

RIKSGÄLDS  
KONTORET

THE SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

# Statens lånebehov och finansiering – prognoser och planer

21 maj 2001

# STATENS LÅNEBEHOV

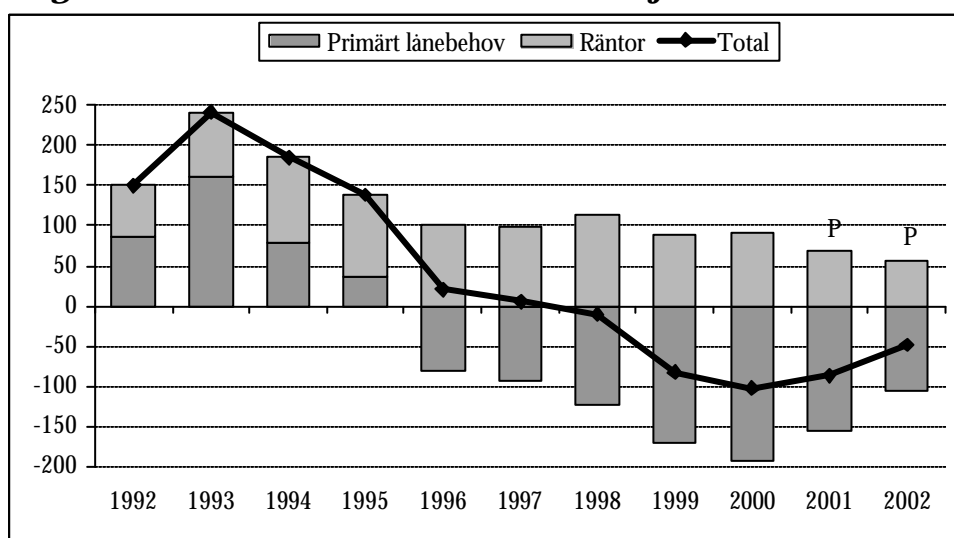
Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2001 pekar på ett överskott i statens betalningar på ca 86 miljarder kronor, större än det intervall på 70–80 miljarder kronor som angavs i kvartalsrapporten i januari, men inom det intervall på 80–90 miljarder som gällt sedan februari. Prognosen för 2002 pekar på ett överskott på ca 48 miljarder kronor.

## Årsprognosen för 2001

Under de fyra månader som gått sedan föregående lånebehovsprognos publicerades har positiva nettoinflöden till statskassan, främst i form av större skattebetalningar än förväntat, genererat ett större överskott i statens betalningar än väntat. Allt annat lika borde detta ge upphov till ett mindre lånebehov innevarande år. Det finns dock även faktorer som pekar i andra riktningen.

Exempelvis är konjunkturutvecklingen viktig för lånebehovet. Den nu aktuella prognosen är baserad på den makroekonomiska bilden i Konjunkturinstitutets marsprognos, vilken visar på en svagare tillväxt än vad som tidigare prognostiserades. Lägre tillväxt innebär ett större lånebehov till följd av att lägre skattebetalningar minskar statens intäkter samtidigt som bl.a. kostnader för arbetslöshetsunderstöd ökar statens utgifter. Som en följd av den svagare konjunkturbilden har därför de positiva utfallen under början av året inte fullt ut slagit igenom i den reviderade årsprognosen av lånebehovet. Det bör noteras att det krävs en betydligt kraftigare nedgång i tillväxt och sysselsättning än den som Konjunkturinstitutet (KI) prognostiserar för att lånebehovet ska påverkas i någon större utsträckning. (Se avsnittet om statsfinansernas konjunktürkänslighet på sidan 5.)

**Diagram 1: Statens lånebehov 1992–2002, miljarder kronor.**



Statens betalningar, som motsvarar statens budgetsaldo, beräknas sammantaget ge ett överskott på ca 86 miljarder kronor 2001. Ett överskott i stats-

budgeten är liktydigt med ett negativt lånebehov, dvs. att staten amorterar på sin skuld.

**Det primära överskottet**, samlingsbegreppet för alla statliga betalningar exklusive räntor på statsskulden, bedöms uppgå till 154 miljarder kronor; en ökning med ca 14 miljarder jämfört med föregående prognos. Allteftersom statsskulden blivit lägre och räntenivån sjunkit har **räntebetalningarna** på statsskulden minskat; se diagram 1.<sup>1</sup> Den trenden fortsätter, men i något mindre utsträckning än tidigare beräknat. Under inledningen av detta år har räntorna stigit något. Det gör att räntebetalningarna för 2001 ökat med ca 1 miljard jämfört med föregående prognos, till dryga 68 miljarder kronor.<sup>2</sup> Sammantaget innebär detta att Riksgäldskontoret räknar med ett större överskott i statens betalningar än de 70–80 miljarder som redovisades i januari. Prognosen pekar nu på ett överskott på ca 86 miljarder kronor under 2001.

Ökningen av det primära överskottet beror främst på att nettoinbetalningarna till skattekontot beräknas bli större. Förbättringen fångas i princip helt av att utfallen för årets första fyra månader gett 13 miljarder mer i skattebetalningar än prognostiserat. Vissa justeringar har gjorts av prognosen för skattebetalningarna för resterande del av året. Bland annat har prognosen för fyllnadsinbetalningar i december reviderats ner något på grund av den fortsatt instabila utvecklingen på de finansiella marknaderna. Fyllnadsinbetalningar är erfarenhetsmässigt svåra att förutsäga, varför bedömningen är osäker.

För övrigt kan nämnas att ett antal myndigheter beräknas ha mindre utbetalningar under 2001 än vid förra prognostillfället. Detta motverkas endast delvis av att prognoserna för utbetalningarna av biståndsmedel har reviderats upp till följd av ny information i regeringens vårproposition. Kontoret räknar vidare, liksom i januariprognosen, med utförsäljningsinkomster på sammanlagt 15 miljarder under 2001. Hittills har staten fått in drygt 1 miljard kronor från inlösen av aktier i AssiDomän.

Riksgäldskontorets nettoutlåning beräknas för innevarande år bli ca 10 miljarder kronor, en ökning med ca 2 miljarder sedan januariprognosen. Ökningen beror på något högre utlåning till vissa myndigheter.

## HUR PROGNOSENA PRESENTERAS

Riksgäldskontoret har fram till nu presenterat årsprognoser över lånebehovet i termer av jämna tiomiljardersintervall. Det har inneburit att prognosen angivits som t.ex. 80–90 miljarder kronor oberoende av om punkttestimatet varit 81 eller 89 miljarder. Syftet har i första hand varit att markera den osäkerhet som präglar prognosen. Vidare har kontoret velat undvika att små

<sup>1</sup> Ränteberäkningen är baserad på räntor och valutakurser per den 10 maj 2001.

<sup>2</sup> I den prognos som publicerades i januari angavs räntebetalningarna till 65 miljarder kronor, vilket var en avrundad siffra.

ändringar i bedömningen, som inte har någon praktisk betydelse för låneplanering m.m., får omotiverad uppmärksamhet.

Den här presentationstekniken har samtidigt nackdelar. Den underliggande prognosen kan ändras med uppemot nio miljarder utan att det officiella intervallet påverkas. Omvänt leder en ändring från t.ex. 79,5 till 80,5 till att intervallet ändras från 70–80 till 80–90. Metoden kan således både dölja relativt stora ändringar och ge en överdriven bild av små sådana.

Som framgått ovan har Riksgäldskontoret beslutat att övergå till att ange lånebehovet som ett miljardbelopp även i årsprognoserna. Prognoserna blir därigenom enklare att tolka.

Alltjämt gäller att lånebehovsprognoser är förknippade med stor osäkerhet. Även på relativt kort sikt kan prognosavvikelse i storleksordningen 10 miljarder kronor uppträda, t.ex. i samband med att fyllnadsinbetalningar görs eller om beslut om försäljning av statliga tillgångar fattas. Dessa och andra osäkerhetsfaktorer kvarstår. Att prognoserna framgent presenteras som ett visst miljardbelopp skall således inte uppfattas som att precisionen i kontorets bedömningar ökat.

Helst skulle det vara möjligt att kvantifiera osäkerheten genom att ange ett sannolikhetsintervall kring prognossiffran. Underlag för sådana preciseringar saknas dock. Allmänt gäller självklart att osäkerheten är större ju längre fram i tiden prognosen sträcker sig. Det subjektiva osäkerhetsintervallet är således mindre för prognosen för innevarande år än för 2002.

## Årsprognosen för 2002

Riksgäldskontorets första prognos för 2002 pekar på att statens betalningar kommer att fortsätta att uppvisa överskott. Överskottet uppskattas till ca 48 miljarder kronor. Det motsvarar en minskning med 38 miljarder kronor jämfört med 2001.

**Det primära överskottet** beräknas till 105 miljarder kronor. Det är närmare 50 miljarder mindre än 2001. Utvecklingen förklaras av tre huvudfaktorer. För det första bedöms de tillfälliga nettoinbetalningarna minska från 45 till 30 miljarder kronor. Förfallen av bostadsobligationer som överförts från AP-fonden minskar från 42 till 7 miljarder kronor. En ny tillfällig post härrör från att Riksgäldskontoret antar att det kommer att ske en ytterligare extra inleverans på i storleksordningen 20 miljarder kronor från Riksbanken. Beslut i denna fråga kommer inte att fattas förrän under vårriksdagen 2002, men Finansutskottet har i sitt betänkande om årets inleverans förutsatt att den fortsatta analysen av Riksbankens kapitalbehov kommer att visa att det finns utrymme att föra över minst lika mycket som i år. Årets överföring sker genom att Riksbanken överläter 20 miljarder i obligationer till Riksgäldskontoret. Den påverkar därför inte lånebehovet utan reducerar statsskulden direkt. Eftersom Riksbanken därefter inte har några kronobligationer, har kontoret antagit att ytterligare överföringar kommer att ske genom kontant betalning och således påverka lånebehovet.

För det andra har kontoret antagit att skattesänkningar med 20 miljarder kronor under 2002 kommer att beslutas senare i år. Antagandet är baserat på att regeringen i vårpropositionen anger utrymmet för s.k. beräkningstekniska överföringar till hushållen till 26 miljarder kronor. En kompensation till hushållen för ytterligare en fjärdedel av den allmänna pensionsavgiften är sannolik och skulle ta ungefär 10 miljarder i anspråk. Till dessa skattesänkningar kommer att volym- och prisökningar i transfereringssystemen och vissa reformer ökar utgifterna. Kontoret antar att eventuella extra överföringar till hushållen görs genom skattesänkningar, eftersom det inte finns något nämnvärt utrymme under utgiftstaket.

För det tredje antas fyllnadsinbetalningarna av skatt från hushåll och företag minska med ca 8 miljarder kronor jämfört med 2001. Antagandet grundar sig bl.a. på att utbetalningen av de så kallade SPP-medlen medförde onormalt stora fyllnadsinbetalningar under våren 2001. Därtill kommer att det allmänna priset på aktier har minskat stocken av orealiserade kapitalvinster i hushållssektorn. Det är därmed rimligt att anta något mindre fyllnadsinbetalningar kopplade till realisationsvinster på aktier. Eftersom det är svårt att bedöma i vilken takt eventuella reavinster kommer att realiseras, är bedömningen av fyllnadsinbetalningarna synnerligen osäker.

När det gäller inkomster från försäljningar av statlig egendom antar kontoret att inbetalningarna även under 2002 kommer att ligga på 15 miljarder kronor. Detta antagande överensstämmer med regeringens bedömning i vårpropositionen.

Svensk ekonomi antas fortsätta att växa under 2002, även om det sannolikt sker i relativt långsam takt. Följaktligen växer skattebaser, vilket i sig ger staten större inkomster. Dessa inkomster är emellertid inte tillräckligt stora för att uppväga de ovan nämnda faktorerna tillsammans med utgiftsökningar till följd av bland annat ökade utbetalningar till kommunerna och AP-fonderna. Nettot blir därmed en minskning av det primära överskottet med närmare 50 miljarder kronor jämfört med 2001.

**Räntebetalningarna på statsskulden** beräknas minska från ca 68 miljarder kronor 2001 till ca 57 miljarder kronor 2002. De lägre räntebetalningarna beror huvudsakligen på att statsskulden fortsätter att minska. Dessutom förfaller ett obligationslån med hög kupongränta under 2002 och ersätts med lån med lägre ränta. Slutligen beräknas kontoret göra valutavinster på förfallande valutalån under 2002 medan samma post under 2001 förväntas ge förluster.

## **Känslighetsanalys**

Prognosen är som nämnts osäker, bl.a. därför att antaganden om den ekonomiska utvecklingen kan visa sig felaktiga. Nedan presenteras en partiell analys av vilka effekter på lånebehovet som förändringar av några viktiga makrovariabler har, grovt räknat och tagna var för sig, på ett års sikt. Sådana känslighetsanalyser kan ge viss vägledning för hur lånebehovet

skulle påverkas om ekonomin utvecklas annorlunda än väntat. Vill man göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas. (Se även rutan nedan om statsfinansernas konjunkturkänslighet.)

<i>Ökning med en procent/procentenhet</i>	<i>Effekt på lånebehovet (mdr kr)</i>
Lönesumman	-(1-2)
Hushållens konsumtionsutgifter i LP	-(1-2)
Öppen arbetslöshet	3,5-4,5
Räntenivån i Sverige	3
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

## STATSFINANSEARNAS KONJUNKTURKÄNSLIGHET

De senaste årens goda ekonomiska utveckling har bidragit till att stärka statsfinanserna. Inte minst har återhämtningen i sysselsättningen i förhållande till krisären i mitten av 1990-talet varit gynnsam genom att dels öka skatteunderlaget, dels minska statens kostnader för t.ex. arbetslöshetsersättning. De senaste månaderna har tecken på nedgång i tillväxten visat sig, även om det råder stor osäkerhet om hur djup och långvarig en eventuell konjunktursvacka kan komma att bli. Frågan om de svenska statsfinansernas konjunkturkänslighet har därmed fått förnyad aktualitet.

### Empiriska studier

Med tanke på att Sverige har en förhållandevis stor offentlig sektor, höga inkomstberoende skatter och relativt höga ersättningsnivåer i konjunkturberoende försäkringssystem, t.ex. arbetslöshetsförsäkring, är det förklarligt att de svenska offentliga finanserna har uppvisat en hög känslighet för konjunktursvängningar. I jämförande studier av hur de offentliga finanserna påverkas av ändringar i BNP brukar Sverige hamna högt. Enligt OECD:s beräkningar minskar det offentliga finansiella sparandet i Sverige med motsvarande med 0,7 procent av BNP om BNP-tillväxten går ner med en procentenhet, den högsta siffran bland EU-länderna.<sup>3</sup> Liknande resultat – en känslighet i intervallet 0,6-0,8 – framkommer i en studie av budgetens konjunkturkänslighet av Henrik Braconier och Steinar Holden.<sup>4</sup> Siffrorna för Sverige ligger något högre än för de övriga nordiska länderna. Reaktionen är starkare om störningen härrör från inhemsk efterfrågan än om det är exportkonjunkturen som viker. Det beror på att inhemska sektorer är mer sysselsättningsintensiva, vilket gör att nedgången slår hårdare på den viktigaste skattebasen, lönesumman i ekonomin. Dessutom ökar utgifterna om sysselsättningen viker.

<sup>3</sup> OECD Economic Outlook No. 62, december 1997.

<sup>4</sup> Henrik Braconier och Steinar Holden, "The public budget balance – fiscal indicators and cyclical sensitivity in the Nordic countries", Nordiska Ministerrådet, oktober 1999.

Studierna syftar till att skilja ut de svängningar i de offentliga finanserna som beror på automatik i skatte- och utgiftssystem från dem som beror på att nya beslut fattas som reaktion på den ekonomiska utvecklingen. Exempel på det sistnämnda är utgifterna för bankstödet i början på 1990-talet, som bidrog till att höja statens lånebehov under krisen, och det omfattande konsolideringsprogrammet, som genomfördes för att sanera statsfinanserna efter krisåren. Det ligger i sakens natur att behovet av och benägenheten att fatta sådana beslut är svåra att förutsäga. I den mån de diskretionära besluten följer vissa etablerade mönster är skillnaden i förhållande till automatiska mekanismer i praktiken försumbar.

### **Kvalitativa aspekter**

Braconier och Holdens analyser bygger på data t.o.m. 1997. Följaktligen har de inte haft möjlighet att beakta effekterna av den ändrade statliga budgetprocessen, med nominella utgiftstak och budgetmål. Allt annat lika bör dessa ändringar minska automatiken i statsfinanserna, i första hand på utgiftssidan. Tidigare kunde utgifterna öka kraftigt om ekonomin försvagades utan att detta föranledde några åtgärder. Om en viss typ av utgifter skulle öka måste i det nuvarande systemet medel i första hand flyttas från andra anslag inom samma utgiftsområde. I andra hand kan omprioriteringar mellan utgiftsområden ske. Först i tredje hand kan det bli aktuellt att låta de totala utgifterna överstiga det ursprungliga utgiftstaket. Både omprioriteringar och ändring av det totala utgiftstaket förutsätter beslut i riksdagen.

Den tidigare utgiftsautomatiken har således försvunnit och det krävs diskretionära beslut för att gå över utgiftstaken. I praktiken har den nya budgetprocessen därigenom ändrat förutsättningarna för diskretionär utgiftspolitik. Handlingsfriheten på inkomstsidan är större, i vart fall på kort sikt, eftersom det överordnade budgetpolitiska överskottsmålet gäller över en konjunkturcykel och inte ställer samma krav på formell uppföljning som utgiftstaket. Även pensionsreformen kan antas ha påverkat statsfinansernas egenskaper, bl.a. genom att en större del av de lönesummeberoende inkomsterna förs över till pensionssystemet.

Av dessa skäl är det troligt att de svenska statsfinanserna numera är mindre konjunktur känsliga än tidigare, men hur mycket mindre är svårt att bedöma. En osäkerhetsfaktor är att den nya budgetprocessen inte prövats i en nedgångsfas. Icke desto mindre ger det nya regelverket statsfinanserna större stabilitet än det tidigare.

### **Hur bör det vara?**

Samtidigt bör det noteras att viss konjunktur känslighet i statsfinanserna är önskvärd. Automatiken i statens utgifter och inkomster över konjunkturcykeln kan bidra till att stabilisera ekonomin. Förutsättningen är att svängningarna sker kring en långsiktigt hållbar bana, så att underskotten under perioder med låg tillväxt uppvägs av överskotten under högkonjunktur.

Frågan hur konjunktur känsliga statsfinanserna bör vara har inget enkelt svar. Hög känslighet kan ge god konjunktur stabilitet i ett normalt cykliskt

förlopp, men kan å andra sidan skapa obalanser om ekonomin drabbas av en varaktig negativ chock. Som erfarenheterna från 1990-talets början visar kan de statsfinansiella problemen då hinna växa sig stora innan regering och riksdag hinner reagera med åtgärder som anpassar utgifter och inkomster till att resurserna för offentligt finansierad verksamhet minskat. Även stats-skuldens storlek spelar roll. Ju mindre skulden är i utgångsläget, desto större är utrymmet att absorbera störningar genom att under en period underbalansera budgeten.

En tredje faktor är vilken växelkursregim som gäller. Med en rörlig växelkurs finns det förutsättningar för penningpolitiken att medverka till att stabilisera efterfrågeutvecklingen i ekonomin. Då är behovet av automatiska stabilisatorer i finanspolitiken i motsvarande mån mindre. Med fast växelkurs, eller för ett litet land i en monetär union, kan penningpolitiken i liten utsträckning anpassas till vad som händer i den inhemska ekonomin. Följaktligen skulle därmed betydelsen av verksamma finanspolitiska stabilisatorer vara större om Sverige gick med i EMU.

### **Slutsatser**

Sammanfattningsvis kan det konstateras att det inte är enkelt att avgöra vare sig hur konjunkturkänsliga de svenska statsfinanserna numera är eller hur känsliga de bör vara. Mycket talar dock för att de är avsevärt mindre känsliga än under 1990-talets första del och att en sådan anpassning varit nödvändig, i synnerhet genom att den hänger samman med uppstramningen av budgetprocessen.

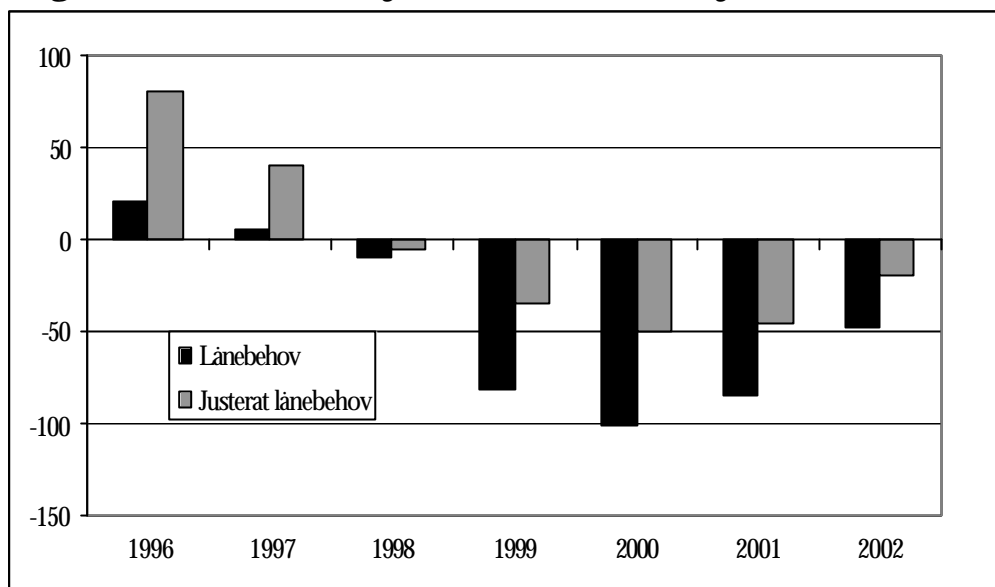
De aktuella konjunkturprognoserna pekar på en viss nedgång i tillväxten i Sverige. De närmaste åren skulle således kunna ge ny information om t.ex. effekterna av budgetreformen. Dock krävs en djupare och mer varaktig nedgång än den som flertalet prognosmakare just nu talar om för att ge någon nämnvärd effekt på statsfinanserna. Huvudscenariot pekar på en tillväxt klart över 2 procent i år och måhända mer under 2002. Därigenom kan man räkna med en underliggande förstärkning av skattebaserna, låt vara i mindre grad än om tillväxten stadigt legat över 3 procent. Det är i detta perspektiv som Riksgäldskontorets prognoser för lånebehovet 2001 och 2002 skall ses.

### **Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter**

Det redovisade lånebehovet har minskat kraftigt de senaste åren, men för i år prognostiseras en liten ökning och för nästa år en ökning med nära 40 miljarder kronor. De stora svängningarna i det redovisade lånebehovet kan lätt ge en överdriven bild av den ekonomiska utvecklingens betydelse för budgetsaldot. För att ge en mer rättvisande bild av statens finanser bör man exkludera tillfälliga betalningar, dvs. betalningar som inte varaktigt förändrar statens förmögenhet. (För en mer utförlig beskrivning av Riksgäldskontorets definition av tillfälliga betalningar, se prognosrapporten från 2001-01-31, som även kan hämtas från kontorets webbplats, [www.rgk.se](http://www.rgk.se).)



**Diagram 2: Redovisat och justerat lånebehov, miljarder kronor.**



Det redovisade lånebehovet beräknas öka med ca 38 miljarder kronor, från -86 miljarder 2001 till -48 miljarder 2002. Det justerade lånebehovet beräknas samtidigt öka med ca 25 miljarder, från -45 till -20 miljarder. En del av ökningen av lånebehovet, dvs. minskningen av överskottet, förklaras således av att de tillfälliga nettoinbetalningarna minskar till ca 30 miljarder kronor, omkring två tredjedelar av genomsnittet under de tre föregående åren.

## Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Regeringen och KI redovisade prognoser för statens lånebehov senast i mars (se tabell 1). Vid första anblicken är skillnaderna mellan Riksgäldskontorets prognos och de andras för 2002 iögonfallande stora. Kontoret räknar med ett överskott som är 38 miljarder kr större än regeringens och 15 miljarder större än KI:s.<sup>5</sup>

**Tabell 1: Jämförelse mellan andra lånebehovsprognoser, miljarder kronor.**

	Riksgäldskontoret		Regeringen		Konjunkturinstitutet	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
<b>Primärt lånebehov</b>	-154	-105	-135	-69	-142	-93
<b>Räntor på stats-skulden</b>	68	57	66	60	64	61
<b>Nettolånebehov</b>	-86	-48	-69	-9	-78	-32

En stor del av differenserna mellan prognoserna för 2002 kan hänföras till olikheter i utgångsläget i form av det beräknade lånebehovet för 2001. Ytterligare en del av skillnaden förklaras av olika antaganden om räntebetalningarna för statsskulden, där regeringen och KI bygger på ränteprognoser

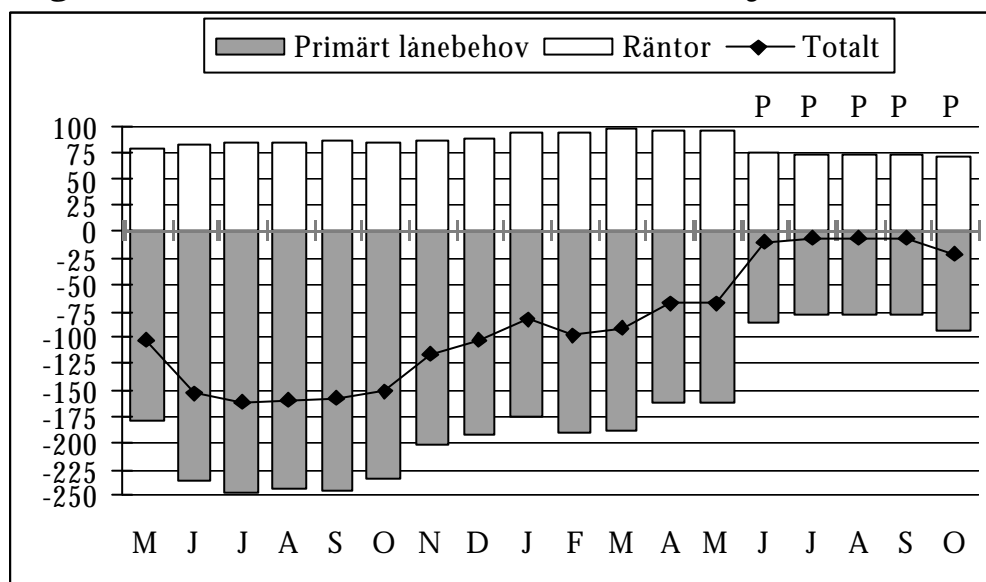
<sup>5</sup> KI har ej beaktat eventuella ytterligare skattesänkningar, men ej heller inkluderat några ytterligare överföringar från Riksbanken. Dessa faktorer tar ut varandra, varför kontorets och KI:s prognoser kan jämföras direkt.

ser medan Riksgäldskontoret använder stoppräntor. Rensat för dessa faktorer räknar Riksgäldskontoret och KI med ungefär samma utveckling av lånebehovet mellan 2001 och 2002. Regeringen räknar med en 17 miljarder kronor större ökning.

## Månadsprognoser

Riksgäldskontoret presenterar genomarbetade lånebehovsprognoser fyra gånger per år i stället för som tidigare varje månad. Samtidigt publiceras månadsprognoser för de mellanliggande månaderna. Om dessa prognoser, till följd av utfall eller annan ny information, skulle behöva revideras mellan de ordinarie prognostillfällena kommer detta att redovisas i samband med att utfallet för lånebehovet för föregående månad presenteras. Revideringar av årsprognoserna kommer endast undantagsvis att göras mellan kvartalsrapporterna.

**Diagram 3: Statens lånebehov, tolv månaderstal, miljarder kronor.**



I denna prognos redovisas månadsprognoser för juni t.o.m. oktober, då nästa kvartalsrapport publiceras. Att lånebehovet beräknas bli avsevärt mycket högre i juni och juli i år förklaras främst av att ca 64 miljarder kronor av likviden för försäljningen av Telia betalades in i juni och 9 miljarder kronor i juli 2000. I juni inbetalades även Stattums utdelning på 11 miljarder kronor till staten. För oktober 2001 prognostiseras ett mindre lånebehov än utfallet av oktober 2000. Det förklaras främst av att ca 9 miljarder kronor i premiepensionsmedel betalades ut till privata förvaltare i oktober 2000. Att tolv månaderstalet i oktober visar på ett så litet överskott i förhållande till prognosen för helåret beror på att de övriga utbetalningarna av premiepensionsmedel under hösten 2000 bortfaller ur tolv månaderstalet under november och december, månader som i fjol uppvisade stora överskott.

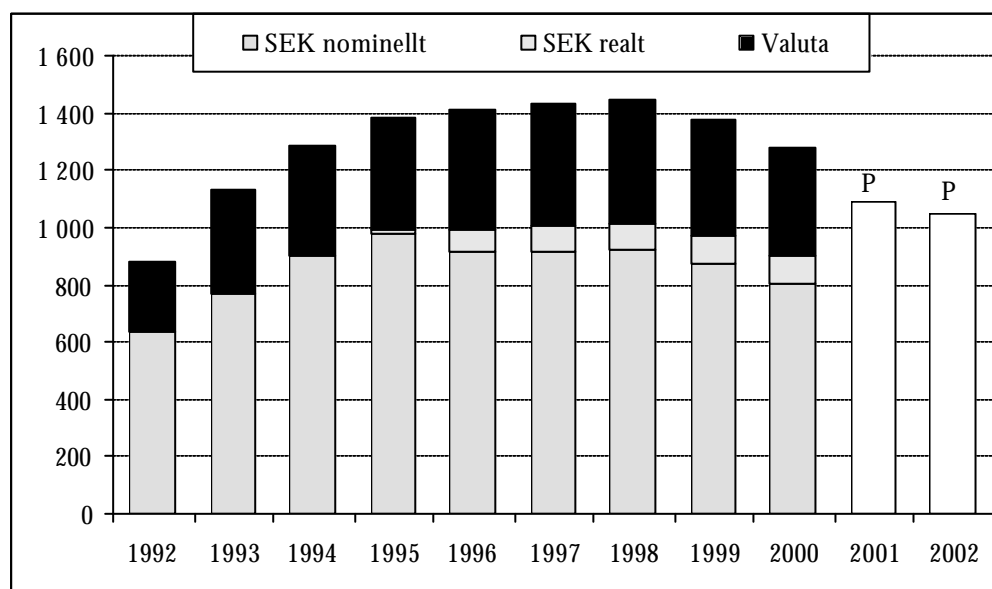
**Tabell 2: Statens lånebehov, miljarder kronor.**

	Juni		Juli		Augusti		September		Oktober	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
<b>Primärt lånebehov</b>	-84,3	-8,9	-17,5	-10,1	-0,4	-0,2	-19,0	-19,2	5,8	-8,4
<b>Räntor på statsskulden</b>	22,8	4,4	3,1	0,6	4,0	3,2	3,9	3,8	0,9	-0,5
<b>Lånebehov, netto</b>	-61,5	-4,5	-14,5	-9,5	3,6	3,0	-15,1	-15,4	6,7	-8,9

## STATSSKULDEN

Riksgäldskontoret räknar med att statsskulden kommer att vara ca 1095 miljarder kronor vid utgången av 2001. Det innebär en minskning med ca 185 miljarder under året. Att skulden förväntas minska mer än vad som motsvaras av budgetöverskottet beror framför allt på att staten vid årsskiftet fick statsobligationer från AP-fonderna. Dessa minskade statsskulden med 69 miljarder kronor utan att påverka det kassamässiga överskottet. Dessutom hade Riksgäldskontoret vid senaste årsskiftet korta placeringar, dvs. viss överupplåning, på ca 10 miljarder kronor till följd av oväntat stora skatteinbetalningar strax före årsskiftet. Staten kommer också att få en extra inleverans från Riksbanken på 20 miljarder kronor i form av statsobligationer under 2001. Denna inleverans har samma effekt på statsskulden som inleveransen från AP-fonden.

**Diagram 4: Statsskulden 1992–2002, miljarder kronor.**



En annan faktor som ger upphov till skillnader mellan kassaöverskott och skuldförändring är kronans växelkurs. Om kronan stärks, minskar valuta-skulden mätt i kronor (och vice versa om kronan försvagas) och därmed den totala statsskulden direkt. Statens lånebehov påverkas först om och när växelkursrörelserna leder till realiserade kursförluster, dvs. i den mån växelkursen ligger kvar på samma nivå när valutalån betalas tillbaka. Skuldprognosen är – liksom lånebehovsprognosen – gjord på basis av de växelkurser som gällde vid prognostillfället.

Under 2002 beräknas statsskulden minska till ca 1045 miljarder kronor. Nästa år förväntas inga extraordinära effekter vid sidan av lånebehovet, motsvarande inleveranserna från AP-fonden och Riksbanken. Följaktligen är skillnaden mellan överskott och statsskultsförändring under 2002 liten.

## **FINANSIERING**

### **Emissionsvolymerna av nominella obligationer sänks från 3 till 2 miljarder kronor**

Den 11 april minskade Riksgäldskontoret emissionsvolymen av nominella obligationer från 4 till 3 miljarder kronor per auktionstillfälle. I samband med neddragningen förvarnades om att ytterligare neddragningar kunde bli aktuella, även vid en oförändrad lånebehovsprognos. Auktionsvolymen av nominella obligationer bestäms av medelfristiga prognoser på upplåningsbehovet. Lånebehovsprognosen för 2002 har därför betydelse för hur stora auktioner kontoret väljer att genomföra under hösten. Mot bakgrund av att lånebehovsprognosen tillsammans med förfalloprofilen indikerar ett lågt bruttolånebehov även under 2002, räknar kontoret med att minska auktionsvolymen till 2 miljarder kronor per auktion från och med obligationsauktionen den 15 augusti. Som vanligt kan dessa planer ändras om det skulle inträffa stora, oförutsedda förändringar i lånebehovsprognosen.

Prognoserna över lånebehovet implicerar en lägre beräknad emissionsvolym av nominella obligationer under 2002 än 2001. Riksgäldskontoret uppskattar att obligationer för ca 45 miljarder kronor kommer att emitteras under nästa år, jämfört med totalt ca 65 miljarder kronor innevarande år. På månadsbasis skulle detta innebära att den nu planerade emissionsvolymen på 2 miljarder kronor per auktion, eller ca 4 miljarder kronor per månad, kan bibehållas även under 2002. Emissionsprognosen för nästa år baseras på antagandet att regeringens riktlinjebeslut för statsskultförvaltningen för nästa år inte ändras väsentligt, med avseende på durationsmål, amorteringstakt av valutaskulden och fördelningen i övrigt mellan olika skuldslag. Regeringsbeslutet med riktlinjer för 2002 fattas i november. Kontoret antar vidare att swappar i kronmarknaden kommer att genomföras i ungefär samma utsträckning som i år, dvs. en total volym på ca 30 miljarder kronor. Detta innebär att knappt 70 procent av den beräknade emissionsvolymen av nominella obligationer under nästa år kommer att transformeras till kort ränteeponering. Det bör noteras att emissionsvolymen av obligationer påverkas om kontoret skulle ändra sina swapplaner. Riksgäldskontoret genomför swappar i kronmarknaden för att via lång kronupplåning erhålla exponering i kort ränta. En del av swapparna transformeras till utländsk valuta och resterande bibehålls som rörlig kronupplåning. Riksgäldskontoret lånar relativt andra emittenter billigare på marknaden för långa lån än för korta lån. Swappar ger således en kostnadseffektiv upplåning.

## **Auktioner av obligationer och statsskuldväxlar under sommaren**

Nettoöverskott i statsbudgeten i kombination med små förfall av lån innebär att bruttolånebehovet blir lågt under sommarmånaderna. Säsongsmissiga variationer i lånebehovet under året är helt normalt. För att parera detta anpassar kontoret emissionsvolymerna av statsskuldväxlar. Om emissionsverksamheten under sommaren skulle upprätthållas enligt det normala mönstret, med auktioner av nominella obligationer varannan vecka och statsskuldväxlar varannan vecka, skulle emissionsvolymerna bli mycket små. Kontoret har därför beslutat att inte genomföra några auktioner under perioden den 11 juli till den 1 augusti. Statsskuldväxeln med förfall i januari 2002, som skulle ha introducerats i juli, kommer i stället att introduceras i juni. Den sista auktionen före uppehållet utgörs av en obligationsauktion den 4 juli. Auktionsverksamheten återupptas sedan med en statsskuldväxelauktion den 8 augusti. Från och med den 8 augusti kommer auktionerna att genomföras enligt det normala mönstret, med auktioner av nominella obligationer eller statsskuldväxlar på onsdagar samt auktioner av realobligationer cirka en gång i månaden. Auktionsschema för återstoden av året finns att hämta på kontorets webbplats, [www.rgk.se](http://www.rgk.se), under Investerarinformation.

## **Riksgäldskontoret stödjer e-handeln med utökad repofacilitet för nominella obligationer**

Riksgäldskontoret deltar i repomarknaden dels som en del i kontorets likviditetshantering, dels för att stödja likviditeten i marknaden (marknadsvårdande repofacilitet). Införandet av elektronisk handel medför en koncentration av handeln till tre referenslån, dvs. de statsobligationslån för vilka det finns kvoteringskrav. Dessa kan utvecklas till vad som kan kallas "superbenchmarks" med stor omsättning och låga transaktionskostnader, något som gynnar alla aktörer på marknaden. För att undvika att denna koncentration av likviditet leder till bristsituationer på dessa obligationer finns det skäl för Riksgäldskontoret att stödja funktionaliteten i den elektroniska handelsplatsen genom att öka den marknadsvårdande repofaciliteten för dessa "superbenchmarks".

Riksgäldskontoret ökar därför repofaciliteten från 500 miljoner kronor till 1 miljard kronor per återförsäljare från den 21 maj. För de övriga lånen bibehålls den marknadsvårdande repofaciliteten med nuvarande storlek, dvs. 500 miljoner kronor per återförsäljare. Under en introduktionsfas kommer endast tioårslånet att handlas elektroniskt. Till att börja med kommer den justerade marknadsvårdande repofaciliteten därmed endast att gälla detta lån. Prissättningen på den marknadsvårdande repofaciliteten kommer även fortsättningsvis att vara 60 punkter under Riksbankens reporänta. Riksgäldskontoret vill via prissättningen bidra till en väl fungerande repomarknad genom att undvika att tränga ut andra aktörer. Faciliteten bör således betraktas som "repos-of-last-resort" och betinga ett högre pris.

## **On tap-byten av realobligationer för återförsäljare**

Riksgäldskontoret har utökat de dagliga bytesvolymerna för realobligationer från 50 till 100 miljoner kronor per dag. Maximal bytesvolym per återförsäljare och vecka är precis som tidigare 250 miljoner kronor. Riksgäldskontoret ställer pris på handelsposter om 50 miljoner kronor.

## **ELEKTRONISK MARKNADSPLATS FÖR SVENSKA STATSOBLIGATIONER**

De senaste åren har elektronisk handel blivit ett allt viktigare inslag på de finansiella marknaderna runt om i världen. På statsobligationsmarknader sker i stor utsträckning upplåning i elektroniska auktionssystem. På senare tid har också alltmer av andrahandsomsättningen kommit att ske elektroniskt. Än så länge finns skilda system för den s.k. interbankhandeln och handeln direkt med placerare. Den senare sker oftast via olika Internetlösningar som utvecklats av bankerna. Den typ av elektroniska system som diskuteras här, och som nu är på väg att introduceras på den svenska marknaden, är system för elektronisk interbankhandel av obligationer. Det är system som i första hand ersätter den handel som tidigare har skett per telefon mellan investmentbanker. Tidigare skedde handeln i dessa system utan möjlighet till insyn av andra än bankerna. Gradvis sker nu en utveckling där genomlysningen ökar och som bl.a. kommer att möjliggöra för placerare och låntagare att i realtid observera verkliga marknadspriser.

### **Elektronisk interbankhandel i Europa**

I Europa fanns i inledningsskedet flera olika systemleverantörer med ambitionen att etablera en gemensam plattform för elektronisk handel i räntebärande instrument i euroområdet. Alltjämt finns flera konkurrerande system, men det företag som har kommit att få en dominerande ställning på de europeiska obligationsmarknaderna är italienska MTS. Systemet finns för närvarande i Italien, Frankrike, Nederländerna, Belgien och Portugal, samt sedan några månader tillbaka också i Japan. MTS-systemen i de olika länderna organiseras ofta i nära samarbete mellan de mest aktiva bankerna och den statliga emittenten, i vissa fall till och med i gemensamt ägda bolag. Vid sidan av de nationella MTS-plattformerna finns EuroMTS, där de mest likvida statsobligationerna från olika euroländer handlas. Aktörer som är knutna till någon av de nationella MTS-plattformerna har också automatiskt tillträde till EuroMTS. Handeln i MTS-systemen är i stor utsträckning organiserad med market makers, men i några av länderna finns det utanför market maker-gruppen också en krets av handlare (banker), som kan handla direkt utan att själva ställa tvåvägspriser, s.k. market takers. Dessa handlar dock med något annorlunda rättigheter än market makers.

## Elektronisk handel i Sverige

I Sverige har under en längre tid diskussioner pågått om elektronisk handel av svenska statsobligationer. Arbetet med att lansera en elektronisk handelsplats har skett i samarbete mellan Riksgäldskontoret, Svenska Fondhandlareföreningen, representanter från svenska banker och fondkommissionärer och OM. Från början fanns två huvudalternativ, MTS och OM:s system Saxess. Riksgäldskontoret valde att inte ta ställning till vilket av systemen som skulle väljas, men majoriteten av Riksgäldskontorets återförsäljare föredrog Saxess. Användandet av Saxess för interbankhandel i obligationer innebär att såväl aktiehandel som primär- och sekundärmarknads-handel av svenska statsobligationer nu sker på en gemensam plattform. Sedan februari 2001 används Saxess även vid Riksgäldskontorets auktioner av nominella och reala obligationer samt statsskuldväxlar. Dessutom använder den danska obligationsmarknaden Saxess-systemet.

Den elektroniska handelsplatsen introducerades den 15 maj. Enligt avtal mellan Riksgäldskontoret och återförsäljarna skall handeln koncentreras till de tre löptidssegmenten två, fem och tio år (s.k. referenslån). Vilka lån som skall utgöra referenslån bestäms av OM:s Advisory Board<sup>6</sup> enligt en mekanisk regel. Regeln säger att de lån som har en återstående löptid som ligger närmast två, fem respektive tio år skall utgöra referenslån, förutsatt att dessa har en utestående volym på minst 20 miljarder kronor. Under en introduktionsfas kommer endast det tioåriga lånet att handlas elektroniskt. Två- och femårslånen kommer att introduceras successivt efter beslut av OM:s Advisory Board. Sannolikt kan detta ske under början av hösten. Inom återförsäljargruppen finns förslag om att även inkludera övriga statsobligationslån. Handeln i dessa lån kommer i så fall att ske med något större ränteskillnad än de två räntepunkter som gäller för den löpande kvoteringen av de tre mest likvida lånen. Det finns också diskussioner om att inkludera statsobligationsterminer i den elektroniska handeln.

Likviditeten kommer att koncentreras till referenslånen, och förhoppningen är att huvuddelen av avsluten skall ske på den elektroniska marknadsplatsen. Det är också möjligt att i framtiden bygga ut systemet så att även exempelvis statsskuldväxlar och bostadsobligationer kan handlas elektroniskt. Förutsättningarna för god likviditet i systemet ökar ju fler instrument och löptider som finns tillgängliga elektroniskt.

Riksgäldskontoret har i samband med introduktionen av systemet ingått nya återförsäljaravtal. Återförsäljarna åtar sig att vara marknadsgaranter i det elektroniska systemet genom att ställa bindande köp- och säljräntor med en spread på två baspunkter i de handlade lånen. Vidare kommer huvuddelen av de provisioner som Riksgäldskontoret betalar till återförsäljarna att baseras på deras aktivitet på primärmarknaden respektive sekundärmarknaden på den elektroniska handelsplatsen. Dessutom betalas en fast ersättning. Det sammanlagda provisionsbeloppet för de åtta återförsäljare som

---

<sup>6</sup> OM:s Advisory Board utgörs av en ledamot från respektive medlem i det elektroniska systemet samt en ledamot från OM och en från Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret tecknat avtal med uppgår till 16 miljoner kronor för sekundärmarknaden och 5 miljoner kronor för primärmarknaden.

## **Syften och möjligheter med en elektronisk handelsplats**

Framväxten av elektroniska marknadsplatser är en effekt av såväl den tekniska utvecklingen som strukturella förändringar på marknaden. De senaste årens låga lånebehov och stabilitet på marknaden har lett till lägre vinstmarginaler och färre aktörer i återförsäljarledet. Elektronisk handel är ett kostnadseffektivt sätt att handla på, eftersom det är mindre personalkrävande än den traditionella telefonhandeln. Avsluten går därmed snabbare, samtidigt som prisbilden blir bättre när alla aktörer som deltar samtidigt kan observera faktiska avslut för hela interbankmarknaden.

Inledningsvis kommer information från det elektroniska systemet endast att vara tillgängligt för de deltagande marknadsparterna. Aktörerna har dock tillsammans med Riksgäldskontoret kommit överens om att gradvis öka genomlysningen. Målet bör vara att viss prisinformation finns tillgänglig i realtid inom ett år från starten av systemet. Med fler aktörer och bättre transparens bör likviditeten förbättras, vilket i förlängningen ger lägre upplåningskostnader. Statens lånekostnader bör således kunna sänkas till följd av att en elektronisk handelsplats för svenska statsobligationer introduceras.

En viktig effekt av elektronisk handel är att inträdeshindren till marknaden minskar. Det nya sättet att handla innebär omedelbart att ytterligare två aktörer ansluter sig till interbankmarknaden. Dessutom är det Riksgäldskontorets bedömning att chanserna att attrahera ytterligare aktörer till den svenska marknaden ökar. Det gäller framför allt investmentbanker i London som bland annat uppfattat telefonhandeln som alltför kostnadskrävande.

I en miljö där såväl svenska som utländska placerare diversifierar sina portföljer är det viktigt att kunna attrahera utländska placerare som är intresserade av långsiktiga placeringar på den svenska marknaden. Målet är att det elektroniska systemet allteftersom skall få fler deltagare, som bidrar med nya kontaktytor och breddar investerarbasen. Med en bredare investerarbas sprids statsskulden över flera kategorier av placerare och Riksgäldskontoret blir mindre sårbart om någon investerargrupp skulle välja att flytta sina placeringar. En bredare investerarbas innebär också att Riksgäldskontoret kan nå placerare som annars kanske inte skulle ha placerat i svenska statsobligationer. Därmed kan en bredare investerarbas bidra till inte bara mindre sårbarhet, utan också till lägre upplåningskostnader genom ökad efterfrågan på svenska obligationer.

## **Effekter på upplåningsinriktningen av elektronisk handel**

Internationellt har likviditeten på obligationsmarknaderna under flera år varit koncentrerad till framför allt löptiderna två, fem och tio år. Dessa lån



har kommit att utgöra vad som kan kallas "superbenchmarks" på marknaden. I Sverige har detta inte varit lika uttalat. Riksgäldskontoret har likvida lån i dessa segment, men emissioner har skett även i andra löptider. Emissionspolitiken har varit inriktad på en någorlunda jämn förfalloprofil med förfall varje till vartannat år upp till tio år, samt något eller några längre lån. Riksgäldskontoret avser att stödja den nya handelsplatsen i emissionspolitiken. Det innebär att kontoret i större utsträckning kommer att vårda likviditeten i referenslånen. När det gäller emissionsverksamheten kan det innebära att en större andel av emissionerna kommer att ske i löptiderna två, fem och tio år. Benchmarklånen introduceras normalt sett som tioåriga lån och det är där som behovet att fylla på likviditet är störst. I löptiderna två och fem år finns det normalt stora utestående volymer sedan tidigare.

Fokus på referenslånen innebär emellertid inte nödvändigtvis att samtliga auktioner kommer att ske i dessa löptider. Riksgäldskontorets ambition är att alla utestående benchmarklån skall vara likvida. Beroende på lånebehovets och statsskulden storlek kan detta innebära såväl att emissionsvolymerna av refinansieringsskäl behöver spridas på fler lån, som att antalet lån behöver minskas för att koncentrera likviditeten till referenslånen. Byten är ett sätt att omfördela likviditet mellan löptider vid små upplåningsbehov. Riksgäldskontoret skulle exempelvis kunna genomföra byten från ett lån till ett annat när nya lån blir referenslån. På så sätt skulle utestående volymer kunna rullas från gamla till nya referenslån.

Riksgäldskontoret kommer framöver närmare att diskutera eventuella förändringar av upplåningspolitiken till följd av den elektroniska handeln. En sådan diskussion kommer att innefatta en dialog med återförsäljarna.

---

**Nästa prognosrapport publiceras tisdag den 9 oktober 2001, kl. 9.30.**

**För mer information:**

Lånebehov och statsskuld: Lars Hörngren 08-613 47 36 eller 08-613 47 40  
Finansiering: Thomas Olofsson 08-613 47 82



Besöksadress: Norrlandsgatan 15  
Postadress: SE-103 74 STOCKHOLM

Telefon: 08-613 45 00  
Fax: 08-21 21 63

E-post: rgk@rgk.se  
Internet: www.rgk.se