

Statsupplåning

– prognos och analys

2001:3

Statens lånebehov

Prognosförutsättningar	2
Årsprognosen för 2001	2
Årsprognosen för 2002	3
Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter	5
Månadsprognoser	5
Statsskulden	6

Finansiering

Bruttoupplåning	7
Nominell kronupplåning	7
Realupplåning	9
Valutaupplåning	9
Sammanfattning	10

Aktuellt

Riktlinjeförslaget i korthet	11
Kontofordringar byts mot statspapper	13
Ny statsskuldväxelpolicy – ett förslag	14

Marknadsinformation

Statsskulden	16
Finansmarknaden	18
Svensk ekonomi	19
Återförsäljare	19

Statens lånebehov

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2001 pekar på ett överskott i statens betalningar på ca 56 miljarder kronor, 30 miljarder mindre än i prognosen i maj. För 2002 pekar prognosen på ett underskott på ca 8 miljarder att jämföras med ett överskott på 48 miljarder kronor i majprognosen. Justerat för tillfälliga betalningar beräknas överskottet 2001 till 24 miljarder kronor. För 2002 pekar beräkningarna på ett justerat underskott på 27 miljarder.

Prognosförutsättningar

Konjunkturutvecklingen är viktig för lånebehovet. Under sommaren och början av hösten har konjunkturen mattats och flertalet bedömare har reviderat ned sina tillväxtprognoser jämfört med i våras. Dessutom räknar många med att konjunktursiktorna försämrats ytterligare till följd av den ökade osäkerheten efter händelserna i USA den 11 september.

Lägre tillväxt skulle, i synnerhet om den slår på sysselsättningen, försämrade det statsfinansiella läget via lägre skattebetalningar samtidigt som bl.a. kostnader för arbetslöshetsunderstöd skulle öka statens utgifter. Hittills har emellertid den avmattning som registrerats i t.ex. nationalräkenskaperna inte slagit igenom på statsfinanserna. Skatteintäkterna under 2001 har exempelvis överstigit den prognos kontoret gjorde på grundval av konjunkturbilden i början av året. En förklaring är att sysselsättningen utvecklats gynnsamt och att lönerna stigit. Noterbart är också att utgifterna för arbetslöshetsersättning hittills i år är lägre än väntat.

Vidare är det viktigt att hålla i minnet att skatteintäkterna i hög grad styrs av nominella storheter. I och med att nedgången i real tillväxt sammanfallit med en uppgång i inflationen har inte intäkterna från t.ex. moms och punktskatter påverkats nämnvärt. Dessutom spelar orsakerna till nedgången i tillväxten roll. Minskad export har exempelvis mindre betydelse för statsfinanserna, både direkt och via effekter på sysselsättningen, än minskad privat konsumtion, i synnerhet på kort sikt.

Den senaste händelseutvecklingen torde fördröja återhämtningen i världsekonomin och påverka tillväxten och sysselsättningen även i Sverige. Det är dock alltför tidigt att kvantifiera hur stora effekter de senaste händelserna kan komma att få på svensk ekonomi i allmänhet och på statsfinanserna i synnerhet. Genomarbetade nya bedömningar saknas. Kontoret har därför valt att använda den makroekonomiska bilden i Konjunkturinstitutets (KI:s) augustirapport som grund för prognosen.

Oklarheten om den ekonomiska utvecklingen gör

emellertid att osäkerheten om lånebehovet är större än normalt, särskilt för 2002. Det är också mer sannolikt att statsfinanserna kommer att utvecklas svagare än vad antaganden om den ekonomiska utvecklingen hämtade från sensommaren indikerar, än att det skulle gå bättre.

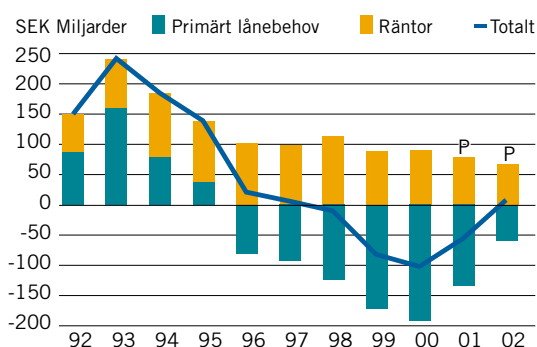
Kontorets lånebehovsprognoser syftar främst till att ge underlag för planeringen av statens upplåning. För det ändamålet är det viktigt att den slutliga prognossiffran är så rättvisande som möjligt. Exakt vilka faktorer som antas påverka förloppet är av underordnad betydelse. Med hänsyn till risken för en djupare nedgång har kontoret därför valt att i den slutliga prognosen för 2002 justera ner skatteintäkterna med 10 miljarder kronor. Resonemangen kring justeringen utvecklas i samband med genomgången av prognosen för 2002.

Årsprognosen för 2001

Prognosen för statens betalningar under 2001 pekar nu på ett överskott på ca 56 miljarder kronor. Det motsvarar en nedrevidering med 30 miljarder jämfört med majprognosen. Ett överskott i statsbudgeten är liktydigt med ett negativt lånebehov, dvs. att staten amorterar på sin skuld.

Utfallen för det totala lånebehovet har i stort sett utvecklats som väntat utifrån majprognosen. Sammansättningen av lånebehovet har dock varit något annorlunda än prognostiserat. Mindre utbetalningar från ett antal myndigheter samt större nettoinbetalningar till skattekonton än förväntat har inneburit ett större primärt överskott än vad kontoret räknade med i maj. Samtidigt har den svagare kronan medfört att räntebetalningarna för statsskulden utvecklats i en ogynnsam riktning. Det finns således inte några tecken på att avmattningen påverkat statsfinanserna negativt, åtminstone på kort sikt. Kontoret ser därför ingen anledning att av konjunkturrella hänsyn revidera prognosen för löpande skattebetalningar och utgifter för återstoden av 2001.

Statens lånebehov 1992-2002



Det primära överskottet, samlingsbegreppet för alla statliga betalningar exklusive räntor på statsskulden, bedöms uppgå till ca 134 miljarder kronor; en minskning med ca 20 miljarder jämfört med föregående prognos. Den kraftiga neddragningen av det primära överskottet har främst två orsaker.

För det första har kontoret justerat ner prognosen för fyllnadsinbetalningar i december med ca 12 miljarder kronor. Nedrevideringen är en följd av den fortsatt instabila utvecklingen på de finansiella marknaderna och det faktum att fallande börskurser har reducerat den tidigare förhållandevis stora stocken av orealiserade vinster på aktiemarknaden. Fyllnadsinbetalningar är erfarenhetsmässigt svåra att förutsäga, varför bedömningen är osäker. Det gäller både fyllnadsinbetalningarnas storlek och fördelningen mellan betalningar före respektive efter årsskiftet.

För det andra räknar kontoret inte med några ytterligare utförsäljningsinkomster innevarande år. Hittills har staten fått in ca 1,5 miljarder kronor från inlösen av aktier i AssiDomän. Prognosen för utförsäljningsinkomster dras därför ned med ca 13,5 miljarder.

Dessa båda nedjusteringar motverkas delvis av att utgifterna beräknas bli lägre än enligt tidigare beräkningar. Den bedömningen bygger främst på utfallen hittills under året. Kontoret har även beaktat de tidigare läggningar av utgifter som aviseras i budgetpropositionen. Riksgäldskontorets nettoutlåning beräknas bli ca 10 miljarder kronor, oförändrat sedan majprognosen.

Räntebetalningarna på statsskulden har minskat under senare år, se diagram ovan. Det beror på att statsskulden och räntenivån har blivit lägre. Den utvecklingen fortsätter, men i långsammare takt än väntat. Under den senaste tiden har räntebetalningarna, som nämnts, varit större än prognostiserat, främst till följd av försvagningen av kronan. Prognosen för räntebetalningarna för hela 2001 har höjts med ca 10 miljarder jämfört med föregående prognos, till 78 miljarder kronor.¹⁾

Årsprognosen för 2002

Riksgäldskontorets prognos för 2002 pekar på ett underskott i statens betalningar. Underskottet uppskattas till ca 8 miljarder kronor. Det kan jämföras med ett beräknat överskott på 56 miljarder 2001 och ett överskott på 48 miljarder i prognosen i maj.

Det primära överskottet beräknas till 59 miljarder kronor. Det är 46 miljarder mindre än i maj.

I prognosen över skatteintäkterna har kontoret antagit att de skattesänkningar om 23 miljarder kronor under 2002 som presenteras i budgetpropositionen kommer att genomföras. I majprognosen antogs 20 miljarder i skattesänkningar, dvs. budgetförslagen har endast lett till en mindre justering.

I dessa skattesänkningar ingår bl.a. ytterligare en fjärdedel av den inkomstskattereform som inleddes inkomståret 2000, skattereduktion för fackföreningsavgifter, höjda grundavdrag samt sänkt moms på böcker. Fortsatt tillväxt, framför allt i nominella termer, av löner och konsumtion gör att skattebaserna för inkomstskatter, arbetsgivaravgifter och moms antas växa. På dessa områden är det således sänkta skattesatser, snarare än den ekonomiska utvecklingen, som antas ge lägre skatteintäkter än under innevarande år.

Den ekonomiska utvecklingen ligger dock bakom att prognosen för fyllnadsinbetalningarna av skatt från hushåll och företag sänkts med 15 miljarder kronor. Revideringen beror, liksom motsvarande justering för 2001, främst på att reavinster från försäljning av aktier och fonder antas minska till följd av nedgången på aktiemarknaden. Det bör understrykas att bedömningen är osäker.

Prognosen för företagets preliminärskattebetalningar har sänkts med 8 miljarder kronor. Revideringen baseras på att företagets vinstutsikter försämrats till följd av avmattningen, samt på att prognosen tidigare legat något högt. Vidare räknar kontoret med lägre tullinbetalningar än tidigare.

Som noterades i inledningen har kontoret valt att minska skatteintäkterna med 10 miljarder kronor vid sidan av de revideringar som följer av ändringarna i KI:s bedömningar mellan maj och augusti. Kontoret tar inte ställning till hur minskningen fördelas mellan skatteslag. Det kan inte uteslutas att en svagare ekonomisk utveckling leder till högre utgifter, t.ex. för arbetslöshet. Utgiftstaket gör dock att det finns litet utrymme för ökade totala utgifter. Kontoret antar därför att eventuella ökningar i första hand kommer att motsvaras av minskningar inom andra utgiftsområden. För kontorets upplåningsplanering spelar det heller ingen roll huruvida ett ökat lånebehov härrör från inkomst-

1) Räntebereknningen är baserad på räntor och valutakurser från den 3 oktober 2001.

► eller utgiftssidan. Det är saldot i sig som styr hur mycket kontoret måste låna.

Kontoret räknar med inbetalningar från försäljningar av statlig egendom på 5 miljarder kronor under 2002. Det är 10 miljarder lägre än i den förra prognosen och avviker lika mycket från budgetpropositionen. Bedömningen grundas på att utförsäljningsinkomsterna under en följd av år varit lägre än vad som antagits i budgeten. Den negativa börsutvecklingen kan också antas bidra till att regeringen avvaktar med större utförsäljningar. Osäkerheten om denna post är som vanligt stor.

Riksgäldskontoret antar, liksom i föregående prognos, att det kommer att ske en ytterligare extra inleverans från Riksbanken på 20 miljarder kronor. Bedömningen bygger på att Finansutskottet 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 2001. Till skillnad från årets överföring, som bestod av obligationer och därför inte var lånebehovspåverkande, antas ytterligare inleveranser ske genom kontant betalning och således minska lånebehovet.

Nettoutlåningen beräknas uppgå till ca 9 miljarder kronor 2002, vilket är 3,5 miljarder mer än i prognosen i maj. För det första bedöms de lånefinansierade strukturinvesteringar som regeringen föreslagit i budgetpropositionen öka utlåningen till myndigheter med ca 2 miljarder kronor. För det andra innebär förslaget om ändrade placeringsregler för vissa myndigheter att inlåningen minskar med ca 1,5 miljarder jämfört med föregående prognos. En orsak är att räntor som tidigare lagts till kontona i Riksgäldskontoret, och därför inte påverkat lånebehovet, framgent kommer att betalas ut. Medlen kommer dock att återinvesteras i statspapper. Omläggningen förklaras utförligare i en artikel på sid. 13.

Nettot av ovanstående förändringar, tillsammans med vissa mindre justeringar på utgiftssidan, innebär en neddragning av det primära överskottet med 46 miljarder kronor jämfört med prognosen i maj.

Räntebetalningarna på statskulden beräknas minska från ca 78 miljarder kronor 2001 till ca 67 miljarder kronor 2002. De lägre räntebetalningarna beror huvudsakligen på att ett obligationslån med hög kupongränta förfaller under 2002 och ersätts med lån med lägre ränta. Dessutom är, till följd av den senaste tidens räntesänkningar, räntenivån både inom landet och internationellt lägre än genomsnittet under innevarande år.²⁾

Känslighetsanalys

Prognosen är som nämnts osedvanligt osäker, bl.a. därför att antaganden om den ekonomiska utvecklingen kan visa sig vara felaktig. 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.

Partiell känslighetsanalys

Ökning med en procent/ procentenhet	Effekt på lånebehovet (mdkr)
Lönesumman	-(3-4)*
Hushållens konsumtion i löpande priser	-(1-2)
Öppen arbetslöshet	3,5-4,5
Räntenivån i Sverige	3
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

* Lönesummans effekt på lånebehovet minskar med hälften efter två år när fördelningen av skatteinkomsterna mellan stat och kommun är fastlagd, eftersom lönesumman till största del beskattas i kommunerna.

Känslighetsanalyser kan ge viss vägledning för hur lånebehovet påverkas om ekonomin skulle utvecklas annorlunda än väntat. Av tabellen framgår att det krävs relativt kraftiga förändringar i t.ex. lönesumman för att mer markant påverka lånebehovet. Vill man göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas. Det krävs ändå kraftiga avvikelser från de bedömningar som ligger till grund för prognosen för att lånebehovet via dessa faktorer skall öka med, säg, 10 miljarder. I så måtto är den extra justering av skatteintäkterna som kontoret gjort för 2002 relativt kraftigt.

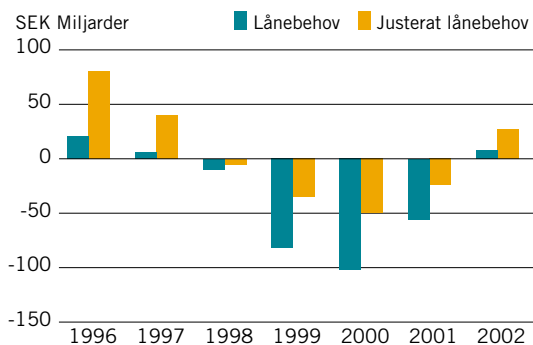
Det finns emellertid fler och mer variabla skatteslag. I synnerhet är företagsskatterna, som uppgår till drygt 100 miljarder per år, svårbedömda. Kontoret har inte något bra mått på basen för företagsskatterna utan bygger sina prognoser på framskrivningar av utfall och mer kvalitativa bedömningar av vinstutvecklingen. Än större osäkerhet råder om fyllnadsinbetalningar, vilka i prognosen antas uppgå till drygt 50 miljarder. Fyllnadsinbetalningar görs till stor del till följd av realisationsvinster, vilka beräknas ha ökat med 500 procent sedan 1995. I vilken utsträckning företagsskatter och fyllnadsinbetalningar påverkas av en konjunkturavmattning är utifrån historien svårt att avgöra. Därmed är det också svårt att ange nyckeltal som underlag för känslighetsanalyser kopplade till ändrade antaganden om den ekonomiska utvecklingen.

2) Räntebereknningen är baserad på räntor och valutakurser från den 3 oktober 2001.

Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter

För innevarande år prognostiseras ett överskott på ca 56 miljarder kronor och för 2002 väntas ett underskott på ca 8 miljarder. Det redovisade lånebehovet påverkas båda åren av tillfälliga betalningar. Exempel på tillfälliga betalningar under 2001 och 2002 är förfall av bostadsobligationer som överförts från AP-fonden, extra inleverans från Riksbanken och eventuella kursförluster vid byten och uppköp. (För en mer utförlig beskrivning av Riksgäldskontorets definition av tillfälliga betalningar, se prognosrapporten från 2001-01-31, som kan hämtas från kontorets webbplats, www.rgk.se.)

Redovisat och justerat lånebehov



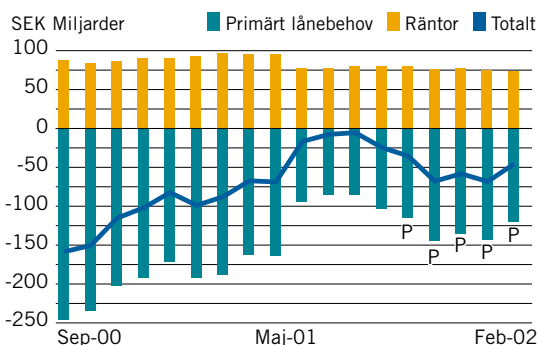
Justerat för tillfälliga betalningar uppgår överskottet 2001 till 24 miljarder kronor. För 2002 pekar beräkningarna på ett justerat underskott på 27 miljarder kronor. Skillnaden mellan åren är således något mindre i justerade termer, då de tillfälliga betalningarna antas minska 2002.

Månadsprognoser

Riksgäldskontoret presenterar genomarbetade årsprognoser tre gånger per år. 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 de ordinarie rapporterna.

I denna prognos redovisas månadsprognoser för oktober 2001 t.o.m. februari 2002, då nästa prognosrapport publiceras (se tabell och diagram nedan). De stora skillnaderna mellan samma månader under respektive år beror främst på stora förfall av bostadsobligationer 2001 och 2002, samt på att den första utbetalningen av premiepensionsmedel höjde lånebehovet under hösten 2000.

Statens lånebehov, tolv månaderstal



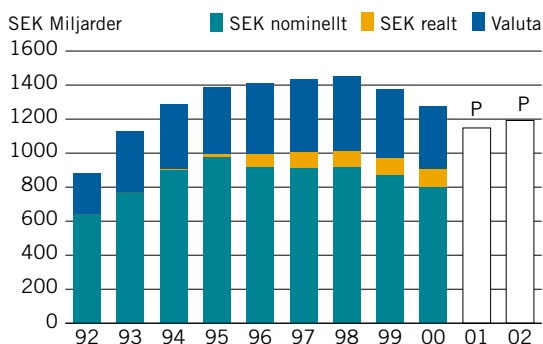
Statens lånebehov, miljarder kronor

	Oktober		November		December		Januari		Februari	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2001	2002	2001	2002
Primärt lånebehov	5,8	-5,1	26,6	-3,3	-3,1	6,1	8,7	1,1	-51,3	-27,9
Räntor på statsskulden	0,9	0,9	4,4	1,8	7,3	6,9	10,6	8,1	6,0	5,4
Lånebehov, netto	6,7	-4,2	31,0	-1,5	13,4	13,0	19,3	9,2	-45,3	-22,5

Statsskulden

Riksgäldskontoret räknar med att statsskulden kommer att vara ca 1 148 miljarder kronor vid utgången av 2001 (se diagram nedan). Det innebär en minskning med ca 131 miljarder under året. Att skulden förväntas minska mer än vad som motsvaras av budgetöverskottet beror framför allt på att staten vid årsskiftet mottog statsobligationer från AP-fonderna. Dessa minskade statsskulden med 69 miljarder kronor utan att påverka det kassamässiga överskottet. Staten har också fått en extra inleverans från Riksbanken på närmare 20 miljarder kronor i form av statsobligationer. Dessutom hade Riksgäldskontoret vid senaste årsskiftet onormalt stora korta placeringar, dvs. viss överupplåning, på ca 10 miljarder kronor till följd av oväntat stora skatteinbetalningar i slutet av december.

Statsskulden 1992-2002



En annan faktor som ger upphov till skillnader mellan lånebehov och skuldförändring är kronans växelkurs. Om kronan försvagas, ökar valutaskulden mätt i kronor (och vice versa om kronan stärks) och därmed den totala statsskulden. Statens lånebehov påverkas först om och när växelkursrörelserna leder till realiserade kursförluster, dvs. om växelkursen ligger kvar på samma svaga nivå när valutalån betalas tillbaka. Skuldprognosen är – liksom lånebehovsprognosen – gjord på basis av de växelkurser som gällde vid prognostillfället. Hittills under 2001 har valutaskulden ökat till följd av kronans försvagning, trots amorteringar i storleksordningen 15 miljarder kronor.

Under 2002 beräknas statsskulden öka till ca 1 192 miljarder kronor. Även nästa år avviker således skuldförändringen från budgetsaldot. Orsaken är den föreslagna omvandlingen av vissa myndigheters kontofordringar på Riksgäldskontoret till vanliga statsobligationer i syfte att effektivisera tillgångsförvaltningen i staten. Detta kommer att öka den redovisade statsskulden med ca 40 miljarder kronor. Det är fråga om en justering i redovisningen utan kassamässiga effekter och påverkar därför inte saldot. Inte heller den konsoliderande statsskulden, där hänsyn tas till statliga myndigheters innehav av statspapper påverkas. Bakgrunden till och effekterna av omvandlingen från kontoinnehav till obligationer diskuteras i en artikel på sid. 13.

Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Regeringen och KI redovisade prognoser för statens lånebehov senast i september respektive augusti. Skillnaderna mellan prognoserna för nettolånebehovet 2001 är försumbara (se tabell). Däremot skiljer sig delarna något åt genom att kontoret räknar med större primärt överskott, men samtidigt större räntebetalningar.

Jämförelse mellan andra lånebehovsprognoser

SEK Miljarder	RGK		Regeringen		KI	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Primärt lånebehov	-134	-59	-129	-79	-128	-58
Räntor på statsskulden	78	67	71	63	71	63
Nettolånebehov	-56	8	-58	-15	-57	5

För 2002 är skillnaderna något större. Till stor del kan de hänföras till olikheter i tekniska antaganden. KI:s bedömning innefattar exempelvis inte någon extra inleverans från Riksbanken. Vidare antar både regeringen och KI utförsäljningar för 15 miljarder medan kontoret räknar med 5 miljarder. Dessutom avviker räntor på statsskulden till följd av att regeringen och KI använder sig av prognoser medan Riksgäldskontoret använder räntorna och växelkurserna vid prognostidpunkten. Exempelvis baseras budgetens beräkningar på en TCW-vägd växelkurs på 130 medan kontoret utgått från en kurs på 142, vilket var kursen den 3 oktober. Vidare är statsskulden större i kontorets prognos. Därtill kommer Riksgäldskontorets minskning av skatteintäkterna, som hänför sig till ett antagande om en svagare ekonomisk utveckling till följd av faktorer som tillkommit sedan regeringen och KI gjorde sina prognoser.

Finansiering

Finansieringsbehovet i obligationer och utländsk valuta beräknas öka med ca 10 miljarder till 82 miljarder kronor år 2002. Ökningen blir begränsad trots en kraftig budgetförsämring. En ökning av den korta finansieringen är en förklaring. Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer kommer under dessa förutsättningar att tills vidare ligga kvar på 2 miljarder per auktionstillfälle. En ny tioårig statsobligation introduceras under våren 2002. Auktionsvolymerna bedöms behöva ökas till 3 miljarder kronor under loppet av 2002. Utvecklingen under nästa år och kommande prognos för 2003 blir avgörande.

Bruttoupplåning

Riksgäldskontoret redovisar nedan sin prognos för finansieringsbehovet och hur det fördelas på olika skuldslag och instrument. Planerna bygger på det förslag till riktlinjer som kontoret lämnade till regeringen den 1 oktober. Mer definitiva planer kan läggas upp först när regeringen fattat beslut om de övergripande riktlinjerna och kontoret i sin tur lagt fast operativa riktlinjerna på grundval av regeringens beslut.

Nettolånebehovet beräknas öka från -56 miljarder innevarande år till 8 miljarder kronor 2002. Bruttolånebehovet, dvs. Riksgäldskontorets finansieringsbehov, utgörs av summan av nettolånebehovet och förfallande lån inklusive byten av statsobligationer. Refinansiering av förfallande korta lån i kronor redovisas inte.

År 2002 förfaller statsobligationer och valutalån för sammanlagt 45 miljarder kronor. Kontoret planerar att under 2002 byta korta statsobligationer till statsskuldväxlar för motsvarande ca 40 miljarder kronor.

Finansieringsbehov, brutto, mdkr

	2001	2002
Nettolånebehov	-56	8
Förfallande valuta- och obligationslån samt byten	92	86
Förfall, statsobligationer	14	11
Förfall, valutalån ¹⁾	32	34
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	46	41
Finansieringsbehov exkl. kort finansiering i SEK	36	94
Kort finansiering och hushållsupplåning, netto	-37	12
Finansieringsbehov i obligationer och valuta	73	82
Valutaupplåning ¹⁾	4	23
Emissioner av realobligationer	3	5
Emissioner av nominella statsobligationer ²⁾	66	54

¹⁾ Direkta valutalån, avista, värderat till anskaffningskurser

²⁾ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt 3,0 2,5

Anm: I tabellen redovisas fördelning på olika skuldslag. Flera poster utgör beräkningstekniska antaganden snarare än prognoser eller planer.

Finansieringsbehovet, brutto, exklusive kort finansiering i svenska kronor, beräknas därmed bli ca 94 miljarder kronor nästa år, dvs. en ökning med ca 60 miljarder kronor jämfört med 2001.

Med en ökning i kort upplåning på ca 50 miljarder kronor jämfört med föregående år, beräknas finansieringsbehovet i obligationer och valuta öka med ca 10 miljarder kronor till 82 miljarder kronor. Under 2001 minskar den korta finansieringen och bidrar således till att öka behovet av obligationsemissioner.

I tabellen redovisas även fördelningen av finansieringsbehovet på skuldslagen nominella statsobligationer, realobligationer och valutaupplåning. Upplåningen i de olika skuldslagen redovisas i de följande avsnitten.

Nominell kronupplåning

Kort upplåning

Nettofinansieringen i statsskuldväxlar beräknas öka under nästa år. Omfattningen påverkas, förutom av det medelfristiga nettolånebehovet, av hur lånebehovet fördelar sig mellan olika månader samt kontorets behov av att, med hjälp av statsskuldväxelstocken, styra den nominella kronskulden mot riktmärket för durationen. Kontorets kortfristiga upplåning utgörs, förutom av statsskuldväxelupplåning, även av likviditetshandling i form av ”on tap-växlar”, dagslån och repor. De senare upplåningsformerna beräknas komma att utnyttjas i något större utsträckning.

I låneplaneringen strävar kontoret efter att undvika stora variationer i emissionsvolymerna av framför allt statsobligationer men även statsskuldväxlar. Finansieringsprognosen innebär att kort finansiering som andel av den totala statsskulden hålls i stort sett oförändrad under 2002¹⁾. Förutom att detta bidrar till stabilitet i emissionsvolymerna av statsobligationer är detta en av förutsättningarna för att upprätthålla riktmärket för durationen i den nominella kronupplåningen.

Kontoret ser för närvarande över emissionspoliti- ▶

1) Trots prognostiserat nettoupplåningsbehov nära noll bedöms statsskulden, brutto och allt annat lika, öka med ca 40 miljarder kronor nästa år under förutsättning att regeringens förslag att flytta över vissa kontofordringar på Riksgäldskontoret till placeringar på statsobligationsmarknaden tas av riksdagen. Detta påverkar emellertid inte statsskulden netto. Se vidare särskild artikel på sid.13.

► ken för statsskuldväxlar. En idé är att begränsa antalet utestående lån till 6 stycken upp till 18 månader och enbart emittera växlar med förfall på IMM-datum. Detta förslag diskuteras närmare i en artikel på sid. 14 i denna rapport.

Riksgäldskontoret skapar även kort ränteexpone- ring genom ränteswappar. Räntebetalningar på emitte- rade statsobligationer swappas till kort ränta. Ränte- swappar i kronor är ett led i kontorets uppdrag att låna billigt och vårda statsobligationsmarknaden. Med denna upplåningsteknik utnyttjas statens komparativa fördelar som låntagare i långa löptider samtidigt som likviditeten på obligationsmarknaden stärks.

I början av 2001 planerade kontoret att göra ränte- swappar för ca 30 miljarder kronor; omkring hälften avsågs kombineras med basswappar till utländsk valuta. I och med att riktmärket för amorteringar i utländsk valuta har sänkts från 25 till 10–15 miljarder kronor, räknar kontoret för närvarande med att genomföra både ränte- och valutaswappar brutto för ca 35 miljar- der kronor. Marknadsförhållandena blir avgörande för volymerna nästa år. I dag finns det inga starka skäl som talar för en förändring av omfattningen.

Utnyttjandet av ränteswappar bidrar till en ökning av emissionsbehovet av statsobligationer. Omfattning- en av ränteswappar motsvarar ca 70 procent av plane- rade obligationsemissioner. Med hänsyn till förfall av swappar kommer den utestående stocken, dvs. omfatt- ningen av ränte- och valutaswappar netto, att i år öka med 27 och nästa år med 18 miljarder kronor.

Statsobligationer

Oförändrad emissionsvolym tills vidare

Baserat på föreliggande lånebehovsprognos och de bedömda förändringarna i övriga skuldslag, räknar kontoret med ett bruttolånebehov i nominella obliga- tioner på drygt 50 miljarder kronor under nästa år. Det innebär en minskning i förhållande till innevarande år på drygt 10 miljarder kronor.

De nuvarande emissionsvolymerna på 2 miljarder kronor per auktionstillfälle beräknas därmed kunna bibehållas tills vidare. Den kommande ekonomiska och budgetmässiga utvecklingen blir, tillsammans med kommande prognoser för 2003, avgörande för om emissionsvolymerna kan bibehållas oförändrade. Om förutsättningarna för prognosen för nästa års finansie- ring inte förändras, kommer emissionsvolymerna att ökas från 2 till 3 miljarder kronor under andra halvåret 2002.

De främsta anledningarna till att emissionsvoly- merna tills vidare kan behållas oförändrade är att den korta finansieringen ökar och att direkta valutalån tas upp i större omfattning än i år. Om djupet i swapp-

marknaden förbättras eller om amorteringstakten av valutaskulden höjs kommer bruttolånebehovet i obli- gationer att öka. Försämrad budgetutveckling får samma resultat.

Prioritering av superbenchmarklån - ny tioårig statsobligation

Introduktionen av den elektroniska handelsplatsen på interbankmarknaden har inneburit ökad fokusering på vad som kan kallas för superbenchmarklån, dvs. obli- gationer med 2, 5 och 10 års löptid. Det är i dessa lån som deltagarna i e-handeln har åtagit sig att ställa pri- ser. Kontorets policy är att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån. Samtidigt finns det skäl att låta upplåningspolitiken bidra till likviditeten i super- benchmarklånen. Det skulle innebära att emissionerna enbart eller huvudsakligen görs i dessa lån, som där- med får vad som internationellt brukar kallas "on the run-status".

En fokusering på superbenchmarklånen kan ses som en del av kontorets marknadsvårdande insatser. Prissättningen i superbenchmarklån ger förhållandevis billig upplåning för staten, vilket också är ett skäl för en sådan inriktning. Valet av lån vid enskilda emissionstill- fallen påverkas av marknadsförhållandena. Vid beslu- ten görs en avvägning baserad på bl.a. efterfrågan, osä- kerheten i marknaden och prisbilden inom ramen för andra statsskuldpolitiska restriktioner som t.ex. rikt- märket för durationen.

För att stödja likviditeten i andrahandsmarknaden för statsobligationer och den elektroniska handeln är det en fördel om superbenchmarklånen har sedvanliga löptider och samtidigt är internationellt jämförbara. Kontoret gör bedömningen att löptiderna för lånen 1045 och 1041, under nästa år omkring 8,5 respektive 11,5 år, ligger för långt ifrån 10 år för att på ett till- fredsställande sätt uppfylla dessa krav.

Ett nytt tioårigt lån kommer att introduceras under våren 2002. Lånet kommer sannolikt att ha en förfallo- dag någon gång i oktober 2012, vilket löptidsmässigt ligger mitt emellan förfalldatumerna för lån 1045 och 1041. För att snabbt bygga upp likviditet i lånet kom- mer kontoret på sedvanligt sätt att genomföra byten. Närmare detaljer kring det nya lånet, samt de byten som kommer att erbjudas, presenteras i nästa utgåva av Statsupplåning den 20 februari 2002. På samma sätt som vid ordinarie auktioner kommer kontoret att inhämta synpunkter från marknaden när det gäller inriktningen av bytena.

Realupplåning

Riksgäldskontorets bedömer, som framgår av riktlinjeförslaget, att en ökad andel reallån skulle minska riskerna i statskulden. Samtidigt skall upplåning i realobligationer vägas mot kostnader och risk i annan upplåning. Det innebär att kostnaderna för att emittera realobligationer även fortsättningsvis kommer att ha betydelse för hur snabbt den reala andelen ökar. Emissionsvolymerna kommer sannolikt att variera över tiden. Under perioder då efterfrågan är stor och placerarna är beredda att betala för att minska inflationsriskerna i sina portföljer blir det möjligt att emittera större volymer. Vid ogynnsamma marknadsförhållanden bör slutsatsen bli att kontoret kommer att upprätthålla en viss emissionsverksamhet, men undvika att emittera stora belopp.

I kontorets riktlinjeförslag föreslås en något större flexibilitet när det gäller val av löptider vid realobligationsemissionerna. A priori finns det skäl att anta att kostnadsfördelarna är störst i de längsta löptiderna, eftersom betalningsviljan för att slippa inflationsrisken borde vara störst på lång sikt. Om efterfrågan på realobligationer under perioder är koncentrerad på något kortare löptider, säg 5 till 15 år, bör det finnas tillräcklig flexibilitet att emittera även i dessa löptider om det är kostnadsmässigt motiverat.

Sammanfattningsvis kommer val av löptider och volymer att bli beroende av efterfrågeläget och prisbildningen. Mot bakgrund av rådande marknadsförhållanden gör kontoret bedömningen att den utestående stocken av realobligationer, exkl. eventuella uppköp och överföringar av kontofordringar från myndigheterna, kommer att fortsätta öka även nästa år. Under innevarande år beräknas stocken öka med 0–5 miljarder kronor. Beräkningstekniskt antas i finansieringsprognosen att emissionsvolymerna sammantaget blir ca 5 miljarder kronor brutto under nästa år.

Riksgäldskontoret har bidragit till realobligationsmarknadens likviditet genom att tillhandahålla en bytesfacilitet för återförsäljare. Under perioder har denna emellertid utnyttjats i en utsträckning som innebär att auktionernas roll som styrinstrument för realobligationsstockens sammansättning riskerar att urholkas. De mest frekventa bytena har under sådana perioder framför allt skett till de kortaste realobligationerna. För att stärka auktionernas ställning för realobligationsstockens sammansättning planerar kontoret att begränsa eller upphöra med försäljningen av de kortaste obligationerna via byten. I och med att likviditeten i dessa papper därmed sannolikt minskar kan det vara motiverat att kontoret erbjuder marknaden

uppköp eller byter dessa mot längre realobligationer.

Emissionsverksamheten kommer framför allt att inriktas på att bygga upp utestående volymer i det 14-åriga lånet 3105 och det 27-åriga lånet 3104. Bägge dessa lån är kuponglån. Det 19-åriga lånet 3102 är redan nu relativt stort. Marknaden kommer också att erbjudas byten av nollkuponglånet 3001 mot lån 3105 som durationsmässigt endast är något kortare. Det 7-åriga lånet 3101 kommer, i linje med vad som sägs i riktlinjeförslaget, även att kunna bli aktuellt om det är kostnads- och efterfrågemässigt motiverat.

Valutaupplåning

Under förutsättning att regeringen följer kontorets förslag om amorteringstakt på valutaskulden och kronan fortfarande är mycket svag antas amorteringstakten på valutaskulden ligga nära noll under hösten innevarande år och nästa år. År 2002 förfaller valutalån och valutaswappar för motsvarande ca 60 miljarder kronor. Drygt 40 miljarder utgörs av förfallande lån i utländsk valuta och knappt 20 miljarder av förfallande skuldbytesavtal (valutaswappar). Riktlinjerna för amorteringstakten av valutaskulden avser exponeringen i utländsk valuta. Förfallande valutaswappar påverkar inte bruttolånebehovet, men väl valutaexponeringen. För att uppnå en amorteringstakt nära noll måste således bruttoökningen av valutaexponeringen ligga nära 60 miljarder kronor.

Valutaamortering (förändring av valutaexponering), mdkr

	2001	2002
Bruttoexponeringsbehov i utländsk valuta:	40	59
Ändring av valutaexponering	-12	-2
Förfall, valutalån ¹⁾	43	43
Förfall, valutaswappar	9	18
Ökning av bruttoexponering i utländsk valuta:	40	59
Valutalån, brutto ¹⁾	4	23
Valutaswappar, brutto	36	36

¹⁾ Direkt valutaupplåning, avista, värderat till aktuella valutakurser

Anm: I tabellen redovisas fördelning på olika skuldslag. Flera poster utgör beräkningstekniska antaganden snarare än prognoser eller planer.

Under innevarande år räknar kontoret med att göra valutaswappar för ca 35 miljarder kronor brutto. Kontorets bedömning i dagsläget är att swappvolymerna av kostnadsskäl inte bör öka i någon större omfattning.

En viss del av bruttolånebehovet i utländsk valuta behöver under sådana förutsättningar tas upp i form

► av direkta valutalån. Som situationen ser ut i dag talar övervägande skäl för att merparten av den valutarisk som kontoret brutto behöver bygga upp, liksom tidigare, kommer att tas på swappmarknaden. Detta instrument har visat sig vara kostnadseffektivt samtidigt som det bidrar till att upplåningen på kronmarknaden kan hållas uppe och stärka likviditeten. En

ökning av swappvolymen kan därför komma ifråga om marknadsförhållandena, framför allt djupet i marknaden, skulle tillåta detta. I finansieringsprognosen har beräkningstekniskt antagits att direkta valutalån på motsvarande drygt 20 miljarder kronor tas upp nästa år.

Sammanfattning

Finansieringsbehovet i obligationer och utländsk valuta beräknas öka med ca 10 miljarder till 82 miljarder kronor år 2002. Ökningen blir begränsad trots en kraftig budgetförsämring. Den viktigaste förklaringen är en ökning av den korta finanseringen jämfört med förra året. Emissionsvolymerna i realobligationer bedöms bli av åtminstone samma storleksordning som under innevarande år. Emissionsvolymerna i statsobligationer kommer under dessa förutsättningar att tills vidare ligga kvar på 2 miljarder per auktionstillfälle.

Auktionsvolymerna bedöms öka till 3 miljarder kronor under loppet 2002. Utvecklingen under nästa år och kommande prognoser för år 2003 blir avgörande. En ny tioårig statsobligation introduceras under våren 2002. För att uppnå en nettoamortering på valutaskulden nära noll, dvs. i stort sett oförändrad valutaexponering, beräknas vid oförändrade marknadsförhållanden motsvarande ca 35 miljarder kronor att tas upp i valutaswappar. Därutöver behövs även finansiering genom direkt valutaupplåning,

Riktlinjeförslaget i korthet

I förslaget till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen föreslås att Riksgäldskontoret ges möjlighet att avstå från valutaamorteringarna. Vidare föreslås en fortsatt satsning på realobligationer.

Riksgäldskontoret lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Det lagstadgade målet för statsskuldsförvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna, samtidigt som riskerna i förvaltningen och penningpolitikens krav beaktas. Huvudpunkterna i förslaget är:

- Riktvärdet för *valutaskuldens* amortering under 2002 bör vara 25 miljarder kronor. Kontoret bör få avvika från den angivna takten med –25 respektive +10 miljarder kronor. Riktvärdet för amorteringen 2003 och 2004 bör anges till 35 miljarder kronor.
- Andelen *reallån* i statsskulden bör långsiktigt öka. Realupplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk.
- Återstoden av bruttolånebehovet bör täckas genom *nominella kronlån*.
- *Löptiden* (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör behållas oförändrad på 2,7 år ($\pm 0,3$ år). Realupplåningen bör ske i långa löptider.

Det föreslagna riktvärdet för amorteringarna på valutaskulden överensstämmer med det gällande riktlinjebeslutet, men är 10 miljarder lägre än den långsiktiga inriktning som regeringen angav i fjol. Motivet är att kronan under en tid varit extremt svag, vilket gör det dyrt att amortera på valutaskulden. Givet de kronnivåer som noterats under de senaste månaderna kan det vara motiverat att under kortare eller längre tid avstå från amorteringar. Enligt kontorets bedömning vore det dock olämpligt att av detta skäl ytterligare sänka riktvärdet. Om kronan stärks till mer normala nivåer, skulle det kunna krävas ett extra regeringsbeslut för att justera amorteringarna. Att behålla det gällande riktvärdet markerar dessutom att den långsiktiga ambitionen är att minska valutaskulden.

En lämpligare anpassning till de extrema förhållanden som råder på valutamarknaden är att vidga flexibiliteten i riktlinjerna, i första hand neråt. Med ett riktvär-

de på 25 miljarder gör ett intervall på –25 respektive +10 miljarder att kontoret kan avstå från att amortera om kronan förblir svag. Intervallets övre gräns motsvarar den långsiktiga inriktningen på 35 miljarder per år.

Förslaget att långsiktigt öka andelen real skuld överensstämmer med gällande riktlinjer. Promemorian innehåller en fördjupad analys av hur kostnader och risker påverkas av att inkludera reallån i statsskulden. Kvalitativa skäl talar för att riskerna kan sänkas genom att den i huvudsak nominella skulden kompletteras med reallån. I de kvantitativa analyserna är det dominerande resultatet att skillnaderna mellan reala och nominella lån är små.

Slutsatsen är att en ökad andel reallån skulle minska riskerna i statsskulden. Det finns också förutsättningar att utveckla realobligationsmarknaden så att statens kostnader för att få del av de riskmässiga fördelarna kan hållas låga, men detta arbete kan ta tid. Någon kvantitativ precisering av riktlinjerna bör därför inte göras. Emissioner av reallån bör vägas mot kostnaderna för upplåning i andra skuldslag, med beaktande av risk, inom ramen för ett långsiktigt mål att öka andelen.

Beträffande löptiden i skulden i nominella kronor och utländsk valuta föreslår Riksgäldskontoret inga ändringar. Däremot föreslås en mindre justering av löptidsriktlinjerna för realupplåningen. Kontoret föreslår att begreppet lång löptid skall tolkas som längre än fem år vid emissionstillfället i stället för som hittills att huvuddelen av realupplåningen skall ha minst tio års löptid.

Riksgäldskontoret tar också upp hanteringen av kontorets växlingar mellan kronor och utländsk valuta. Nuvarande ordning är inte anpassad till kontorets uppdrag att hantera amorteringarna av valutaskulden mer aktivt och väga in kronans värde i syfte att minimera kostnaderna, eftersom Riksbankens växlingar i marknaden görs i mekaniskt jämn takt för att undvika sammanblandning med penning- och valutapolitiskt betingade transaktioner. Växlingstekniken gör också att kontoret måste förannonsera alla ändringar i de planerade amorteringarna, även när detta inte är ändamålsenligt ur statsskuldspolitisk synpunkt. Amorteringar och räntebetalningar på statsskulden är de enda

- ▶ statliga valutabetalningar som hanteras på detta sätt. Flera myndigheter med stora valutatransaktioner – t.ex. AP-fonderna, SIDA och FMV – gör valutabetalningar via vanliga banker.

Riksbanken har inte givit uttryck för att en lösning som innebär att även Riksgäldskontoret växlar vid sidan av Riksbanken skulle stå i strid med penningpolitikens krav i en regim med rörlig växelkurs. Detta talar för en flexiblare lösning än den nuvarande.

Mot denna bakgrund föreslår Riksgäldskontoret

att reglerna för valutaväxlingar i kontorets instruktion ändras så att kontoret kan välja andra motparter än Riksbanken. Kontoret skisserar en lösning som borgar för förutsägbarhet och tydlighet när det gäller omfattningen och inriktningen av kontorets växlingar, samtidigt som metoderna för hantering och annonsering av växlingar är anpassade till statsskuldspolitikens mål. Syftet är att göra det möjligt att använda takten i valutaväxlingarna som medel för att sänka kostnaderna för statsskulden.

Ingen valutaamorteringen 2002 vid nuvarande kronkurs

”Riktvärdet för amortering på valutaskulden under 2002 bör vara 25 miljarder kronor men vi bör kunna gå ner till noll”, säger riksgäldsdirektör Thomas Franzén. ”En extrem situation på valutamarknaden möts bäst genom stor flexibilitet”, fortsätter han. ”Om regeringen godkänner riktlinjeförslaget från Riksgäldskontoret kommer jag att föreslå Riksgäldskontorets styrelse att inte amortera på valutaskulden under 2002, om kronan fortsätter att vara extremt svag. Det är helt enkelt för kostsamt att amortera vid nuvarande kronkurs”, förtydligar

Thomas Franzén. ”Det ska till en tydlig förstärkning av kronan innan vi på nytt börjar amortera på valutaskulden”.

Målet att långsiktigt minska statsskulden bör ligga fast. Kontoret föreslår att riktvärdet för amorteringen 2003 och 2004 sätts till 35 miljarder kronor.

Det kompletta riktlinjeförslaget finns på www.rgk.se eller kan beställas från Riksgäldskontoret, 103 74 Stockholm.

Regeringen beslutar om de övergripande riktlinjerna för statsskuldens förvaltning senast den 15 november och i december fattar Riksgäldskontorets styrelse beslut om de operativa riktlinjerna för statsskuldsvärdningen.

Kontofordringar byts mot statspapper

Omvandling av myndigheters kontoinnehav i Riksgäldskontoret till statspapper skapar förutsättningar för en effektivare tillgångsförvaltning i staten.

Regeringen föreslår i budgetpropositionen att myndigheter som bedriver en omfattande tillgångsförvaltning av medel avsedda för särskilda ändamål vid sidan av statsbudgeten ska ges rätt att placera på marknaderna för svenska statspapper. Förslaget bygger på en rapport som Riksgäldskontoret lämnade i våras.

Dessa medel har hittills stått på konto i Riksgäldskontorets system för inlåning från statliga myndigheter. Riksgäldskontorets kontosystem är uppbyggt för att hantera myndigheters löpande kassahållning. Det rör sig i huvudsak om små tillgodohavanden, som myndigheterna inte aktivt förvaltar i syfte att öka avkastningen på kapitalet.

Räntesatserna på dessa konton är beräknade utifrån rådande marknadsräntor för att avspegla den alternativkostnad staten har för sin finansiering. Ränteberäkningarna är emellertid approximationer. Orsaken är att räntorna som kan avläsas från obligationsmarknaden är indikativa och inte tar hänsyn till hur stora belopp som placeras. Kontoret tvingas därför bl.a. approximera sambandet mellan placerad volym och ränta för att i görligaste mån efterlikna en naturlig marknadsmekanism på värdepappersmarknaden. I de flesta fall är dock approximerade räntor tillräckliga. För det första handlar det huvudsakligen om enkla och begränsade tillgodohavanden. För det andra är det fråga om internprissättning, dvs. mindre avvikelser från marknadsmässiga villkor leder inte till nettoförluster för staten.

Tillgångsförvaltning

Några myndigheters placeringar i Riksgäldskontoret har dock en annan karaktär. Det gäller Insättningsgarantinämnden (IGN), Premiepensionsmyndigheten (PPM) och Kärnavfallsfonden (KAF). Dessa hanterar medel av betydande storlek som är avsatta för särskilda ändamål vid sidan av statsbudgeten. Myndigheterna bedriver alltså långsiktig tillgångsförvaltning. De anlitar också externa förvaltare för att söka förbättra avkastningen genom aktiva omplaceringar.

Vid omfattande tillgångsförvaltning finns det risk för att felprissättningar leder till över- eller underavkastning på de tillgångar som förvaltas. Problemen ökar vid större belopp, eftersom även mindre avvikelser från rådande marknadsräntor kan ge stora effekter på avkastningen på tillgångar och statens räntekostnad.

Särskilt problematiskt är aktiv förvaltning av realobligationer, eftersom de reala räntor som kan avläsas från marknaden är mindre tillförlitliga än nominalräntor. Vid stora transaktioner kan de vara direkt missvisande.

Enligt regeringens förslag ska IGN, PPM och KAF därför ges möjlighet att placera direkt i svenska statspapper på obligationsmarknaderna. De medel som därmed skulle överföras från konton i Riksgäldskontoret till statspappersmarknaderna beräknas uppgå till ca 40 miljarder kronor.

En positiv bieffekt av förslaget är att förutsättningarna för en väl fungerande marknad för realobligationer förbättras. Ett viktigt medel för att förbättra realobligationsmarknadens funktionssätt är att få in fler placerare. Detta är till nytta för såväl staten som emittent som investerare genom ökad likviditet. De reala tillgångar som i dag förvaltas av KAF och PPM motsvarar ca 20 procent av den utestående reala obligationsstocken.

Effekter på statsskulden

Förändringen påverkar inte den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld enligt EU:s definition, den konsoliderade statsskulden eller det finansiella sparandet, eftersom medlen uteslutande kommer att placeras i svenska statspapper. Däremot kommer statsskulden som den redovisas av Riksgäldskontoret, dvs. i okonsoliderad form, att öka med det belopp som placeringarna omfattar. Det beror på att Riksgäldskontorets inlåning från myndigheter inte ingår i statsskulddefinitionen, vilket däremot statspapper gör. Skillnaden mellan konsoliderad och okonsoliderad statsskuld skulle öka från ca 3 miljarder kronor till ca 43 miljarder. Regeringen avser därför att i ökad utsträckning fokusera på den konsoliderade statsskulden som det mer rättvisande måttet på fordringarna på staten.

Statens lånebehov och budgetsaldot påverkas inte av omflyttningen. Lånebehovet, som definitionsmässigt är detsamma som budgetsaldot (fast med omvänt tecken), är kassamässiga begrepp. Eftersom myndigheternas kontofordringar byts ut mot obligationer utan att det görs några betalningar är statens kassa opåverkad av transaktionerna.

Överföringen beräknas vara fullt ut genomförd vid halvårsskiftet 2002.

Ny statsskuldväxelpolicy – ett förslag

Riksgäldskontoret ser för närvarande över emissionspolitiken för statsskuldväxlar. Frågan är vilket bidrag kontoret kan ge för att förbättra likviditeten och prisbildningen. En idé är att begränsa antalet utestående lån till sex och enbart emittera växlar med upp till 18 månaders löptid och förfall på IMM-datum. Detta skulle innebära att statsskuldväxelsmarknaden får en starkare koppling till andra marknader för korta instrument, vilket bör kunna öka intresset för aktiv handel. Den föreslagna ändringen förutsätter ökad upplåning via on tap-växlar.

Bakgrund

Statsskuldväxelsmarknaden anses allmänt ha försämrats de senaste åren. Det som avses är oftast likviditeten i andrahandsmarknaden, t.ex. omsättning och prissättning. De senaste tre åren har omsättningen i andrahandsmarknaden minskat med ca 40 procent. Prissättningen har varit sämst i de kortaste växlarna där det allt som oftast saknats tvåvägspriser.

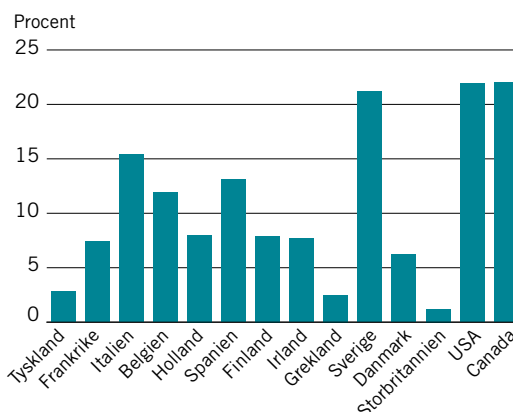
En effektiv handel i andrahandsmarknaden är viktig för att Riksgäldskontorets växlar även i fortsättningen ska utgöra attraktiva placeringsinstrument. Andra marknader för korta placeringar utvecklas successivt – en utveckling som Riksgäldskontoret välkomnar. För att möta en förändrad situation på statsskuldväxelsmarknaden och en ökad konkurrens från andra korta placeringar avser Riksgäldskontoret att se över emissionspolitiken för statsskuldväxlar. Under våren har Riksgäldskontoret därför genomfört en utredning för att dels inhämta synpunkter från marknadens aktörer om situationen, dels utreda om det finns möjligheter att utveckla marknaden och förbättra likviditeten.

Redan innan undersökningen genomfördes fanns en bild av orsakerna till den förändrade situationen. Förmodligen är den ökade stabilitet som präglade den svenska räntemarknaden i hög grad ett resultat av ett ökat förtroende för penningpolitiken och finanspolitiken i Sverige. Ränterörelserna har minskat, vilket minskat intresset för aktiv handel. Även om denna bakgrund var känd var det viktigt att ta del av synpunkter från marknadsaktörerna, inte minst för att få synpunkter från olika håll, men också för att öka detaljkunskaperna om marknaden.

I ett internationellt perspektiv har Sverige en stor statsskuldväxelstock relativt statsskuldens storlek. Länder som ligger på ungefär samma andel är USA och Kanada. Andra stora växelsmarknader i absoluta termer finns främst i Frankrike och Italien. Speciellt bland mindre länder är en stor andel växlar ovanligt. I diagrammet ovan till höger visas växelstocken som andel av den

totala skulden för ett antal länder. I växelstocken ingår diskonteringsinstrument med en initial löptid upp till 24 månader. I flera länder finns det också instrument med lång löptid men rörlig ränta, s.k. floating rate notes. Dessa ingår dock inte i jämförelsen.

Statsskuldväxlar i procent av total skuld



Riksgäldskontorets undersökning

Marknadsaktörernas synpunkter har samlats in i två enkätundersökningar. En enkät var riktad till återförsäljarna av statsskuldväxlar och en enkät till placerare. Urvalet bestod av större svenska försäkringsbolag, industriföretag, banker och fonder samt några statliga bolag. Placerare har också intervjuats. Frågorna i de båda enkäterna var ungefär samma i de fall som de var relevanta för både placerare och återförsäljare, vilket gör det möjligt att jämföra svaren mellan de båda grupperna.

Frågorna i enkäterna var både av kortsvarskaraktär, t.ex. ja eller nej, och frågor där egna synpunkter efterfrågades.

I stort sett bekräftar undersökningen den bild av problemen på marknaden och dess orsaker som redovisats inledningsvis. Likviditeten i andrahandsmarknaden uppfattas som dålig framför allt i de kortaste växlarna.

Det är svårt att komma över större volymer till rimliga priser. Minskade ränterörelser och dålig likviditet har gjort att den aktiva handeln blivit mindre lönsam och minskat i omfattning. Detta får genomslag på den totala omsättningen.

Bland de mer specifika svaren kan nämnas att återförsäljarna anser att den lägre omsättningen främst beror på ”förändrat beteende hos slutkunder”. Placerarkollektivet anser däremot att den viktigaste orsaken till den lägre omsättningen är ”avsaknad av tvåvägspriser”. Återförsäljarnas förmåga att ställa priser beror på placerarnas vilja att omsätta sina innehav, liksom placerarnas vilja att handla beror på återförsäljarnas vilja att ställa priser. Detta leder till en negativ spiral. Trots de skilda perspektiven kan det således finnas fog för båda uppfattningarna.

De flesta placerare använder enligt enkätsvaren statsskuldväxlar främst för att placera likviditet. Det kan tyda på att andelen s.k. buy and hold-investerare har ökat. Placerarna vill gärna att det tillkommer fler återförsäljare. Ett annat förslag för att förbättra likviditeten som kommit både från placerare och från återförsäljare är att koncentrera växelstocken till färre löptider.

Både placerare och återförsäljare är positiva till elektronisk handel i växlar. Placerarna är dock något mer positiva än återförsäljarna. Bland fördelarna med elektronisk handel nämns att genomlysningen på marknaden förbättras, vilket bör kunna attrahera fler återförsäljare. Bland nackdelarna nämns att likviditeten inte nödvändigtvis skulle förbättras, eftersom det är för få slutkunder som handlar.

För Riksgäldskontorets auktioner har, i ett snävare perspektiv, den försämrade situationen på andrahandsmarknaden hittills snarast inneburit en förbättring. Vissa placerare har ökat sitt intresse i auktionerna och lagt mer aggressiva bud, eftersom det kan vara problem att köpa växlar på andrahandsmarknaden.

Kontakter med placerare som inte besvarat enkäten tyder på att många placerare inte bara minskat sin aktivitet på statsskuldväxelmärknaden utan har lämnat den helt och hållet.

Färre statsskuldväxellån

En möjlig väg att förbättra likviditeten på växelmarknaden är att minska antalet löptider. Genom att ge ut större volymer i färre lån skulle en bättre benchmarkkurva för växlar kunna skapas. Lagstiftningen för värdepappersfonder begränsar i viss mån utrymmet för förändringar av emissionspolitiken. Enligt lagstiftningen måste värdepappersfonder, som bara har tillgångar utgivna av en och samma emittent, hålla instrument från minst sex olika emissioner av denna emittent. Idag

har Riksgäldskontoret normalt åtta växlar utestående samtidigt. Antalet växlar skulle således utan några legala hinder kunna minskas till sex. Däremot kan det minskade antalet växlar få praktiska konsekvenser för korta penningmarknadsfonder.

Det finns alternativa sätt att minska antalet växlar och därmed ändra strukturen på växelkurvan. Riksgäldskontoret förordar en modell där statsskuldväxlar enbart emitteras med förfall som sammanfaller med IMM-datum. Lånen kommer då att emitteras med löptider på 3, 6, 9, 12, 15 och 18 månader. Denna strategi skulle således innebära att växelkurvan förlängs från dagens 12 till 18 månader.

Genom att enbart emittera växlar med förfall som sammanfaller med IMM-datum menar kontoret att det sammantagna intresset för statsskuldväxlar kan öka. Den nya strukturen gör också att kopplingen till andra närliggande marknader blir starkare.

Samtidigt som växelkurvan skulle förlängas minskar utbudet av växlar i den korta änden av kurvan. För att möta efterfrågan på korta placeringar bör kontoret därför utöka sin on tap-verksamhet. På detta sätt skulle främst on tap-växlar tillgodose behovet av kortfristiga placeringar medan de reguljära växlarna med förfall som sammanfaller med IMM-datum skapar förutsättningar för ett ökat tradingintresse i växlar jämfört med dagens emissionsstrategi. Ett genomförande av strategin kräver en övergångsperiod på minst sex månader.

Den här skisserade policyn är ett förslag från Riksgäldskontorets sida. Idén skall prövas i en dialog med aktörerna på marknaden innan kontoret tar slutlig ställning.

IMM är en förkortning av International Money Market. IMM-dagar infaller den tredje onsdagen i mars, juni, september och december.

Marknadsinformation

Statsskulden

Statsobligationer, utestående volymer, 5 oktober 2001

Nominella obligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Nominellt belopp
			Miljoner kronor
2003-05-05	10,25	1033	55 031
2004-01-15	5,00	1042	63 085
2005-02-09	6,00	1035	61 929
2006-04-20	3,5	1044	61 026
2007-08-15	8,00	1037	36 213
2008-05-05	6,50	1040	53 116
2009-01-28	5,00	1043	56 419
2011-03-15	5,25	1045	55 003
2014-05-05	6,75	1041	46 211

Summa Benchmarks 488 032

Icke Benchmarks 17 715

Realobligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2001-10-01	0	3003	0 685
2004-04-01	0	3002	17 769
2008-12-01	4	3101	32 406
2014-04-01	0	3001	26 497
2015-12-01	3,5	3105	13 541
2020-12-01	4	3102	16 817
2028-12-01	3,5	3103	0 003
2028-12-01	3,5	3104	7 500

Summa realobligationer 115 217

Summa statsobligationer 620 964

Statsskuldsväxlar, utestående volymer, 5 oktober 2001

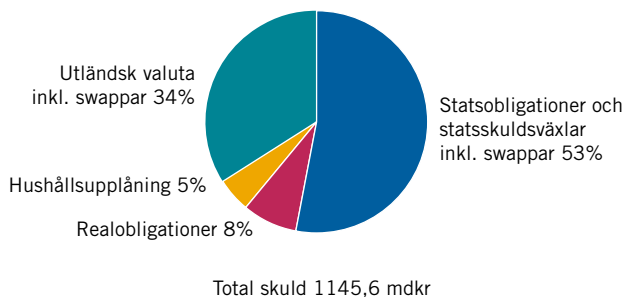
Förfalldatum	Nominellt belopp
	Miljoner kronor
2001-10-17	20 000
2001-11-21	30 589
2001-12-19	28 822
2002-01-16	13 600
2002-03-20	50 195
2002-06-19	54 197
2002-09-18	36 474
Totalt	233 877

Kreditbetyg

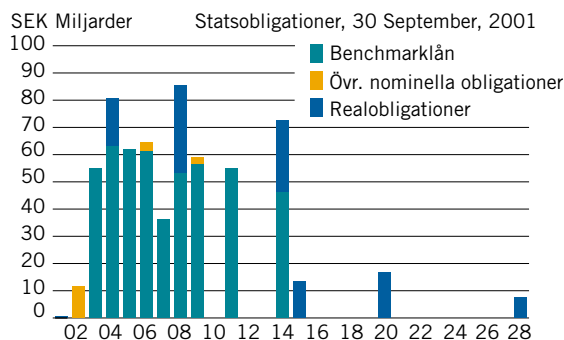
	Kronskuld	Valutaskuld
Moodys	Aaa	Aa1
Standard & Poors	AAA	AA+

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

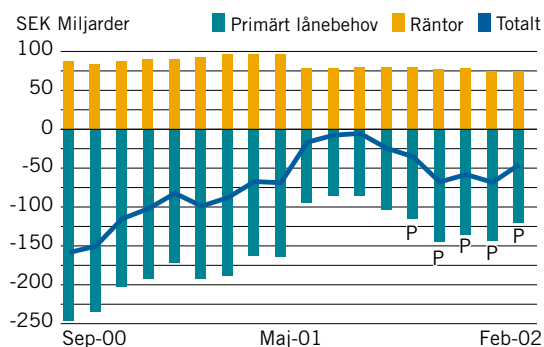
Skuldsammansättning 30 september, 2001

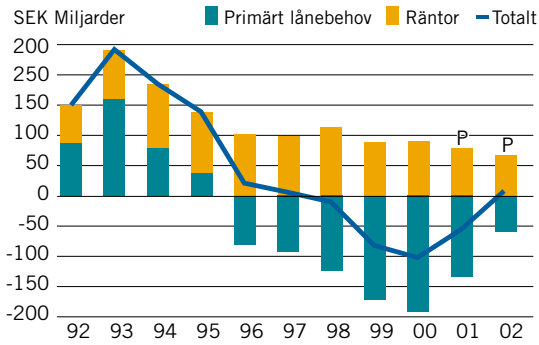
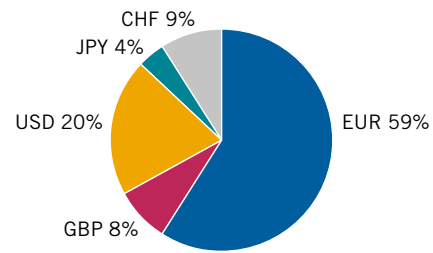
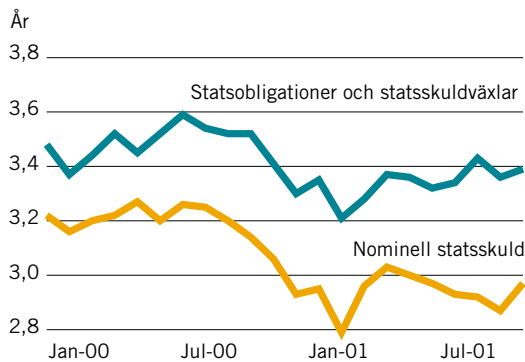
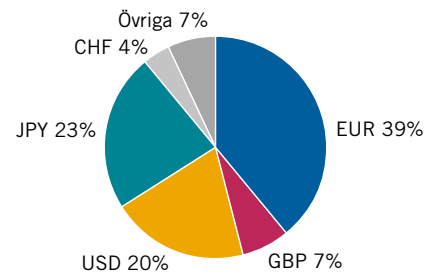
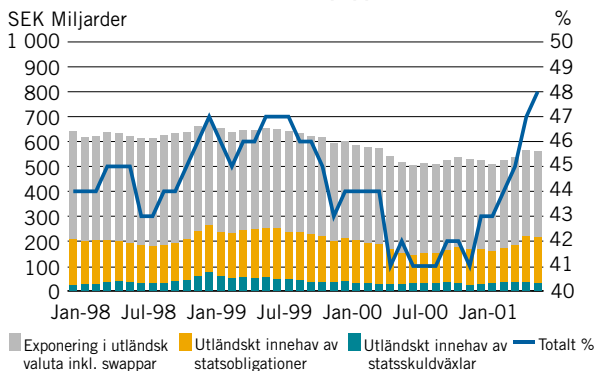
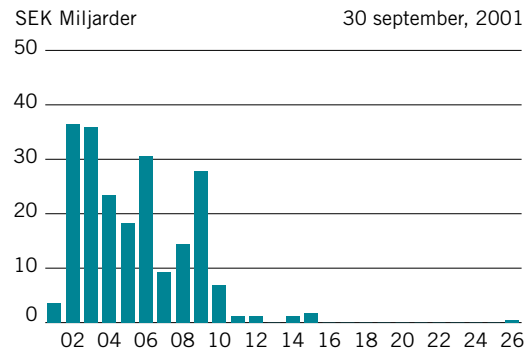


Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer



Statens lånebehov, tolv månaderstal



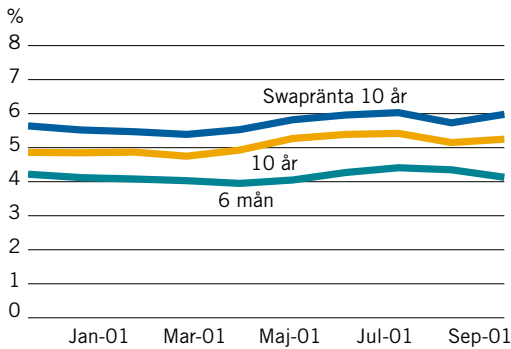
Statens lånebehov 1992-2002**Valutaskuld, riktmärke****Kronskuldens duration****Lån i utländsk valuta****Exponering i utländsk valuta och utländskt innehav av svenska statspapper****Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds****Utländsk valutaupplåning**

SEK Miljarder	2001
Nettoupplåning	(-10) – (-15)
Förfall (inkl. swappar)	44,9
Realiserade valutaförluster (+) /vinster (-)	11,2
Planerad bruttoupplåning	46,1–41,1
Kapitalmarknadsupplåning	0,0
Kron/valutaswappar	22,9
Finansiering per 30 september, 2001	22,9

Finansmarknaden

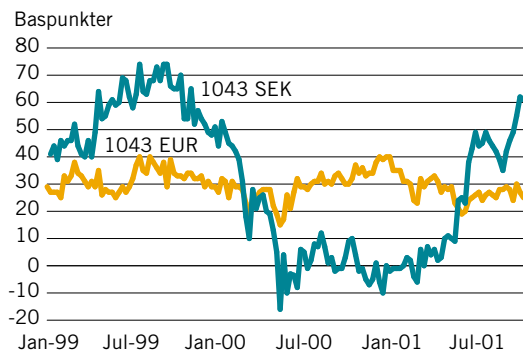
Alla värden t o m 30 september

Ränteutveckling



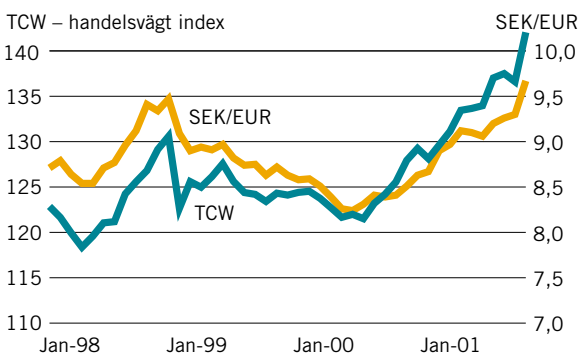
Källa: Ecowin

Ränteskillnad Tyskland – 1043, 1043E (2009)



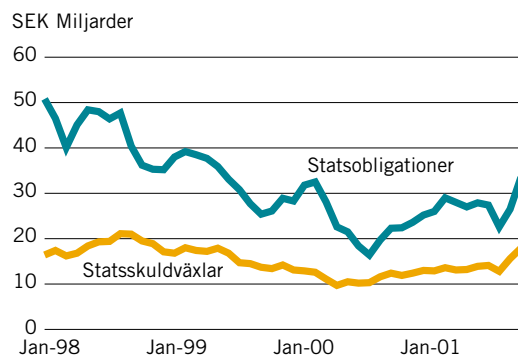
Källa: Reuters

Växelkursutveckling



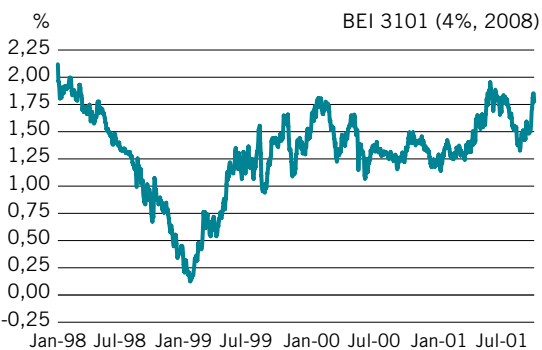
Källa: Ecowin

Daglig omsättning svenska statspapper



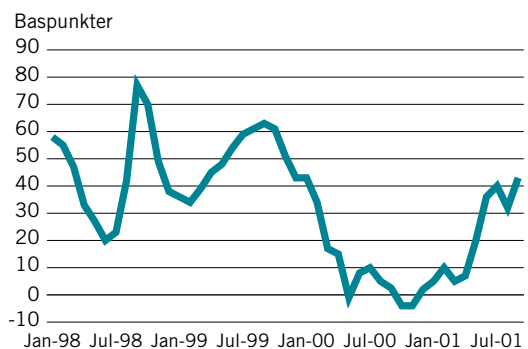
Källa: Riksbanken

Break-eveninflation



Källa: Ecowin

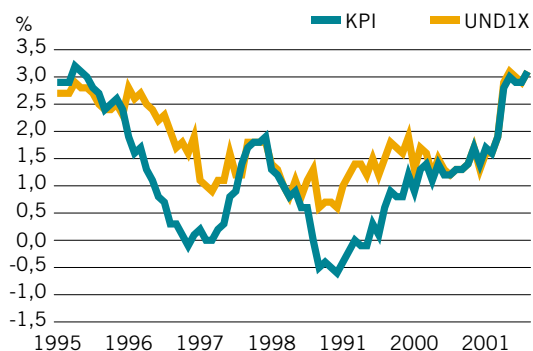
Ränteskillnad Tyskland –10 år



Källa: Ecowin

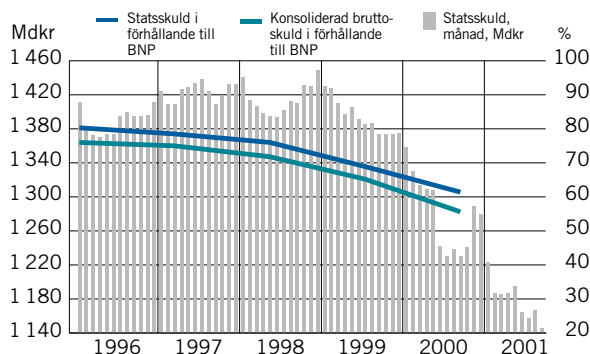
Svensk ekonomi

UND1X och KPI i Sverige



Källa: SCB

Statsskulden 1996-2001



Källa: Riksgäldskontoret, Konjunkturinstitutet

Nationalräkenskaper

Procentuell förändring		2000	2001	2002	2003	
Utbud och efterfrågan						
BNP ¹⁾		3,6	1,6	2,7	2,7	
Import av varor och tjänster		9,7	0,5	5,5	5,9	
Hushållens konsumtionsutgifter		4,1	1,6	3,1	2,5	
Offentliga konsumtionsutgifter		1,7	1,2	1,0	0,7	
Fasta bruttoinvesteringar		4,5	4,9	5,2	3,3	
Lagerinvesteringar		0,6	-0,3	-0,1	0,0	
Export		9,8	0,7	4,9	6,7	
Andra indikationer						
	Jul-01	Aug-01	2000	2001	2002	2003
KPI, årlig förändring		3,1	1,3	2,6	1,8	2,1
Arbetslöshet		4,3	4,7	4,0	3,9	3,6
Bytesbalans	2,5		2,9	1,9	1,2	1,7

¹⁾ 2 083 mdkr (2000 års referenspriser).

Källa: SCB, Riksbanken; prognoser: Konjunkturinstitutet

Återförsäljare

Återförsäljare	Telefon	Reuter-sida
ABN Amro Bank NV	08-506 155 00	PMAA
Conseus –		
Den Danske Bank A/S	08-568 808 44	PMCO
Salomon Smith Barney	020-798 69 341	
S E B	08-506 23 151	PMSE
Svenska Handelsbanken	08-463 46 50	PMHD
Swedbank		
(Föreningssparbanken)	08-700 99 00	PMBF
Unibank/	+45-33-33 17 58	
MeritaNordbanken	08-614 86 55	PMUB
E Öhman J:or		
Fondkommission AB	08-679 22 00	PMOR

Nästa utgåva av Statsupplåning – prognos och analys publiceras onsdag den 20 februari 2002, 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