<b>100,0</b>	<b>25,3</b>	<b>100,0</b>	<b>24,7</b>	<b>100,0</b>
Placeringar						
Uppköp av statsskuldväxlar	-1,0	8,6	-1,5	10,4	-0,4	1,1
Omvända repor	-2,8	24,1	-2,9	20,0	-16,4	47,8
Deposits	-7,8	67,3	-10,0	69,6	-17,5	51,1
<b>Summa placeringar</b>	<b>-11,6</b>	<b>100,0</b>	<b>-14,4</b>	<b>100,0</b>	<b>-34,3</b>	<b>100,0</b>

Tabell 4.7 LIKVIDITETSFÖRVALTNING, OMSÄTTNING

	2005		2006		2007	
	Per dag	Totalt	Per dag	Totalt	Per dag	Totalt
Statsskuldväxlar, löpande försäljning, lån	0,5	116	0,3	71	0,1	23
Likviditetsväxlar, lån	0,2	41	0,3	64	0,1	18
<b>Statsskuldväxlar</b>	<b>0,6</b>	<b>157</b>	<b>0,5</b>	<b>135</b>	<b>0,2</b>	<b>41</b>
<b>Uppköp av statsskuldväxlar, placering</b>	<b>0,3</b>	<b>75</b>	<b>0,3</b>	<b>78</b>	<b>0,2</b>	<b>43</b>
Repor, lån	3,0	757	7,0	1 756	4,8	1 204
Repoåtagande, lån	2,8	710	5,1	1 278	15,6	3 905
Omvända repor placering	1,4	348	2,1	527	8,2	2 057
<b>Repor, brutto</b>	<b>7,2</b>	<b>1 814</b>	<b>14,2</b>	<b>3 562</b>	<b>28,7</b>	<b>7 167</b>
Deposits, lån	3,3	827	4,0	1 004	2,4	608
Deposits, placering	6,8	1 716	6,8	1 705	11,7	2 920
<b>Deposits</b>	<b>10,1</b>	<b>2 543</b>	<b>10,8</b>	<b>2 709</b>	<b>14,1</b>	<b>3 528</b>
<b>Summa</b>	<b>18,2</b>	<b>4 589</b>	<b>25,8</b>	<b>6 483</b>	<b>43,1</b>	<b>10 779</b>



våra kreditlimiter. Vi valde därför att placera en del av överskotten i form av omvända repor i bostadspapper. Detta minskade vår kreditrisk, eftersom bostadspapper utgör en säkerhet för den placering vi gör i repen. Placeringarna av överskottet fördelades över året relativt jämnt mellan deposits och omvända repor.

Likviditetsförvaltningen omfattade cirka 7 000 transaktioner totalt under året och omsättningen var drygt 10 biljoner kronor. Detta var väsentligt mer än förra året och beror på den starka efterfrågan på marknadsvårdande repor.

Saldot i likviditetsförvaltningen visade stora variationer under året, från överskott på cirka 110 miljarder kronor till underskott på cirka 60 miljarder kronor. I ett första steg finansieras underskotten med löpande försäljning av statsskuldväxlar (korta växlar som tidigare emitterats vid auktioner). Inom ramen för likviditetsförvaltningen har statsskuldväxlar sålts för 40 miljarder kronor. Det kan jämföras med 135 miljarder kronor under föregående år. Detta reflekterar det mindre lånebehovet under 2007, som påverkat både emissionsvolymerna i växlar och den löpande försäljningen inom ramen för likviditetsförvaltningen.

#### *Flöden i utländsk valuta*

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

Vid vissa tillfällen gör vi avsteg från denna princip. Det kan vara när låne- eller placeringsbehoven är mycket stora. För att undvika ett alltför stort beroende av, och därmed exponering i, kronmarknaden lånar eller placerar vi i utländsk valuta.

I december när vi hade mycket stora lånebehov, cirka 100 miljarder kronor, valde vi att låna 12 miljarder kronor i Commercial Paper-marknaden (se avsnitt 4.3). Dessa lån säkrades med terminer så att vi undvek växelkurs exponering. Alternativen hade varit depositupplåning eller emissioner av statsskuldväxlar.

Att låna ett så stort belopp med kort löptid på depositmarknaden hade medfört stora refinansieringsrisker. Depositupplåning med lång bindningstid hade å andra sidan varit ett mycket dyrt alternativ. Upplåning i statsskuldväxlar bedömdes inte heller vara ett realistiskt alternativ eftersom vi redan planerat att emittera stora växelvolymmer.

För att uppfylla regeringens krav på en jämnt fördelad växlingstakt använder vi såväl avista- som terminsmarknaden. Vid stora förfall i utländsk valuta köper vi valuta på termin innan den slutgiltiga betalningen. Nettot av flödena fördelas på så sätt jämnt över årets månader.<sup>3</sup>

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

#### *Resultat för likviditetsförvaltningen*

Resultatet för likviditetshanteringen var 59,5 miljoner kronor år 2007, vilket kan jämföras med 19 miljoner kronor under 2006. Resultatförbättringen beror på den starka efterfrågan på marknadsvårdande repor, där vi tar ut en extra premie<sup>4</sup>. Jämfört med banklån (deposits) minskade reporna upplåningskostnaden med 45 miljoner kronor. Omvända repor gav ett resultat motsvarande 7 miljoner kronor jämfört med endast en marginell vinst föregående år. Resterande vinster gjordes i huvudsak av reposwappar inom ramen för våra marknadsåtaganden.

Den teoretiska merkostnaden för upplåningen i Commercial Paper-marknaden jämfört med att rulla korta deposits blev cirka 3,5 miljoner kronor.

Valutaväxlingarna gav inget resultat eftersom vi även under 2007 har avstått från att ta positioner när vi gör valutaväxlingar.

<sup>3</sup> För att uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna görs varje månad en beräkning av återstående nettoväxlingar under året. Prognosen fördelas jämnt över årets återstående månader och utgör Riksgäldens riktvärde. Styrelsen har beslutat om ett avvikelsemandat om  $\pm 500$  miljoner kronor. Riktmärket inklusive avvikelsemandatet definierar en så kallad kostnadsneutral bana för nettoväxlingarna. Transaktioner inom intervallet betraktas som resultatneutrala och innebär att Riksgälden inte tar några aktiva positioner i kronväxlingar.

<sup>4</sup> Vi lånar till en lägre ränta än vår jämförelseränta (Riksbankens reporänta)

## 4.2 Realupplåning

Under året emitterade Riksgälden fem miljarder kronor i realobligationer. Den utestående reala skulden minskade från 217,3 miljarder kronor till 216,8 miljarder kronor. Trots att den utestående realskulden minskade, mätt som okonsoliderad skuld, ökade realskuldens andel av den totala skulden. Det beror dels på att den totala statsskulden minskade, dels på att vi numera tar hänsyn till alla framtida kupongutbetalningar och den framtida förväntade inflationen när andelarna beräknas. Realskuldens andel var vid årsskiftet 26,4 procent det vill säga något över det av regeringen fastställda riktvärdet (25 procent).

I början av året planerade vi att låna mellan fem och tio miljarder kronor i realobligationer under året. I juni sänktes prognosen till fem miljarder. Sänkningen var en anpassning till det minskade lånebehovet och att det började bli svårt för oss att hålla realandelen på rätt nivå.

Riksgälden fortsatte att byta in reallån 3101 och 3001 under 2007. Intresset från marknaden att delta i bytena var svagt och flera auktioner blev inte fulltecknade. I de fyra första auktionerna i 3101 valde vi därför att skära ned den tilldelade bytesvolymen med totalt 656 miljoner kronor.

Under 2007 emitterade vi realobligationer till en genomsnittlig ränta på 1,87 procent. Detta är något högre än under 2006, då motsvarande ränta låg på 1,62 procent.

Tabell 4.8 FÖRÄNDRING AV REALSKULDEN UNDER 2007

Utestående realstock <sup>1</sup> 2007-01-01, mdkr	217,3
Auktioner	5,0
Byten	-11,8
Riksgäldsspar Real	-0,1
Löpande byten	2,8
Övertagna realobligationslån	-0,7
Inflationsuppräknig	4,2
<b>Utestående realstock 2007-12-31, mdkr</b>	<b>216,8</b>

<sup>1</sup> Utelöpande nominellt belopp inklusive inflationsuppräknig

Tabell 4.9 AUKTIONER AV REALOBLIGATIONER

	2003	2004	2005	2006	2007
Emissionsvolym <sup>1</sup> , mdkr	18,2	17,7	13,0	3,8	-6,8
Såld volym <sup>2</sup> , mdkr	18,2	17,7	12,1	6,7	5,0
Teckningskvot <sup>3</sup>	3,8	2,3	3,8	4,0	5,16
Snittränta <sup>4</sup> , %	2,83	2,38	1,61	1,62	1,87
BEI <sup>5</sup> , %	2,09	2,23	1,84	1,89	2,21

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

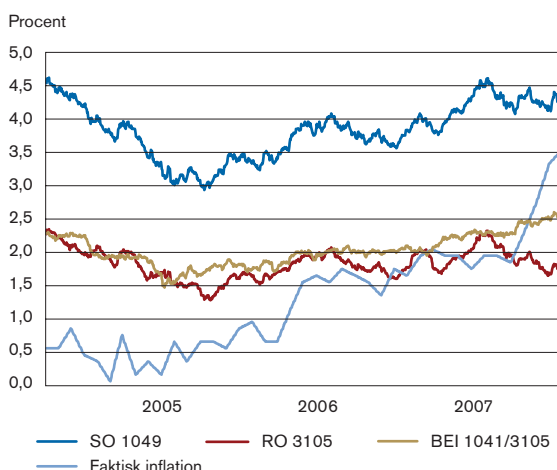
<sup>2</sup> Totalt såld volym i auktionsverksamheten exklusive byten och uppköp.

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

<sup>4</sup> Viktad genomsnittsränta över året i de rena auktionerna, det vill säga bytesauktioner ingår ej.

<sup>5</sup> Genomsnittlig break even-inflation i de rena auktionerna.

Diagram 4.7 RÄNTOR, BEI OCH FAKTISK INFLATION

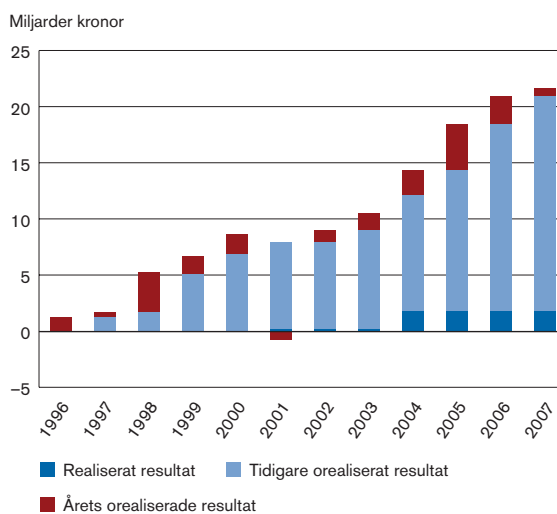


Diagrammet ovan visar utvecklingen av marknadsräntan för det nominella lånet 1049 (4,50 procent, augusti 2005) och det reala lånet 3105 (3,5 procent, 1 dec 2005). Diagrammet visar också att break even-inflationen varierade mellan 1,4 och 2,6 procent med ett genomsnitt på 2,0 procent under 2007.

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

Under 2007 steg break even-inflationen gradvis. I genomsnitt emitterade vi till en break even-inflation på

Diagram 4.8 KALKYLMÄSSIGT RESULTAT



<sup>5</sup> Inflationen blev i genomsnitt 1,8 procent för perioden oktober 2006 till och med september 2007. Reallånen är indexerade mot KPI med tre månaders eftersläpning.

2,2 procent. Den genomsnittliga inflationen, mätt som KPI, var 1,8 procent under året<sup>5</sup>. 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 realiserade resultatet som realupplåningen har ackumulerat sedan starten 1994. En stor del av det ackumulerade realiserade resultatet kommer från låga inflationstal under tidigare år. Den genomsnittliga inflationen har varit cirka 1,3 procent sedan starten 1994, vilket är klart lägre än den genomsnittliga break even-nivå vi har emitterat till.

### Resultat för realupplåningen

Det kalkylmässiga resultatet, mätt som kostnadsskillnaden mellan upplåning i reala och nominella obligationer, ökade med 0,8 miljarder kronor under 2007.

Det positiva resultatet förklaras av att den faktiska inflationen varit lägre än den genomsnittliga break even-inflation som realobligationerna emitterats till.

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

## 4.3 Valutaupplåning

Under året förföll valutaskuld för motsvarande 62 miljarder kronor. För att uppnå vårt amorteringsmål på 40 miljarder kronor lånade vi motsvarande 20 miljarder

kronor i utländsk valuta. Det innebar att vi i praktiken amorterade 42 miljarder kronor. Skillnaden beror på att det är svårt med en exakt styrning av amorteringstakten på grund av valutakursrörelser.

Upplåningen sker normalt genom att vi emitterar obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden) eller genom att byta kronupplåning till exponering i utländsk valuta (kron-/swappupplåning). I korthet innebär en kron-/swappupplåning att räntan på statsobligationer i kronor byts mot en kort räntexponering i utländsk valuta och att det lånade beloppet växlas till utländsk valuta. Se faktaruta kron-/swappupplåning för en mer utförlig beskrivning.

Tabell 4.10 VALUTAUPPLÅNING

Miljarder kronor	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Obligationer i</b>					
utländsk valuta	-29,5	-21,6	-43,4	-30,3	-19,9
Valutaswappar	-11,2	-10,9	-18,3	-21,5	-38,4
Realiserade valuta-					
kursvinster	-5,2	-4,8	8,0	-6,0	-3,2
Övrigt*	0,2	-0,8	-0,3	0,1	-0,7
<b>Förfall och valuta-</b>					
<b>kursförluster</b>	<b>-45,8</b>	<b>-38,1</b>	<b>-54,0</b>	<b>-57,6</b>	<b>-62,3</b>
<b>Obligationer i</b>					
utländsk valuta	10,6	10,4	25,3	20,4	5,4
Valutaswappar	10,6	2,2	4,5	23,2	10,9
<b>Långfristig valuta-</b>					
<b>upplåning</b>	<b>21,3</b>	<b>12,5</b>	<b>29,9</b>	<b>43,7</b>	<b>16,2</b>
<b>Kort nettoupplåning</b>					
<b>inkl. terminer</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,0</b>	<b>3,9</b>	<b>-4,6</b>	<b>3,9</b>
<b>Amortering på</b>					
<b>valutaskulden</b>	<b>25,4</b>	<b>25,5</b>	<b>20,3</b>	<b>18,5</b>	<b>42,2</b>

\* 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.

## Kron-/swappupplåning

Det första steget i en kron-/swapptransaktion är att vi lånar på den svenska obligationsmarknaden. Därefter gör vi en swapp i vilken vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, och betalar en rörlig ränta i utländsk valuta. Exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras därmed. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar vi kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med vår motpart. Slutresultatet blir att vi ger ut ett obligationslån i kronor men får beloppet och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

När swappen förfaller växlar vi tillbaka det lånade beloppet till kronor med vår swappmotpart. Det ska enligt avtalet ske till samma kurs som vid den ursprungliga valutaväxlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste vi först köpa den utländska valutatan. 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.



Vi har kunnat låna till betydligt bättre villkor på den internationella kapitalmarknaden jämfört med 2006. Det beror dels på kreditoron, som innebar mycket bra villkor för emittenter med hög rating, dels på att statens lånebehov var avsevärt mindre. Vi behövde till exempel inte ta upp några nya lån i dollar, vilket sannolikt skulle ha varit mer kostsamt för oss jämfört med att enbart utöka tidigare utgivna lån.

Vi lånade vid fyra tillfällen under 2007. I april och maj utökade vi ett befintligt eurodollarlån (2011-02-07 4,5 procent) med totalt 500 miljoner dollar. I maj och oktober utökade vi ett annat eurodollarlån (2010-06-15 3,875 procent) med 100 miljoner dollar. I primärmarknaden såldes obligationerna i stor utsträckning till centralbanker i Asien men också till mindre investerare i Schweiz.

I genomsnitt har obligationer i utländsk valuta emitterats på tre månaders USD Libor minus cirka 33 räntepunkter. Efter provisioner motsvarar det 30 räntepunkter. Under 2006 kunde vi låna till motsvarande 22 räntepunkter under USD Libor.

Vi har också gjort en del kortfristig upplåning i utländsk valuta. Totalt har 15,8 miljarder kronor lånats på Commercial Paper-marknaden. Lånens löptid var två månader. Räntan för dessa lån var 55 räntepunkter under den standardiserade bankräntan för dollar (USD Libor). Den låga upplåningskostnaden är ett exempel på effekten av kreditmarknadsoron. Commercial Paper-lånen var i huvudsak en del av den korta kronupplåningen, se avsnitt 4,1, eftersom den säkrades med valutaterminer. Knappt 4 miljarder kronor säkrades inte och blev således en del av valutaupplåningen under året.

Kron-/swappupplåningen motsvarade 11 miljarder kronor av den långfristiga valutaupplåningen. Kron-/swappupplåningen kostade i genomsnitt 54 räntepunkter under USD Libor, vilket är betydligt mindre jämfört med tidigare år.

När vi tar upp ett kron-/swapplån måste vi ta hänsyn till att vi då minskar utrymmet för att använda swappar i stället för statsskuldväxlar i kronupplåningen. Det uppstår med andra ord en alternativkostnad när vi använder swappar i valutaupplåningen eftersom vi går miste om en lönsam form av kronupplåning. Upplåningskostnaden för obligationsupplåning och kron-/swappupplåning i tabell 4.11 är därför inte direkt jämförbara. De höga stiborräntorna under hösten har samtidigt sänkt alternativkostnaden för kron-/swappupplåningen under 2007.

#### Resultat för valutaupplåningen

Den svenska statens goda kreditvärdighet och mycket begränsade upplåningsbehov gjorde att vi kunde låna till goda villkor jämfört med tidigare år. Det gäller framförallt på eurodollarmarknaden. Vid flera tillfällen kunde vi dra nytta av den stora efterfrågan från specifika investerare. Våra lån behöll därmed sitt höga värde i andrahandsmarknaden, vilket är viktigt både för framtida emissioner och för att investerare ska anse dem attraktiva.

Tabell 4.11 UPPLÅNINGSKOSTNADER FÖR OLIKA UPPLÅNINGSFORMER

Räntepunkter under USD Libor					
	2003	2004	2005	2006	2007
Obligationssupplåning	-26,9	-29,6	-27,9	-22,2	-29,9
Kron-/valutaswappar	-28,2	-18,0	-21,0	-32,6	-54,0
<b>Total upplåningskostnad</b>	<b>-27,5</b>	<b>-27,6</b>	<b>-26,8</b>	<b>-27,8</b>	<b>-46,1</b>

Under 2007 lånade Riksgälden i utländsk valuta till en rörlig kostnad motsvarande 46,1 räntepunkter under den standardiserade bankräntan på tre månader för dollar (USD Libor). 33 procent lånades genom att emittera obligationer i utländsk valuta till en kostnad motsvarande 29,9 räntepunkter under USD Libor. 67 procent lånades i kronor som sedan swappades (se faktaruta) till utländsk valuta motsvarande en kostnad på 54,0 räntepunkter under USD Libor.

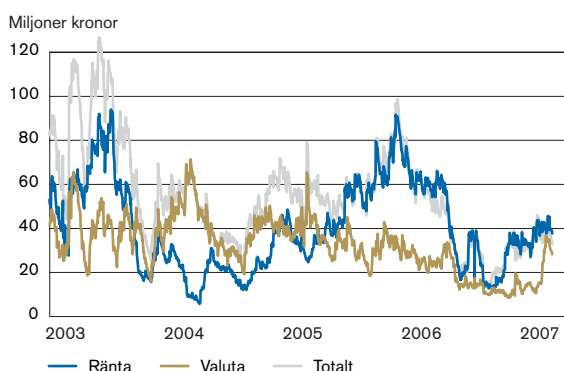
# 5. Aktiv förvaltning i utländsk valuta

Regeringen har gett Riksgälden möjlighet att bedriva en aktiv förvaltning i utländsk valuta. Det totala risktagande får dock inte överstiga 600 miljoner kronor mätt som en daglig Value-at-Risk (VaR). Riksgäldens styrelse har allokaterat 220 miljoner kronor i daglig VaR till en 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 bedriver förvaltning med samma mandat som Riksgälden men i betydligt mindre skala.

## 5.1 Resultat för den aktiva förvaltningen under 2007

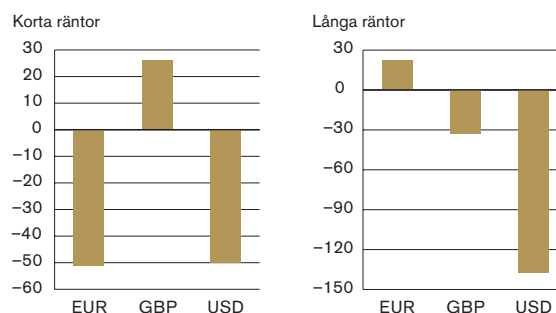
Riksgäldens totala aktiva förvaltning under 2007 resulterade i en förlust på 238 miljoner kronor. Det totala resultatet fördelade sig på -203 miljoner kronor för den egna förvaltningen och -35 miljoner kronor för den externa. Riksgälden tog positioner som gav ett genomsnittligt VaR-värde på 29 miljoner kronor under 2007. Det kan jämföras med 62 miljoner kronor under 2006<sup>6</sup>. Vi utnyttjade med andra ord en relativt liten del av det totala riskmandatet under året. Riskutnyttjandet var särskilt lågt avseende valutapositioner och i början av året för att stiga mot årets slut (se diagram 5.1).

Diagram 5.1 RISKUTNYTTJANDE I DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN



<sup>6</sup> Jämförande värde för föregående år har ändrats dels på grund av ny beräkningsmetod, dels på grund av att årets värde även inkluderar de externa förvaltarena.

Diagram 5.2 RESULTAT AV RÄNTEPOSITIONER I MILJONER KRONOR



### Räntepositioner

Positionerna på räntemarknaderna stod för hela det negativa resultatet under 2007.

Under året var trenden starkt uppåtriktad för de långa räntorna fram till sommaren då oro uppstod kring kreditrisker kopplade till bostadsmarknaden i USA. Denna oro spred sig snabbt till andra typer av kreditrisker och till övriga delar av världen. Detta ledde till att placerare sökte sig till statsobligationer, vilket gav en stark press nedåt på obligationsräntorna under andra halvåret.

Den finansiella oron tilltog under hösten och fick en dämpande effekt på den amerikanska ekonomin. För att motverka detta inledde centralbanken i USA en serie räntesänkningar. Det medförde ett kraftigt fall i de korta amerikanska räntorna som slutade året på mycket låga nivåer.

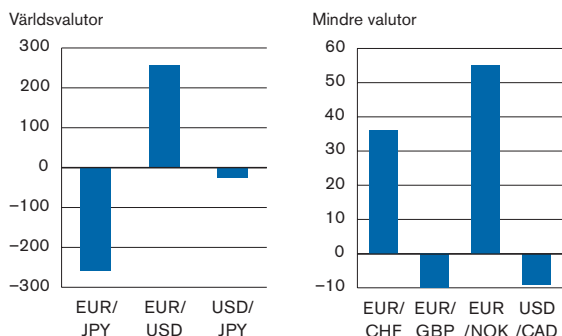
Riksgälden var positionerad för en generell ränteuppgång i Europa och USA under våren och sommaren, vilket initialt gav en del vinster men som medförde en kraftig omsvängning i resultatet från juli och framåt (se diagram 5.2).

Vi hade också positioner för en uppgång i de korta räntorna i Europa, USA och en nedgång i Storbritannien. Vår avsikt var att kapitalisera på marknadsförväntningar om ändringar i styrräntan från ECB, Federal Reserve och Bank of England.

### Valutapositioner

Året som gick var präglad av finansiell oro, vilket kraftigt dämpade riskaptiten hos investerare. Det innebar bland annat slutet på den populära trenden att tjäna in

Diagram 5.3 RESULTAT AV VALUTAPOSITIONER I MILJONER KRONOR



ränteskillnaden i olika korträntor, till exempel genom att sälja schweizerfranc och yen mot australiska dollar och pund. En följd av detta var att euron och yenen stärktes under året medan dollarn och pundet tappade i värde.

Valutasidan stod, totalt sett, för ett positivt resultat i den aktiva förvaltningen. Våra dominerande valuta-positioner under året var köp av euro och yen mot dollar. Positionerna baserades bland annat på avmattningen i den amerikanska ekonomin och det stora underskottet i den amerikanska bytesbalansen. Övriga positioner var främst köp av US dollar mot kanadensiska dollar, köp av norska kronor mot euro samt köp av euro mot pund och schweizerfranc. Köp av euro mot dollar samt norska kronor mot euro var de mest framgångsrika positionerna och köp av yen mot euro var den mest negativa positionen (se diagram 5.3).

#### Resultat för externa förvaltare

För att få en måttstock på graden av måluppfyllelse i Riksgäldens egen aktiva förvaltning, sprida riskerna i förvaltningen och öka kompetensen inom kontoret anlitar Riksgälden sedan 1992 externa förvaltare. De externa förvaltarna tjänar också som en viktig informationskälla för den interna förvaltningen. Under året anlätades fem externa förvaltare: ABN AMRO, Black-Rock, Bridgewater, IPM/First Quadrant 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 något under noll under det gångna året. Spridningen mellan förvaltarna var stor med 0,46 procent och -0,67 procent som bästa respektive sämsta resultat. IPM/First Quadrant var den som lyckades bäst och den ende som nådde upp till kontorets avkastningsmål för vinstdelning som ligger på 0,25 procent.

#### Riskjusterat resultat

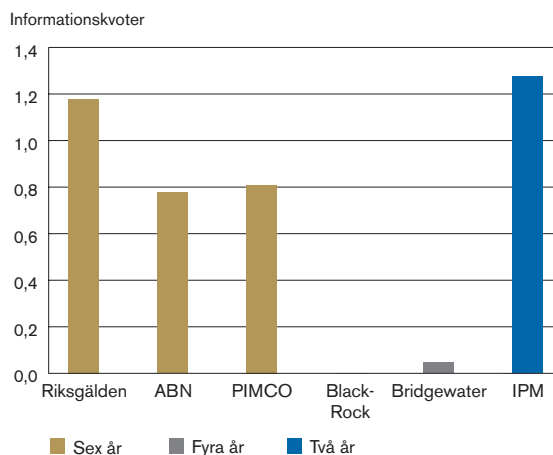
Den så kallade informationskvoten<sup>7</sup> är ett allmänt använt mått för att redovisa ett riskjusterat resultat. Informationskvoten visar förhållandet mellan resultatet i förvaltningen och den risk man tagit för att uppnå resultatet. Ett högt värde innebär att förvaltaren tagit relativt sett liten risk i relation till det resultat som presterats.

I diagram 5.4 nedan visas det riskjusterade resultatet under de senaste sex åren för Riksgälden och de externa förvaltare som varit verksamma under hela eller delar av denna period.

Som framgår av diagrammet har IPM och Riksgälden det bästa riskjusterade resultatet följt av ABN och PIMCO.

Sett över en tioårsperiod från 1997 var risknivån (volatiliteten) i resultatet, mätt enbart som årlig standardavvikelse<sup>8</sup>, genomgående lägre för Riksgäldens aktiva förvaltning än för de externa förvaltarna.

Diagram 5.4 RISKJUSTERAT RESULTAT FÖR DEN AKTIVA FÖRVALTNINGEN I VALUTA



<sup>7</sup> Informationskvoten anger ett resultat dividerat med volatiliteten (standardavvikelsen) i resultatet.

<sup>8</sup> Beräknat på månadsdata.

## 5.2 Resultat och utvärdering 2003–2007

Den senaste femårsperioden gav ett positivt förvaltningsresultat på knappt en miljard kronor (se tabell 5.1). Riksgäldens aktiva förvaltning har i genomsnitt gett ett bättre resultat än det som de externa förvaltarna presenterat.

Sedan Riksgälden började med aktiv förvaltning 1992 har vi uppnått en kostnadsbesparing på cirka 12 miljarder kronor. Det positiva resultatet uppstod framförallt under åren 1992–1998 samt 2002–2004 och 2006. Det är främst våra räntepositioner som förklarar de starka siffrorna, men även valutapositionerna uppvisar ett positivt resultat för hela perioden.

Tabell 5.1 RESULTAT AV AKTIV FÖRVALTNING I UTLÄNSK VALUTA

	2003	2004	2005	2006	2007	Hela perioden
<i>Resultat i miljoner kronor</i>						
Total förvaltning	937	195	-430	339	-238	803
Riksgälden	880	164	-426	348	-203	763
<i>Varav:</i>						
Räntepositioner	224	-18	187	367	-241	519
Valutapositioner	656	182	-613	-19	38	244
Externa förvaltare	57	31	-4	-9	-35	40
<i>Resultat i procent av förvaltad belopp</i>						
Riksgälden	0,52	0,11	-0,25	0,21	-0,12	-
Externa förvaltare	0,14	0,09	-0,01	-0,03	-0,11	-
<i>Informationskvot</i>						
Riksgälden	2,1	0,7	neg	1,0	neg	1,0
Externa förvaltare <sup>1</sup>	0,7	0,3	neg	0,2	neg	0,5

<sup>1</sup> Genomsnittlig informationskvot.



# 6. Privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden riktar sig till privatpersoner, mindre företag och organisationer. Den sista december 2007 var 64 miljarder kronor, eller 5,4 procent av statsskulden, upplånad på privatmarknaden; se diagram 6.1.

## Våra sparprodukter

Riksgälden säljer två produkter som är anpassade för privatmarknaden: premieobligationer och Riksgäldsspar. Dessutom säljer vi statspapper till privatmarknadskunder via vår webbplats.

### Premieobligationer – sparande med vinstchans

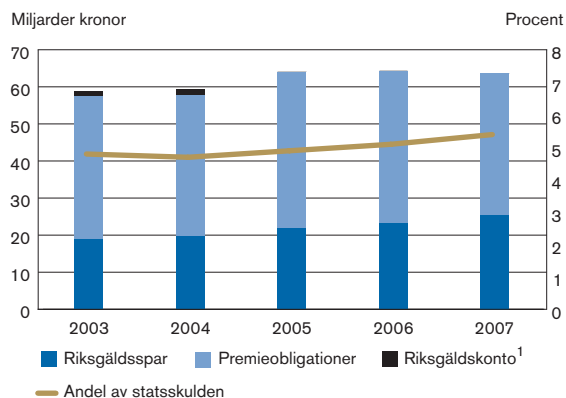
Premieobligationer är den största av Riksgäldens sparprodukter med sammanlagt 500 000 kunder.

Vi sålde två nya premielån under 2007, ett i april och ett i oktober. Den sammanlagda nyförsäljningen blev 9,1 miljarder kronor. Ovanligt stora förfall under året gjorde att den utestående stocken av premieobligationer minskade med 3,0 miljarder kronor till 38,2 miljarder kronor.

### Riksgäldsspar – ökat intresse för kontospårande

Tillbakagången på aktiemarknaden och stigande räntor gjorde att insättningarna ökade kraftigt jämfört med 2006. Ökningen gäller enbart konton med rörlig ränta, som nu står för 70 procent av den totala volymen i Riksgäldsspar. Sammanlagt ökade Riksgäldsspar med 2,3 miljarder kronor under året och den sista december var den utestående volymen 25,4 miljarder kronor. Vid årsskiftet hade Riksgäldsspar 145 000 kunder.

Diagram 6.1 PRIVATMARKNADSUPPLÅNING, TOTALT OCH SOM ANDEL AV STATSSKULDEN



<sup>1</sup> Riksgäldskonto är en gammal sparform som avvecklades under 2005.

Räntan på Riksgäldsspar med rörlig ränta steg från 2,75 till 3,75 procent under året, till följd av Riksbankens höjningar av reporäntan.

### Internetförsäljning av statspapper

Intresset för att köpa statspapper via vår webbplats ökade. Vi sålde statspapper för 1,4 miljarder kronor och fick 900 nya statspapperskunder under 2007. Det motsvarar en försäljningsökning med 50 procent och en ökning av antalet nya kunder med 90 procent.

Intresset är störst för korta löptider. Under 2007 såväl som under 2006 stod statsskuldväxlar (med löptider på mellan 2 och 12 månader) för 98 procent av försäljningen.

Kostnaden för Internetförsäljningen var 4 miljoner kronor under 2007, en minskning med 1 miljon kronor jämfört med 2006. Statspapper säljs till privatmarknadskunder utan marginal. Vi har därför inga intäkter för Internetförsäljningen av statspapper.

### Riksgäldens roll på sparmarknaden

Riksgäldens andel av sparmarknaden påverkas både av vår egen försäljning och av hur marknaden i stort utvecklas. Under 2007 skedde en kraftig ökning av den totala räntesparmarknaden, framför allt till följd av tillbakagången på aktiemarknaden. Vi förmådde inte hålla jämna steg med sparmarknadens expansion och vår andel minskade med 0,9 procent till 5,6 procent.<sup>9</sup>

### Marknadsföring

Marknadsföringen under året kopplades till ledordet trygghet. Vår reklam uppmärksammades med flera utmärkelser. Vi fick guld och silver i kategorin "Effekt, business to consumer" i Postens tävling Guldlådan, samt guld i kategorin "Analyspriset" i tävlingen Guldnickeln, som organiseras av SWEDMA, en intresseorganisation för direktmarknadsföring.

### Ny webbplats en bättre säljkanal

Webben har stor betydelse för privatmarknadsupplåningen eftersom den är en av våra viktigaste försäljningskanaler. Vår nya webbplats har gjort det lättare för kunderna både att hitta information och att göra

<sup>9</sup> Riksgäldens privatmarknadsupplåning per 2007-12-31, den totala sparmarknaden per 2007-09-30

bokningar. För Riksgäldsspar ökade andelen bokningar via webben från 33 procent till 40 procent efter det att den nya webbplatsen togs i bruk, jämfört med motsvarande period 2006.

### Resultat privatmarknadsupplåning

Upplåningen på privatmarknaden minskade kostnaderna med 171 miljoner kronor jämfört med upplåning på kapitalmarknaden under 2007. För femårsperioden 2003–2007 blev den samlade kostnadsbesparingen 826 miljoner kronor.

Tabell 6.1 BESPARING PRIVATMARKNADSUPPLÅNING<sup>1</sup>

Miljoner kronor	2003	2004	2005	2006	2007
Premieobligationer	240	110	98	150	149
Riksgäldsspar	20	6	10	27	23
Riksgäldskonto	–	–4	–2	–	–
<b>Summa besparing</b>	<b>260</b>	<b>112</b>	<b>106</b>	<b>177</b>	<b>171</b>

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

Resultatet visar hur mycket mer motsvarande upplåning skulle ha kostat på den institutionella räntemarknaden. Intäkterna mäts som en räntemarginal mot motsvarande löptider på penning- och obligationsmarknaden. Kostnaderna är de faktiska kostnaderna för upplåning på privatmarknaden.

Resultatet försämrades med 6 miljoner kronor jämfört med 2006; se tabell 6.1. Resultatet för premieobligationer ligger helt i linje med föregående års resultat.

För Riksgäldsspar försämrades resultatet med 4 miljoner kronor jämfört med 2006. Ett avbrutet projekt för ett nytt systemstöd för Riksgäldsspar ledde till att kostnader för 10 miljoner kronor som annars skulle ha periodiserats realiserades under 2007. Projektet avbröts på grund av att tester visade att systemet inte var tillräckligt stabilt. De fasta, obligationsliknande konton som finns inom Riksgäldsspar avviker från den gängse formen av sparkonton som finns på marknaden. Därför krävs det stora anpassningar för att ett standardsystem ska fungera för Riksgäldsspar.

Merkostnaderna för systemprojektet motverkades av minskade kostnader för kursförluster jämfört med tidigare år. Anledningen är att räntan steg, vilket resulterade i lägre kostnader för förtidsinlösen. Resultatet förbättrades av att den utestående stocken är större, vilket gav en större intjäningsbas.

# 7. Marknads- och skuldvard

## 7.1 Vår strategi

Målet i statsskuldsvårdningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna med beaktande av risk. För att uppnå detta vill vi skapa en attraktiv marknad för statsobligationer och statsskuldväxlar med en bred och stabil investerarbas. Vi tar dock inte positioner på marknadsutvecklingen inom ramen för den operativa förvaltningen av kronskulden.

På strategisk nivå handlar skuld- och marknadsvård främst om att sätta upp principer för den operativa verksamheten. Principerna avser bland annat Riksgäldens upplåningsstrategi som är att koncentrera skulden till ett begränsat antal löptider och upprätthålla effektiva försäljningskanaler.

I enlighet med principen om öppen, förutsägbar och långsiktig kommunikation publicerar vi rapporten *Statsupplåning – prognos och analys* tre gånger per år. I den beskriver vi samverkan mellan våra prognoser över lånebehovet, de riktlinjer som regeringen har fastställt och upplåningens fördelning på olika instrument. Syftet är att underlätta för marknadens aktörer att följa och bilda sig en uppfattning om statsskuldspolitiken.

En viktig del av vår externa kommunikation är hemsidan för institutionell upplåning. Denna har utvecklats ytterligare under året för att skapa ett mer överskådligt och mer fullständigt informationsinnehåll.

Investerarrelationerna ska präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. 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 har genomförts under året.

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

## 7.2 Marknadsåtagande

Riksgälden har ett antal marknadsvårdande åtaganden gentemot våra återförsäljare. Syftet är att minska osäkerheten vid bristsituationer och att kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Dessa åtaganden gäller oavsett hur vårt eget kassabehov ser ut.

De viktigaste åtagandena är:

- Likviditetsneutrala reposwappar som erbjuds 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 för att ge likviditet.
- Marknadsvårdande repor som erbjuds i alla nominella benchmarkobligationer, realobligationer och statsskuldväxlar.

Under 2007 gjorde vi reposwappar för motsvarande 43 miljarder kronor. Det kan jämföras med 27 miljarder kronor under 2006. Löpande byten i realobligationer uppgick till 5,2 miljarder kronor, vilket var marginellt mer än under 2006.

Störst fokus var det på de marknadsvårdande reporna, vilket framförallt förklaras av den internationella kreditkrisen. Under året gjorde vi marknadsvårdande repor för igenomsnitt 15,5 miljarder kronor per bankdag. Bakom denna siffra döljer sig dock stora variationer under året. Under september och oktober var den dagliga repopolymen ofta runt 50 miljarder kronor. Det kan jämföras med föregående år då vi gjorde repor för i genomsnitt 5,1 miljarder per dag.

En marknadsvårdande repa innebär att en återförsäljare kan köpa ett statspapper av oss med avtal om att sälja tillbaka det ett visst antal dagar senare. Det gäller oavsett vårt eget lånebehov. De marknadsvårdande reporna syftar till att öka likviditeten och djupet på statspappersmarknaden. Det minskar i sin tur osäkerheten för återförsäljarna och begränsar riskerna för ökade transaktionskostnader.

Repora erbjuds mot en fastställd ränta i förhållande till Riksbankens reporänta. Eftersom vi vill att repomarknaden i största möjliga utsträckning ska hanteras av marknadsaktörerna själva är denna ränta lägre än Riksbankens reporänta.

Den kraftigt ökade efterfrågan på marknadsvårdande repor är framförallt en följd av den globala kreditkrisen då många investerare ökade sina innehav i säkra statspapper. Under perioder med stora portföljomflyttningar uppstår lätt bristsituationer (så kallat *squeeze*)

då det är svårt för aktörerna att hitta de efterfrågade instrumenten på marknaden. Sådana bristsituationer förvärras om investerare inte repar ut sina innehav. Om ett papper till exempel säljs av en aktör som deltar i repomarknaden men köps av investerare som inte deltar, försvinner pappret från den likvida delen av marknaden.

Det ökade intresset att göra marknadsvårdande repor med oss under 2007, medförde att vi stundvis hade stora överskott att placera. I normala fall hanterar vi över- eller underskott vid dagens slut genom insättningar eller lån (deposits). Deposits är emellertid förknippade med kreditrisker och vi har därför limiter på hur stora deposits vi kan göra med varje motpart.

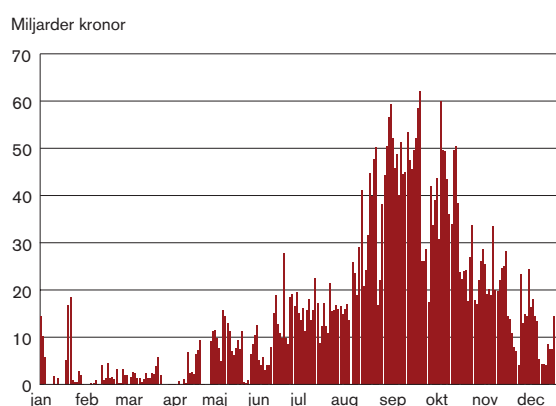
För att begränsa vår kreditexponering placerade vi en del av våra överskott i form av en repa och fick därmed in säkerheter i samband med utlåning. De vanligaste säkerheterna är stats- eller bostadspapper. Mot bakgrund av den stora efterfrågan på statspapper gjorde vi i huvudsak placeringar med bostadspapper som säkerhet.

Repoåtagandet bidrog till att den svenska räntemarknaden fungerade relativt väl under den internationella kreditkrisen. Reporna bidrog med extra likviditet och stabilitet åt marknaden, vilket underlättade för våra återförsäljare att upprätthålla handeln i statspapper. Till exempel hade euromarknaden tidvis svårt att upprätthålla en likvid handel. I Prosperas undersökning (se avsnitt 7.3) framgår att återförsäljarna ännu mer än tidigare värdesätter de marknadsvårdande repor vi erbjuder.

Det finns samtidigt vissa avvisningar med alltför stora repovolymer. Om de marknadsvårdande reporna resulterar i att vi får långvariga överskott påverkar det så småningom våra möjligheter att ge ut statsobligationer. På sikt kan vi bara ge ut obligationer för att täcka budgetunderskott och/eller förfall. Dessutom kan vi få en störning i marknadspriset till följd av vårt agerande. Marknadspriser är en viktig signal när det gäller förändringar i utbud och efterfrågan och fungerar som incitament till förändringar. I den mån våra repor minskar genomslaget på marknaden finns det risk för att nödvändiga Anpassningar fördröjs.

Under hösten inledde därför Riksgälden en dialog med våra motparter om hur situationen skulle hanteras. Från vår sida framhöll vi att de repovolymer vi gjorde under 2007 inte var möjliga att upprätthålla på

Diagram 7.1 MARKNADSVÅRDANDE REPOR UNDER 2007



sikt och att det krävs Anpassningar från marknads sida. Det gäller framförallt repor i statsskuldväxlar. Vi påpekade också att fler investerare måste repa ut de egna innehaven i statspapper. Efterfrågan på repor med oss minskade mot slutet av 2007 och stabiliserades på hanterbara nivåer. Vi ansåg därför inte att det var nödvändigt att genomföra några större ändringar med omedelbar verkan. På längre sikt behöver vi däremot se över villkoren. Följande beslut tog vi dock i december 2007:

- Höjning av premien på marknadsvårdande repor. I december beslöt vi att premien kommer att höjas med 10 räntepunkter från och med den 1 april. Det är främst en Anpassning till ett nytt ränteläge på marknaden, orsakat av höjningar i Riksbankens reporänta.
- Ökad reposwappvolym. Det ska framöver vara möjligt att öka volymen i reposwappar. Reposwappar har den fördelen att de inte påverkar vårt finansieringsbehov.

Vi hade tidigare beslutat att repor ska ske till samma villkor oavsett vår egen kassaställning. Under hösten 2007 upphörde vi sålunda att erbjuda repor till mer förmånliga villkor vid de tillfällen vi själva har underskott. Därmed ökar också förutsägbarheten för de investerare som deltar i repomarknaden.

Vi kommer under 2008 att fortsätta analysera behovet av policyändringar. Mer genomgripande ändringar förutsätter dock en mer övergripande och djupare dialog med marknaden. Vår avsikt är att under första kvartalet 2008 ta fram ett underlag för hur de fortsatta diskussionerna ska ske. De synpunkter som framförs kommer att vara avgörande för om ytterligare ändringar kommer att genomföras.



Vår sammantagna bedömning är att repoåtagandet haft positiva effekter på marknadens stabilitet. För vår del är det viktigt att marknaden fungerar bra även i orostider. Det sänker våra lånekostnader och bidrar till att vi kan upprätthålla en god, långsiktig relation med vår investerarbas.

Det hindrar inte att det kan finnas utrymme för justeringar som ytterligare förbättrar vårt åtagande mot marknaden. Regeringen har också bett oss återkomma med en fördjupad analys av våra repoåtaganden, vilket vi avser att göra under hösten 2008.

### 7.3 Investerarnas uppfattning om Riksgälden

På Riksgäldens uppdrag genomförde Prospera för fjärde året i rad en utvärdering av Riksgäldens upplåning. I slutet av 2007 intervjuades 54 svenska och utländska investerare, 8 återförsäljare samt 6 andra prisställare av svenska statsobligationer.

Intrycket av Riksgälden har successivt stärkts sedan 2004, då den första undersökningen gjordes. Det positiva resultatet stod sig även under 2007 och helhetsintrycket av Riksgälden var mycket gott. Riksgälden fick dessutom ett betydligt högre betyg i år när det gäller kommunikation och auktionsplanering. Resultatet visade också att kunskapen om vår verksamhet ökat hos internationella investerare.

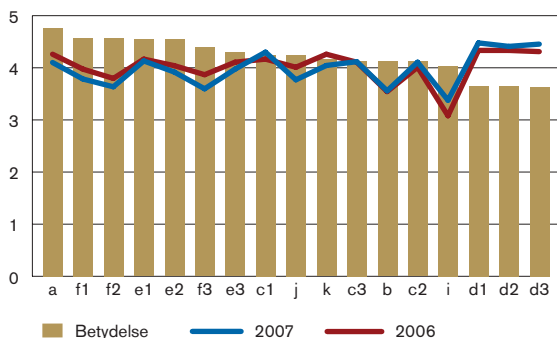
Svagheterna bestod framförallt i investerarkontakterna och lyhörheten för marknadens önskemål, även om betyget för det senare har höjts. Av undersökningen framgår att svenska aktörer nu ställer ännu högre krav på att Riksgälden har bra kontakter med sina motparter.

Nedan följer en sammanfattning av undersökningens resultat.

- Riksgäldens information om lånebehov, finansiering, emissionsvolym och villkor var överlag utmärkt och förutsägbar. Riksgälden värderades generellt högt i internationell jämförelse, särskilt av internationella aktörer. Betyget från svenska investerare var något lägre.
- Försäljningen av statspapper fungerade mycket väl. Försäljningsformer och information fick betyget utmärkt av i stort sett alla aktörer. Intrycket av hur vi drog ned auktionsvolymerna för realobligationer och statsskuldväxlar var dock något sämre.
- Återförsäljarna värdesatte våra marknadsvårdande repor men gav oss inte lika högt betyg som 2006. Detta trots att de marknadsvårdande reporna utnyttjades i mycket hög utsträckning.
- Återförsäljarna är mindre nöjda med Riksgäldens löpande byten av realobligationer.
- Fortfarande ansåg svenska investerare att Riksgälden inte är tillräckligt lyhörd för marknadens önskemål. Samtidigt framförs att Riksgälden inte ska vara alltför lyhörd.
- Av svaren att döma träffar vi fortfarande inte investerare tillräckligt ofta. Drygt hälften, vilket är färre än 2006, av svenska investerare har intresse av att delta i investerarmöten.
- Andelen investerare som tar del i primärmarknaden har för tredje året i rad sjunkit.
- Bra likviditet och pristransparens på andrahandsmarknaden för nominella obligationer. Internationella aktörer gav dock ett lägre betyg. Samtliga tillfrågade gav likviditet och prisinformation i realobligationsmarknaden underkänt.

Resultatet stämmer väl överens med de intryck vi har av hur marknaden och vår verksamhet fungerar. Vi tycker att det är särskilt tillfredställande att våra marknadsvårdande repor värdesattes och att de upplevdes ha haft en stabiliserande inverkan på räntemarknaden. Att betyget för de marknadsvårdande reporna ändå sjönk jämfört med föregående år, beror sannolikt på en osäkerhet bland marknadaktörerna kring Riksgäldens framtida agerande och roll i repomarknaden.

Diagram 7.2 VÄRDERING AV RIKSGÄLDEN,  
SVENSKA INVESTERARE 2007 OCH 2006



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

Som framgår ovan fortsatte antalet deltagare på primärmarknaden att minska under 2007. Det kan bero på att andrahandsmarknaden upplevdes som tillräckligt stor och likvid för handel i statspapper. En annan tänkbar förklaring är att auktionerna inte tillförde särskilt mycket mer i volym jämfört med vad som redan fanns att köpa på andrahandsmarknaden.

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

Med anledning av de synpunkter som framkommit i tidigare undersökningar, erbjöd vi under 2007 ett flertal diskussionstillfällen med investerare och återförsäljare. Förutom informationsmöten i samband med publikationen av Statsupplåningsrapporten hade vi även fördjupade diskussioner om vårt marknadsåtagande i repor med anledning av det minskade lånebehovet.

## 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 Lyhörighet för marknadens önskemål

#### Professionellt agerande

- j Internationell jämförelse
- k Jämförelse med svenska bostadsinstitut

## 8. Måluppfyllelse & resultat

Att exakt utvärdera om målet att låna till lägsta möjliga långsiktiga kostnad utan att ta för stora risker uppnåddes är inte möjligt. De beslut som är viktigast för kostnader och risk fattas av regeringen i riktlinjerna för statsskuldsförvaltningen. Det finns inga entydiga måttstockar för att utvärdera riktlinjebesluten. I stället handlar utvärderingen om att ta ställning till om besluten sammantaget framstår som rimliga och väl avvägda med hänsyn till målet och den information som fanns när besluten fattades. Styrsystemet för 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 givit ett viktigt bidrag till att uppnå det övergripande målet för statsskuldsförvaltningen.

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 42 miljarder kronor. Valutaandelen i statsskulden minskade till –17,6 procent av den totala statsskulden, men är alltså högre än det långsiktiga riktvärdet i regeringens riktlinjer.
- Andelen real skuld ökade till 26,4 procent av statsskulden och är något över riktvärdet som regeringen fastställt.
- Vi uppfyllde målet för den samlade skuldens löptid.
- Den aktiva förvaltningen resulterade i en förlust på 238 miljoner kronor under 2007. Under åren 2003 till 2007 var vinsten 803 miljoner kronor
- Upplåningen på privatmarknaden gav ett överskott på 171 miljoner kronor. 2003–2007 var vinsten 826 miljoner kronor.

Till dessa mätbara resultat ska läggas att vi genom en genomtänkt skuld- och marknadsvård bidrog till en väl fungerande statspappersmarknad. Den bedömningen stöds av resultatet i årets enkätundersökning. En bra statspappersmarknad medför lägre lånekostnader för staten och minskade risker genom att väl fungerande marknader finns att tillgå om statens behov av att låna oväntat skulle öka.





# 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](http://www.riksgalden.se)