

Statsupplåning

– prognos och analys

2002:2

Statens lånebehov

Prognosförutsättningar	3
Årsprognosen för 2002	3
Årsprognosen för 2003	4
Känslighetsanalys	4
Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter	5
Jämförelser med andra lånebehovsprognoser	5
Månadsprognoser	6
Statsskulden	6
Prognoser och utfallsrapporter	6

Finansiering

Bruttoupplåning	8
Nominell kronupplåning	8
Realupplåning	10
Valutaupplåning	11
Sammanfattning	12

Aktuellt

Realobligationer i teori och praktik	13
Valutaväxlingar på marknaden	17

Marknadsinformation

Statsskulden	19
Finansmarknaden	21
Svensk ekonomi	22
Återförsäljare	22

Riksgäldskontorets uppdrag

Riksgäldskontoret (RGK) är statens finansförvaltning. Vi är en myndighet under Finansdepartementet med tre ansvarsområden:

Skuldförvaltning och upplåning

RGK förvaltar och finansierar statsskulden genom att låna på den svenska och internationella räntemarknaden. Målet är att minimera den långsiktiga kostnaden för skulden. Samtidigt ska hänsyn tas till risken, så att inte kostnaderna stiger alltför mycket om något oväntat inträffar.

Statliga garantier och lån

RGK ställer ut och förvaltar statliga garantier och lån som riksdagen beslutar om. Målet är att synliggöra och på lång sikt täcka kostnaderna för garantier och lån med kreditrisk. RGK ska därför bedöma risken i åtagandet och sätta en garantiavgift respektive låneränta som motsvarar den förväntade kostnaden.

Statens internbank

RGK ger lån till statliga myndigheter och affärsverk. Myndigheterna måste också placera sin kassa hos RGK. Målet är att hålla nere statens räntekostnader. Genom att myndigheternas lån och placeringar samordnas inom staten blir kostnaden lägre än annars.



Statens lånebehov

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2002 pekar på ett överskott i statens betalningar på ca 25 miljarder kronor, att jämföra med ett överskott på 20 miljarder i den justerade prognosen från april. Prognosen för 2003 visar ett underskott – ett positivt lånebehov – på ca 12 miljarder kronor, en försämring av statsfinanserna med 37 miljarder kronor. Justerat för tillfälliga betalningar uppgår underskottet 2003 till ca 17 miljarder kronor.

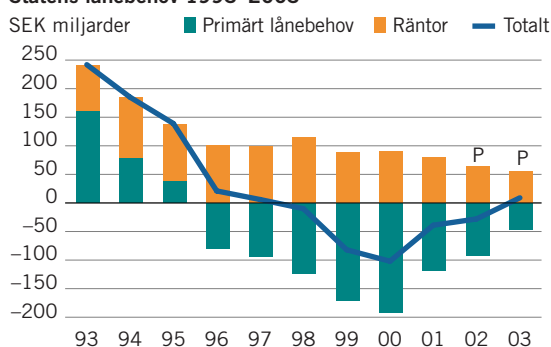
Prognosförutsättningar

Konjunkturutvecklingen är viktig för lånebehovet genom att den påverkar både skatteintäkter och statens utgifter. Den aktuella prognosen är baserad på Konjunkturinstitutets marsrapport. Prognosen pekar på svag tillväxt under 2002 följt av en markant uppgång under 2003. Priser och löner antas stiga under båda åren. För statens del innebär en sådan utveckling – allt annat lika – stigande skatteinkomster.

Förutom konjunkturbilden är utfallen över statens lånebehov en viktig faktor i Riksgäldskontorets bedömningar. Riksgäldskontoret följer statens in- och utbetalningar på daglig basis och kan därför löpande utvärdera sina prognoser. I den aktuella bedömningen har utfallen till och med maj 2002 vägts in.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden bygger på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för denna prognos är den 31 maj 2002.

Statens lånebehov 1993–2003



Årsprognosen för 2002

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2002 pekar på ett överskott på ca 25 miljarder kronor. Prognosen och dess inverkan på statsskulden sammanfattas i tabellen till höger, där även utfallet för 2001 redovisas. Utvecklingen över en längre period framgår i diagrammet ovan.

Prognosen från februari indikerade ett överskott på

10 miljarder kronor. Större överskott än väntat under första kvartalet, särskilt till följd av extra inbetalningar till skattekontosystemet, gjorde att Riksgäldskontoret i april justerade överskottet till 20 miljarder.

Den aktuella prognosen skiljer sig totalt sett inte mycket från den föregående. Komponenterna har justerats något i samband med att Riksgäldskontoret nu gått igenom prognosen.

Statens lånebehov och statsskulden 2001–2003, miljarder kronor

	2001	2002 (prognos)	2003 (prognos)
Primärt lånebehov	–118	–84	–47
Räntor på statsskulden	80	59	59
Lånebehov, netto	–39	–25	12
Skuldkorrigeringar	–73	43	0
Varav AP-fondsöverföring	–69	–	–
Riksbanksöverföring	–18	–	–
IGN, KAF och PPM	–	43	–
Omvärdering valutalån m.m.	14	0	0
Kortfristiga placeringar	–11	0	0
Statsskuldens förändring	–122	18	12
Statsskulden vid årets slut	1157	1175	1187

Det primära överskottet beräknas till 84 miljarder kronor. Det är 10 miljarder mer än februariprognosen. Den viktigaste orsaken är större skatteintäkter. Överskottet reduceras å andra sidan av att Riksgäldskontoret inte längre räknar med några intäkter från utförsäljningar av statliga tillgångar. Motivet är att halva året gått utan att regeringen har presenterat konkreta planer. Det tidigare antagandet var utförsäljningsintäkter på 5 miljarder kronor.

Utbetalningarna har hittills utvecklats enligt prognos och endast mindre revideringar har gjorts. Lägre arbetslöshet har hållit nere kostnaderna för arbetslöshetsersättning så pass mycket att höjningarna av ersättningsnivåerna från den 1 juli inte leder till någon revidering för helåret. Kostnaderna för sjukförsäkringen stiger, men det är också vad Riksgäldskontoret antagit sedan tidigare.

Riksgäldskontorets nettoutlåning väntas uppgå till ►

- ca 2 miljarder kronor, oförändrat sedan i februari. Det är mindre än normalt och beror främst på att Sveaskog betalade tillbaka ett lån på 12 miljarder kronor i januari.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas till 59 miljarder kronor 2002. Det är 5 miljarder lägre än i förra prognosen. Orsaken är bland annat att utfallet under inledningen av året visat på lägre räntebetalningar än tidigare prognostiserat. Dessutom bedöms främst valutaräntorna bli något lägre under resterande delen av året än i tidigare bedömning.

Årsprognosen för 2003

Riksgäldskontorets första prognos för 2003 pekar på att statens betalningar för första gången sedan 1997 kommer att ge ett underskott. Underskottet uppskattas till ca 12 miljarder kronor. Det motsvarar en omsvängning med ca 37 miljarder kronor jämfört med 2002. Trots att ekonomin förväntas utvecklas mer gynnsamt under 2003 försämrats alltså budgetsaldot.

Det primära överskottet beräknas till 47 miljarder kronor. Det är 37 miljarder mindre än 2002. Hela omsvängningen i budgeten beror alltså på det primära lånebehovet. Bakom detta ligger stora bruttoförändringar, bland annat kopplade till införandet av garantipensioner. Pensionsreformen innebär att det särskilda grundavdraget för pensionärer ersätts med ett allmänt grundavdrag. Skatten höjs då med närmare 13 miljarder kronor. Skattehöjningen medför ingen budgetförstärkning eftersom pensionsutbetalningarna höjs i motsvarande grad.

De tillfälliga nettoinbetalningarna bedöms minska från 26 till 5 miljarder kronor. Den viktigaste orsaken är att Riksbanken under 2002 gjort en extra inleverans på 20 miljarder kronor. Minskningen uppvägs bara delvis av att omkring 6 miljarder mer av de bostadsobligationer som Riksgäldskontoret övertog från AP-fonderna 2001 förfaller nästa år.

Nettoinbetalningarna på skattekonton (exklusive skatter som betalas in av statliga myndigheter) förväntas öka med ca 30 miljarder kronor. Det avspeglar fortsatt tillväxt i skattebaserna, i första hand den nominella lönesumman, privat konsumtion och investeringar. Fyllnadsinbetalningar och kvarskatt från hushåll och företag antas minska med 5 miljarder kronor jämfört med 2002. En viktig faktor bakom fyllnadsinbetalningar är reavinster på aktier och fastigheter. Reavinsternas storlek och tidsfördelning är notoriskt svåra att förutsäga. Riksgäldskontoret antar också att det sista steget i kompensation till hushållen för den allmänna pensionsavgiften inte tas 2003. Enligt beräkningar i vårpropositionen finns inte utrymme för en sådan skattesänkning, som kostar ca 10 miljarder kronor, givet målet om ett överskott på motsvarande 2 procent av BNP.

När det gäller inkomster från försäljningar av statlig egendom antar Riksgäldskontoret att inbetalningarna under 2003 kommer att ligga på 5 miljarder kronor. Det är lägre än regeringens bedömning i vårpropositionen, men i linje med erfarenheterna från senare år, då utförsäljningarna varit små.

På utgiftssidan ökar bland annat utbetalningar till kommunerna med ca 15 miljarder kronor.¹⁾ Det avspeglar att kommunernas skatteinkomster, som samlas in av staten och sedan betalas ut till kommunerna, stiger i takt med den växande lönesumman. Utbetalningarna för socialförsäkringar via Riksförsäkringsverket stiger med ca 7 miljarder kronor (exklusive pensioner). Av detta svarar sjukförsäkringen för 4 miljarder.

AMS:s utbetalningar väntas öka med 3 miljarder på grund av höjd ersättningsnivå i A-kassan. Arealersättningar till jordbrukare ökar med ca 4 miljarder 2003 eftersom de är onormalt låga under 2002. Det beror på att årets utbetalningar gjordes 2001 för att skapa utrymme under utgiftstaket.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas uppgå till 59 miljarder kronor 2003, i det närmaste samma nivå som i år.

¹⁾ Då har inte hänsyn tagits till den förändring av kommunkontosystemet som träder i kraft den 1 januari 2003 i och med att systemet får en ny finansieringsmodell. Från kommunkontosystemet utbetalas ersättningar som kompenserar kommuner och landsting för ingående mervärdesskatt i icke skattepliktig verksamhet. Idag finansieras systemet genom att kommuner och landsting betalar avgifter som är avsedda att täcka uttagen. Den nya finansieringsmodellen innebär att avgifterna som kommuner och landsting betalar avskaffas och att uttagen ur systemet sker från statsbudgetens inkomstsida. Förändringen är inte lånebehovspåverkande.

Känslighetsanalys

Prognosen är osäker, bland annat 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. Vill man göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas.

Ökning med en procent/procentenhet

Effekt på lånebehovet, miljarder kronor

Lönesumman ²⁾	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-(1-2)
Öppen arbetslöshet	3,5-4,5
Räntenivån i Sverige	3
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

²⁾ Kommunala lönebaserade skatter betalas ut till kommunerna med ett års eftersläpning. Detta gör att effekten på statens lånebehov på ett års sikt – tidshorisonten i tabellen – är större än den permanenta effekten.

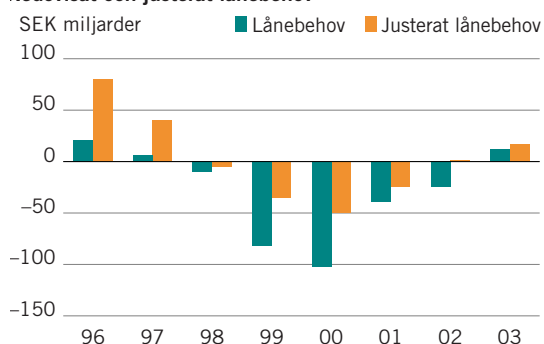
Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter

Tillfälliga betalningar är viktiga för lånebehovet, både enskilda år och för utvecklingen mellan åren. För 2002 pekar beräkningarna på att statens finanser i stort sett är i balans efter justering för tillfälliga betalningar. De tillfälliga nettoinbetalningarna förväntas uppgå till ca 25 miljarder kronor. Viktiga tillfälliga effekter är förfall av bostadsobligationer som överförts från AP-fonden på ca 7 miljarder samt en extra inleverans från Riksbanken på 20 miljarder.

Det justerade lånebehovet ökar till 17 miljarder kronor 2003. De tillfälliga inbetalningarna uppskattas alltså till 5 miljarder. De viktigaste inbetalningarna är förfall av bostadsobligationer med 13 miljarder och utförsäljningsinkomster på 5 miljarder. I motsatt riktning verkar det faktum att Riksgäldskontorets nettoutlåning under 2003 bedöms uppgå till 13 miljarder kronor. Den största delen av detta betraktas som en tillfällig inbetalning eftersom lånen så småningom ska betalas tillbaka.

För en mer utförlig beskrivning av Riksgäldskontorets definition av tillfälliga betalningar, se prognosrapporten från 2001-01-31. Rapporten finns på www.rgk.se

Redovisat och justerat lånebehov



Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Konjunkturinstitutet (KI) redovisade prognoser för statens lånebehov senast i mars, regeringen i april och Ekonomistyrningsverket (ESV) i juni (se tabell nedan).

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett överskott på ca 25 miljarder kronor, ungefär lika stort överskott som regeringen prognostiserar. Justerat för kända skillnader i utförsäljnings- och ränteantaganden är överskottet dock 11 miljarder större än i både regeringens och ESV:s prognoser.³⁾

Riksgäldskontorets prognos för 2003 visar på ett lånebehov på ca 12 miljarder kronor, lägre än övriga prognosmakare. Rensat för kända skillnader i försäljnings- och ränteantaganden är detta 12 miljarder lägre lånebehov än regeringen prognostiserar. Med samma typ av justering bedömer ESV att lånebehovet blir 25 miljarder större.

Vid en första anblick framstår skillnaderna som stora mellan Riksgäldskontorets och övriga prognosmakares bedömningar. Den bilden modifieras dock om man tittar på skillnader i nivå respektive utvecklingen mellan åren. Då visar det sig att Riksgäldskontorets prognos för överskottet 2002 ligger högre än övrigas. Riksgäldskontoret stöder sin prognos för innevarande år på utfall från årets fem första månader och anser därmed att nivån är väl avvägd. Däremot har regeringen, KI och Riksgäldskontoret ungefär samma syn på utvecklingen mellan 2002 och 2003. I det här avseendet är det ESV som avviker från de övriga genom att deras prognos pekar på en betydligt kraftigare försämring av statsfinanserna än övriga prognosmakare.

³⁾Riksgäldskontoret antar, liksom ESV, inga utförsäljningsinkomster under 2002 till skillnad från KI och regeringen som antar att dessa uppgår till 15 miljarder kronor. För 2003 antar Riksgäldskontoret 5 miljarder kronor i utförsäljningsinkomster, vilket är 5 miljarder högre än ESV och 10 miljarder lägre än KI och regeringen.

Jämförelse mellan lånebehovsprognoser, miljarder kronor

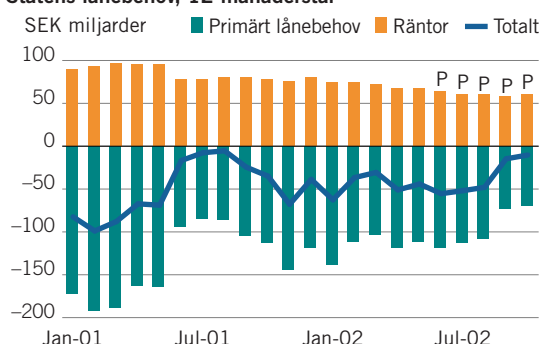
	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Primärt lånebehov	-84	-47	-88	-45	-70	-33	-73	-17
Räntor på statsskulden	59	59	61	58	61	62	62	61
Lånebehov	-25	12	-27	13	-9	29	-11	44

Månadsprognoser

Riksgäldskontoret presenterar årsprognoser tre gånger per år. Samtidigt publiceras månadsprognoser för de mellanliggande månaderna. Här redovisas månadsprognoser för juni till och med oktober. Se tabell nedan. Om dessa prognoser, till följd av utfall eller annan ny information, behöver justeras mellan prognostillfällena, redovisas detta i samband med att utfallet för lånebehovet för föregående månad presenteras.

Merparten av den stora skillnaden i lånebehovet i september i år jämfört med förra året beror på betydligt större förfall av bostadsobligationer som överförts från AP-fonden till Riksgäldskontoret under 2001 jämfört med 2002.

Statens lånebehov, 12-månaderstal



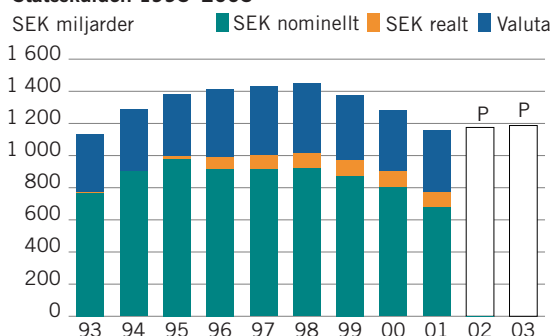
Statsskulden

Statsskulden var 1157 miljarder kronor vid utgången av 2001. Under 2002 beräknas statsskulden öka till ca 1175 miljarder kronor (se diagram till höger). Skulden förväntas alltså öka trots ett prognostiserat budgetöverskott på 25 miljarder kronor. Orsaken är att huvuddelen av Kärnavfallsfondens, Premiepensionsmyndighetens och Insättningsgarantinämndens kontofordringar på Riksgäldskontoret omvandlas till statsobligationer den 1 juli 2002. Detta kommer att öka den redovisade statsskulden med ca 43 miljarder kronor. Det är en justering i Riksgäldskontorets redovisning. En typ av skuld byts ut mot en annan. Transaktionen har inga

kassamässiga effekter och påverkar därför inte budgetsaldot. Inte heller den konsoliderande statsskulden, där hänsyn tas till statliga myndigheters innehav av statspapper, påverkas.

För 2003 finns inga andra kända skuldpåverkande effekter än statsbudgetens utveckling. Statsskulden bedöms därmed öka med ca 12 miljarder kronor för att i slutet av 2003 uppgå till 1187 miljarder kronor.

Statsskulden 1993–2003



Prognoser och utfallsrapporter

Riksgäldskontoret gör prognoser över statens lånebehov som underlag till statens skuldförvaltning samt för att förse aktörerna på den finansiella marknaden med information om statens finansieringsbehov. Även regeringen, Ekonomistyrningsverket (ESV) och Konjunkturinstitutet (KI) publicerar regelbundet analyser av de statsfinansiella utsikterna, där lånebehovsprognoser ingår. Rapporterna skiljer sig åt vad gäller innehåll, prognoshorisont och metoder, eftersom de görs med olika syften. Dessutom publicerar både Riksgäldskontoret och ESV siffror över utfallet av statens lånebehov. Även här finns skillnader i rapporteringen. Här beskrivs likheter och skillnader mellan myndigheternas rapportering.

Statens lånebehov, miljarder kronor

	Juni		Juli		Augusti		September		Oktober	
	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002	2001	2002
Primärt lånebehov	-14,2	-22,7	-8,5	-2,2	-0,6	5,0	-37,6	-3,2	-2,7	0,4
Räntor på statsskulden	4,9	2,0	3,2	0,3	6,4	4,8	3,4	2,2	-1,0	0,3
Lånebehov	-9,4	-20,7	-5,4	-1,9	5,9	9,8	-34,3	-1,0	-3,7	0,7

Prognoser

Regeringen redovisar budgetprognoser i vår- och budgetpropositionerna. Prognosen omfattar de närmaste tre åren i vårpropositionen och de närmaste fyra i budgetpropositionen. Statsbudgeten är definierad så att budgetens saldo är lika med statens lånebehov, bara med den skillnaden att ett budgetöverskott motsvarar ett negativt lånebehov (och vice versa). Likhet (i absoluta termer) garanteras genom man lägger en kassamässig korrigering till nettot av alla inkomster och utgifter på statsbudgeten. En budgetsaldoprognois är alltså också en prognos över lånebehovet. I regeringens analyser ligger tonvikten ofta på den offentliga sektorns finansiella sparande, snarare än budgetsaldot, eftersom det budgetpolitiska målet avser det finansiella sparandet. Även utgifterna i förhållande till utgiftstaket är ofta viktigare än budgetsaldot.

ESV ger ut rapporten "Budgetprognos" fyra gånger per år. Prognoshorisonten sträcker sig som längst fem år och avser årsbelopp. För innevarande år redovisar *ESV* även månadsprognoser. Prognoserna görs enligt statsbudgetens struktur. Utöver att budgetsaldot ger en prognos över lånebehovet, kan *ESV* därmed beräkna hur utgifterna förhåller sig till utgiftstaket. *ESV* gör bedömningar av vad som inträffar om inga nya beslut fattas. En följd av denna metod är att exempelvis inkomster från försäljning av statliga tillgångar normalt tas med först då det finns ett formellt beslut.

KI publicerar rapporten "Konjunkturläget" fyra gånger per år. Prognoshorisonten är som längst tre år och avser helår. *KI*'s bedömningar görs i nationalräkenskapstermer. Det statsfinansiella läget beskrivs därför primärt i termer av finansiellt sparande. Den bedömningen översätts till en prognos för budgetsaldot (lånebehovet) genom att det finansiella sparandet justeras för poster som påverkar budgeten men inte statens finansiella sparande (och vice versa). På likartat sätt gör *KI* även beräkningar avseende utgiftstaket.

Riksgäldskontoret publicerar rapporten "Statsupplåning – prognos och analys" tre gånger per år. Rapporten innehåller månadsprognoser till och med nästa publiceringstillfälle samt en prognos för innevarande år. I juni- och oktoberrapporterna ingår även en prognos för nästföljande år. Prognosen byggs upp av bedömningar av ett femtiotal större kassaflöden till och från staten. Riksgäldskontorets prognoser görs alltså i strikt kassamässiga termer, eftersom det primära syftet är att ge underlag för låneplaneringen. Statsbudgeten är intressant bara i den mån den ger underlag för kassaflödesprognoser. Riksgäldskontoret gör därför inga beräkningar på utgiftstaket.

Antal prognospublikationer per år

	Regeringen	ESV	KI	RGK
Lånebehov	2	4	3	3
Statsbudgeten	2	4		
Utgiftstak för staten	2	4	3	
Finansiellt sparande	2		3	

Utfallsrapporter

Riksgäldskontoret publicerar månadsutfallet för statens lånebehov den fjärde vardagen efter månadens slut. Utfallet jämförs med Riksgäldskontorets senaste månadsprognos. Riksgäldskontoret följer upp lånebehovet dag för dag och utfallet för en månad är definitionsmässigt lika med summan av månadens dagliga lånebehov. Riksgäldskontoret kan därför snabbt redovisa det samlade utfallet, trots att informationen om kassaflödets sammansättning är ofullständig.

ESV publicerar statsbudgetens månadsutfall i slutet av den följande månaden. Utfallet jämförs med *ESV*'s senaste prognos. *ESV*'s rapport redovisar utfallet enligt statsbudgetens indelning, snarare än i kassaflödestermerna. En kassamässig korrigering av utfallet gör emellertid att det redovisade budgetsaldot för månaden överensstämmer med lånebehovet enligt Riksgäldskontorets rapport för samma period.

Finansiering

Finansieringsbehovet i obligationer beräknas bli ca 47 miljarder kronor 2002, vilket är något lägre jämfört med föregående prognos. Under förutsättning att amorteringarna av valutaskulden återupptas 2003 bedöms obligationsupplåningen behöva öka till ca 96 miljarder kronor. Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer behöver under dessa förutsättningar öka till 3 miljarder kronor per auktionstillfälle under hösten. En ytterligare ökning kan komma att behövas nästa år. Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att emittera realobligationer för ca 10 miljarder kronor i årstakt.

Bruttoupplåning

Riksgäldskontoret redovisar nedan sin prognos för finansieringsbehovet under resten av 2002 samt 2003. Prognosen bygger på regeringens beslut om de övergripande riktlinjerna.

Nettolånebehovet beräknas, som framgår av tidigare avsnitt, bli ca –25 miljarder kronor 2002. Det innebär att budgetöverskottet blir 15 miljarder kronor större jämfört med föregående prognos från februari. Nästa år beräknas nettolånebehovet bli ca 12 miljarder kronor, vilket innebär en ökning jämfört med 2002 på 37 miljarder kronor.

Styrande för Riksgäldskontorets finansieringsplaner är emellertid *bruttolånebehovet*, dvs. Riksgäldskontorets totala finansieringsbehov, som utgörs av summan av nettolånebehovet och förfallande obligationslån inklusive uppköp och byten av statsobligationer till statskuldväxlar.

Det totala finansieringsbehovet år 2002 beräknas bli

Finansieringsbehov, miljarder kronor brutto

	2002	2003
Nettolånebehov	–25	12
Förfall samt byten och uppköp	93	94
Förfall, statsobligationer	11	14
Förfall, valutalån ¹⁾	35	30
Uppköp och byten av obligationer till skuldväxlar	46	51
Finansieringsbehov exkl. kort finansiering i SEK	68	106
Kort finansiering och hushållsupplåning, netto ²⁾	–4	2
Finansieringsbehov i obligationer och valuta	72	104
Valutaupplåning ¹⁾	20	–2
Emissioner av realobligationer ³⁾	5	10
Emissioner av nominella statsobligationer ⁴⁾	47	96

¹⁾ Direkta valutalån, avista, värderat till anskaffningskurser

²⁾ Nettofinansiering med statsskuldväxlar

³⁾ Emissionsvolym per auktionsperiod, genomsnitt

⁴⁾ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

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

ca 68 miljarder kronor, vilket är 14 miljarder kronor lägre jämfört med den föregående prognosen från februari. I kombination med viss neddragning av den korta finansiering ger detta ett finansieringsbehov i obligationer och valuta på ca 72 miljarder kronor, vilket är 6 miljarder kronor lägre jämfört med föregående prognos.

Uppköp och förfall år 2003 är av ungefär samma omfattning som under innevarande år. Finansieringsbehovet ökar därmed i takt med nettolånebehovet. Detta ger ett finansieringsbehov i obligationer och valuta på ca 104 miljarder kronor, dvs. en ökning med 32 miljarder kronor jämfört med 2002.

I tabellen till vänster redovisas även en bedömning av fördelningen av finansieringsbehovet på skuldslagen nominella statsobligationer, realobligationer och valutaupplåning.

Nominell kronupplåning

Kort upplåning

Nettoupplåning med statsskuldväxlar beräknas inte ge något bidrag till finansieringen innevarande år. Statsskuldväxelsstockens andel av hela statsskulden minskar därmed något.¹⁾ Detta är en av förutsättningarna för att statsskuldens samlade duration (löptid) inte ska minska. År 2003 beräknas däremot bidraget bli ca 15 miljarder kronor, vilket innebär att andelen hålls i stort sett oförändrad.

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och använda ränteswappar

¹⁾ I tabellen redovisas posten Kort finansiering och hushållsupplåning. Denna post innehåller, utöver förändringar i statsskuldväxelsstocken, även förändringar i kortfristig finansiering (dvs. instrument för likviditetshandling som likviditetsväxlar, dagslån och repor) som huvudsakligen uppstår till följd av hur kassaflöden fördelas kring årsskiftet. Nettoförändringen i statsskuldväxelupplåningen är därför av störst intresse vid en diskussion av den mer långsiktiga finansieringen. Förändringar i hushållsupplåningen är i sammanhanget små.

(fast ränta byts mot rörlig) för att skapa kort ränteexponering. Med denna upplåningsteknik utnyttjas statens fördelar som låntagare i långa löptider och upplåningskostnaderna kan sänkas. Samtidigt blir utbudet av obligationer större vilket stärker likviditeten på obligationsmarknaden. Krympande swappspreadar, dvs. skillnad mellan swappräntor och statsobligationsräntor, under 2002 har emellertid medfört minskade kostnadsfördelar. Under nuvarande marknadsförutsättningar räknar Riksgäldskontoret med att inte utnyttja ränteswappar som ersättning för statsskuldväxelupplåning under 2003. Användningen av swappar i valutaupplåningen diskuteras närmare i följande avsnitt.

Riksgäldskontoret har under våren ändrat teknik för statsskuldväxelupplåningen. Ändringen redovisades i föregående utgåva av Statsupplåning. Vid varje tidpunkt kommer Riksgäldskontoret normalt att ha sex utestående växlar. Riksgäldskontoret emitterar de två kortaste växlar enbart on tap, dvs. de växlar som fått en återstående löptid som är kortare än tre månader. I samband med byten av statsobligationer till statsskuldväxlar kan växlar med längre löptid än tolv månader ges ut.

Nominella statsobligationer

Emissionsvolym

Riksgäldskontoret räknar med ett finansieringsbehov i nominella obligationer på ca 47 miljarder kronor under innevarande år, vilket är marginellt lägre än bedömningen i februariprognosen. För 2003 beräknas emissionsbehovet i obligationer öka till ca 96 miljarder kronor.

Den nuvarande emissionsvolymen på 2 miljarder kronor per auktionstillfälle beräknas behöva ökas till 3 miljarder kronor fr.o.m. oktober. I början av nästa år bedöms det finnas behov av en ytterligare höjning till omkring 4 miljarder per emissionstillfälle. Tills vidare bör en uppdragning av emissionsvolymerna nästa år betraktas som en konsekvensberäkning i ett scenario baserat på flera osäkra antaganden, bl.a. utvecklingen av lånebehovet.

De höjda emissionsvolymerna ska ses mot bakgrund av ett ökat nettolånebehov nästa år motsvarande ca 35 miljarder kronor. Även minskad direkt valutaupplåning nästa år motsvarande ca 20 miljarder kronor (se avsnittet om valutaupplåning nedan) bidrar till ett ökat emissionsbehov. Minskad valutaupplåning måste ersättas med upplåning i kronor.

Som framgår nedan kommer i år cirka 35 miljarder av refinansieringen av förfallande valutalån att täckas av statsobligationslån som (via skuldbytesavtal) swappas till exponering i utländsk valuta (här kallat för kron/swappupplåning).²⁾ Med en total emissionsvolym av

statsobligationer på 47 miljarder kronor år 2002 betyder det att ca 75 procent av obligationsupplåningen swappas till utländsk valuta. Under 2003 antas motsvarande andel sjunka till ca 25 procent eftersom kron/swappupplåningen begränsas till ca 25 miljarder kronor. En lägre volym kron/swappupplåning nästa år begränsar, allt annat lika, behovet att öka emissionsvolymerna i statsobligationer. Dessutom motverkas den förkortning av statsskulden genomsnittliga löptid som kommer av att existerande skuld blir kortare med tiden.

Aktuella lån vid emissionerna

Den elektroniska handeln på interbankmarknaden är koncentrerad till tre referenslån med två, fem och tio års löptid. De kan därmed kallas för superbenchmarklån. Riksgäldskontorets policy är att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån. Samtidigt finns det skäl att låta upplåningspolitiken bidra till likviditeten i superbenchmarklånen. Det innebär att emissionerna huvudsakligen görs i dessa lån, som därmed får vad som internationellt brukar kallas "on the run"-status.

I mars introducerade Riksgäldskontoret lån 1046 med förfall den 8 oktober 2012. Löptidsmässigt ligger det mellan 1045 (5,25 %, mars 2011) och 1041 (6,75 %, maj 2014). Det nya lånet handlas nu som 10-årslån i den elektroniska handeln. Lånet har uppnått en volym på 32 miljarder kronor per den 31 maj.

Från och med augusti kommer principerna att ändras för vilka lån som ska räknas som referenslån i den elektroniska handeln. Referenslånen vid varje tidpunkt utgörs av de lån som löptidsmässigt ligger närmast två, fem eller tio år. Byte av referenslån kan alltså äga rum när som helst. Enligt den nya principen ändras referenslånen endast vid IMM-datum (tredje onsdagen i mars, juni, september och december) och med kriteriet att lånen löptidsmässigt ska ligga närmast två, fem eller tio år vid efterföljande IMM-datum. Med denna ändring kommer ett underliggande lån i terminskontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

²⁾Riksgäldskontoret har av kostnadsskäl valt att ta upp lån i svenska kronor och genom skuldbytesavtal (kron/valutaswappar) omvandla lånen till skuld i utländsk valuta. Detta har i de flesta fall visat sig billigare än direkt upplåning i utländsk valuta. Denna form av valutaupplåning kan sägas bestå av två delar. Den ena delen innebär att upplåning i kronor genom ordinarie obligationsemissioner genomförs, dvs. Riksgäldskontoret får en skuld i kronor. Den andra delen innebär att kron/valutaswappen genomförs, vilket görs med banker som motpart. I kron/valutaswappen får Riksgäldskontoret en tillgång i kronor – som är lika stor som den skuld i kronor som uppstod genom obligationen – och en skuld i utländsk valuta. Skulden i kronor har därmed omvandlats till en skuld i utländsk valuta. Kostnadsbesparingen uppstår genom att Riksgäldskontoret i swappen erhåller en högre ränta av banken än den ränta kontoret betalar i obligationen. Denna skillnad benämns swappspread.

► Realupplåning

Emissionsvolym

Regeringens och Riksgäldskontorets bedömning är att en ökad andel realobligationer minskar riskerna i statskulden. Ökningen av andelen ska dock ske i den takt som efterfrågan tillåter och som kostnadsmässigt är förenligt med Riksgäldskontorets mål att minimera kostnaderna.

Under våren har efterfrågan på realobligationer i genomsnitt varit starkare än under 2001. Prisbildningen på marknaden har normaliserats och ränteskillnaden gentemot den nominella marknaden är i stort sett i linje med inflationsförväntningar och inflationsmål. Förutsättningarna för den reala upplåningen har därmed blivit gynnsammare. Ändringar i emissionsvolymerna bör dock göras med försiktighet eftersom realobligationsmarknaden inte har samma djup som den nominella och prisbildningen kan vara känslig för större förändringar i utbudet.

Riksgäldskontoret bedömer att nuvarande marknadsförhållanden tillåter en emissionstakt på ca 10 miljarder kronor i årstakt. Det motsvarar ca 1 miljard kronor per emissionsmånad. Emissionsvolymen vid de enskilda emissionstillfällena kommer dock att bestämmas efter förslag från återförsäljare och investerare och baseras på det rådande efterfrågeläget och prisbildningen.

Aktuella lån vid emissionerna

Riksgäldskontorets policy har varit att renodla den utestående realobligationsstocken i syfte att skapa volym och likviditet i färre lån, med koncentration till kuponglånen.

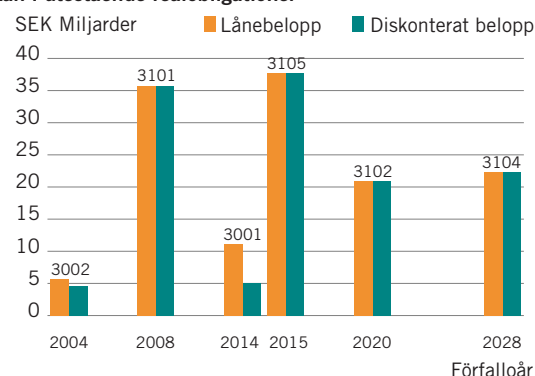
Riksgäldskontoret har i detta syfte genomfört uppköp och byten vid auktionerna. Totalt drygt 9 miljarder av lån 3002 (0 %, 2004) har köpts tillbaka. Detta lån har kort återstående löptid och fått sämre likviditet i takt med att prisbildningen blivit allt mer volatil. Marknaden har erbjudits byten av lån 3001 (0 %, 2014) mot lån 3105 (3,5 %, 2015). I syfte att bygga upp likviditeten i lån 3104 (3,5 %, 2028) har lån 3102 (4 %, 2020) bytts mot 3104. Lånen 3105 och 3104 har nu nått tillfredsställande volymer. Något starkt behov av vidare omstrukturering finns därför inte. Inriktningen blir följaktligen rena emissioner.

Hittills har lån 3101, 3105 och 3104 utgjort emissionskandidater. I takt med att bytena från 3102 till 3104 upphör kan även 3102 komma att emitteras. Lån 3101 (4 %, 2008) har stor utestående volym. Inom ett par år finns skäl att introducera reguljära byten mot längre lån. Tills vidare kvarstår dock lånet som emissionskandidat. Diagrammet till höger visar utestående lån per den 31 maj justerat för beräknade effekter av överföringar av vissa myndigheters kontoinnehav till statspapper.

Insättningsgarantinämnden, Kärnavfallsfonden och Premiepensionsmyndigheten har tillgångar placerade på konton i Riksgäldskontoret. Den 1 juli 2002 omvandlas de till statsobligationer enligt riksdagens och regeringens beslut. Riksgäldskontoret har i ett pressmeddelande från den 3 maj 2002 redogjort för effekterna på de utestående lånestockarna. Realobligationsstocken beräknas öka med ca 30 miljarder kronor samtidigt som durationen ökar med ca 0,6 år. Riksgäldskontoret kommer att annonsera uppgifter om effekterna på utestående reala lån i anslutning till överföringen.

Sammanfattningsvis kommer lånen 3101, 3105, 3102 och 3104 att kunna emitteras. Riksgäldskontoret räknar med att i första hand emittera i de tre längsta lånen.

Lån i utestående realobligationer



Auktionsform

Flexibla emissionsvolym

I Statsupplåning 2002:1 diskuterade Riksgäldskontoret möjligheten att från tid till annan använda sig av flexibla emissionsvolym för realobligationer. Den föreslagna flexibiliteten innebär att emissionsvolymen vid god efterfrågan i en auktion kan ökas med ett i förväg angivet belopp. En förutsättning är att detta kan ske till rimlig räntenivå och utan nämnvärd räntepåverkan.

Internationellt finns begränsade erfarenheter, även om Frankrike använder intervall i sina auktioner. Riksgäldskontoret har inhämtat synpunkter från återförsäljare och investerare.

Även om reaktionerna inte varit entydiga har Riksgäldskontoret dragit slutsatsen att flexibla emissionsvolym bör introduceras som ett alternativ till fasta. En viss flexibilitet i de enskilda auktionerna kan på ett effektivare sätt fördela en planerad emissionsvolym över året. Flexibla emissionsvolym kommer att användas då efterfrågan bedöms som god, men då det råder osäkerhet kring vad detta innebär i termer av emissionsvolym. Vid andra tillfällen tillämpas fasta volymer. Flexibiliteten kommer att vara relativt snäv, t.ex. 500 miljoner kronor.

Val av lån, emissionsform och volym vid enskilda emissionstillfällen bestäms efter förslag från återförsäljare och investerare. Emissionsvillkoren annonseras en vecka innan auktionen. Om auktionen genomförs med flexibla volymer kommer utbudens volym att annonseras som ett intervall.

Tilldelningsprincip i realauktionerna

Riksgäldskontoret har också väckt frågan om det finns skäl att gå över till enhetspris som tilldelningsprincip vid auktioner av realobligationer. Enhetspris innebär att samtliga som får tilldelning köper till högsta accepterade ränta. Syftet skulle vara att minska osäkerheten för investerarna i den enskilda auktionen, vilket för emitenten kan innebära mer aggressiva bud och därmed lägre upplåningskostnader i genomsnitt.

Reaktionerna på förslaget har varit blandade. Internationellt används både enhetsprissättning och diskriminerande prissättning. Enhetsprissättning används bl.a. för realobligationer i Storbritannien och för samtliga statspappersauktioner i USA.

Riksgäldskontoret välkomnar en fortsatt diskussion om tilldelningsprincip baserad på erfarenheter från den svenska marknaden, men behåller tills vidare diskriminerande prissättning för de reala auktionerna.

Valutaupplåning

Riksgäldskontoret amorterar för närvarande inte i utländsk valuta. Beslutet innebär att Riksgäldskontoret avviker med närmare 15 miljarder kronor från regeringens riktvärde på 15 miljarder kronor för 2002. Riksgäldskontorets bedömning är att kronan är undervärderad och kan förväntas stärkas framöver. För närvarande finns inga planer på att återuppta amorteringarna innevarande år. Utvecklingen av kronan är en viktig faktor inför ett beslut om ändrad amorteringstakt.

Regeringen har i riktlinjerna angett att inriktningen för amorteringstakten under 2003 ska vara 25 miljarder kronor. Det finns ingen anledning att nu välja en annan inriktning som utgångspunkt för finansieringsprognosen för 2003.

Under 2002 förfaller valutalån och valutaswappar för motsvarande drygt 53 miljarder kronor. För att uppnå en amorteringstakt nära noll måste Riksgäldskontoret låna upp motsvarande 55 miljarder kronor i utländsk valuta.

Valutaupplåning kan göras med emissioner av statsobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (här kallat för kron/swappupplåning) eller med direkt upplåning i utländsk valuta. Med hänsyn till djupet i swappmarknaden är bedömningen att swapp-

volymen bör begränsas till 35 miljarder kronor 2002, samtidigt som direkta valutalån tas upp motsvarande ca 20 miljarder kronor. Med nuvarande marknadsbetingelser kan det emellertid inte uteslutas att omfattningen av kron/swappupplåningen dras ned och ersätts med direkt valutaupplåning.

Valutaamortering (förändring av valutaexponering) mdkr

	2002	2003
Valutalånebehov, brutto	55	22
Riktmärke för valutaupplåningen	-2	-25
Förfall, valutalån ¹⁾	35	30
Förfall, valutaswappar	18	11
Realiserade valutakursdifferenser	6	6
Övrigt	-2	0
Valutaupplåning, brutto	55	22
Valutaupplåning, brutto ¹⁾	18	5
Kortfristig valutaupplåning, netto ²⁾	3	-7
Valutaswappar, brutto	35	24

¹⁾ Direkta valutalån på kapitalmarknaden, avista, värderat till aktuella växelkurser.

²⁾ Commercial paper (statsskuldväxlar i utländsk valuta)

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

Riksgäldskontoret har under våren givit ut ett treårigt dollarlån på euromarknaden motsvarande ca 13 miljarder kronor. Se ruta nästa sida. Hittills i år har Riksgäldskontoret dessutom lånat upp ca 17 miljarder kronor med kron/swappupplåning. Under hösten räknar Riksgäldskontoret med att låna upp ytterligare ca 5 miljarder kronor på den internationella kapitalmarknaden. Omfattningen blir beroende av hur goda villkor som kan uppnås. Resterande lånebehov kommer att täckas med kron/swappupplåning samtidigt som 3 miljarder kronor nettofinansieras på commercial paper-marknaden.

Under 2003 förfaller valutalån och valutaswappar för 41 miljarder kronor, vilket är 12 miljarder kronor mindre jämfört med 2002. Riksgäldskontoret beräknas behöva refinansiera förfallande valutalån för motsvarande 22 miljarder kronor nästa år, dvs. 33 miljarder kronor mindre än 2002.

Det minskade refinansieringsbehovet 2003 innebär att omfattningen av kron/swappupplåningen kan minska med 10 miljarder kronor till 24 miljarder kronor. Vidare har antagits att 5 miljarder kronor lånas upp på den internationella kapitalmarknaden. Den utestående kortfristiga valutaupplåningen, som vid utgången av 2002 beräknas vara 3 miljarder kronor, kan under dessa förutsättningar avvecklas helt. Den direkta valutaupplåningen blir då netto -2 miljarder kronor under 2003. Det är ca 20 miljarder kronor lägre än 2002, vilket är ett skäl till att öka obligationsemissionerna nästa år.

Med hänsyn till förfall av swappar och den här ►

- ▶ antagna lånevolymen kommer den utestående stocken av ränte- och valutaswappar att i år öka med 17 miljarder kronor och nästa år med 13 miljarder kronor. Swap-

parna genomförs i relativt jämnt takt under året och löptiderna på ränteswappar ska i genomsnitt ha samma duration som obligationsemissionerna.

Kapitalmarknadslån på 1,25 miljarder dollar

Riksgäldskontoret gav den 16 maj ut ett obligationslån på 1 miljard dollar med förfall i december 2005. Lånet utökades dagen efter med 250 miljoner dollar.

Det var första gången sedan 1999 som Sverige lånade på de internationella kapitalmarknaderna. Lånet togs upp mot bakgrund av det omfattande refinansieringsbehovet som uppstått till följd av att Riksgäldskontoret för närvarande inte amorterar i utländsk valuta. Det starka budgetläget och det faktum att Sverige återigen har högsta kreditbetyg i utländsk valuta bidrog till stark efterfrågan och gynnsamma lånevillkor. Lånet togs upp av ett konsortium med ABN AMRO och Schroder Salomon Smith Barney som ledarbanker. Ytterligare sju banker ingick i konsortiet.

Lånet prissattes till 108 baspunkter över den tvååriga amerikanska statsobligationen (utökningen prissattes till 105 baspunkter). Enligt de indikativa swappräntor som rådde vid upplåningstillfället motsvarade detta en rörlig kostnad på 17-19 räntepunkter under USD Libor (den rörliga bankräntan för dollarlån på euromarknaden). Utökningen av lånet gav motsvarande ytterligare ca 2 punkter lägre rörlig räntekostnad.

Lånet fördelades relativt jämnt mellan Asien och Europa. Knappt hälften av investerarna utgjordes av centralbanker. 35 procent av lånet såldes till Asien utanför Japan, 25 procent till Storbritannien, 11 procent till Mellanöstern, 8 procent till Schweiz, 5 procent till Japan och resten jämnt fördelat i Europa. Största investerarkategorin var centralbanker i Asien. Sammantaget var efterfrågan på lånet stark både vid placeringen och i den efterföljande andrahandsmarknaden.

Sammanfattning

Finansieringsbehovet i obligationer och utländsk valuta beräknas bli ca 72 miljarder kronor 2002, vilket är något lägre jämfört med föregående prognos. Nästa år väntas detta finansieringsbehov stiga till ca 104 miljarder kronor. Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer behöver under dessa förutsättningar öka till 3 miljarder kronor per auktionstillfälle fr.o.m. oktober. En ytterligare ökning till ca 4 miljarder per auktionstillfälle kan komma att behövas från årsskiftet, men den bedömningen bygger på en rad osäkra antaganden. Den ökade obligationsupplåningen beror på att nettolånebehovet beräknas öka med ca 35 miljarder kronor och att den direkta valutaupplåningen minskar med ca 20 miljarder kronor nästa år.

Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättning att emittera realobligationer för ca 10 miljarder kronor i årstakt. Flexibla auktionsvolym, med möjlighet att vid emissionstillfället utöka emissionsvolymen med ett i förväg fastställt belopp, kommer att introduceras som en alternativ auktionsform till emissioner med fasta volymer. Auktionerna kommer fortsättningsvis att koncentreras till rena auktioner i de fyra utestående kuponglånen, företrädesvis i de tre längsta.

Riksgäldskontorets beräkningar bygger på att amorteringarna av valutaskulden återupptas 2003, i enlighet med regeringens medelsiktiga riktlinjebeslut. Därmed behöver endast ca 22 miljarder kronor i valutalån refinansieras, vilket innebär att Riksgäldskontorets närvaro på swappmarknaden minskar med ca 10 miljarder kronor. Inga direkta valutalån, netto, behöver tas upp nästa år.

Realobligationer i teori och praktik

Riksgäldskontoret har låtit en oberoende finanskonsult undersöka inställningen till realobligationer. Investerare, förvaltare och placeringsrådgivare har intervjuats om vem och vad som styr investeringsbesluten. Många använder Asset and Liability Management (ALM)-studier för att matcha tillgångar och skulder för att fastställa den strategiska portföljen. ALM-studier ger en relativt hög andel realobligationer i portföljen men i praktiken kommer olika subjektiva bedömningar att sänka andelen.

Institutionernas åtagande

Av de intervjuade institutionerna är det främst pensionsstiftelser som har en tydlig real åtagandesida, varav vissa statliga pensionsstiftelser har åtaganden som är direkt kopplade till KPI. Några av de intervjuade försäkringsbolagen har en delvis real åtagandesida, där till exempel vissa utbetalningar är kopplade till inflationsutvecklingen eller till basbeloppet.

Den strategiska portföljen

Samtliga AP-fonder (utom fjärde), flertalet pensionsstiftelser och några försäkringsbolag har realobligationer i den strategiska portföljen. Hur stora andelarna är varierar kraftigt. AP-fonderna har i allmänhet mellan 5 och 10 procent realobligationer. De två största pensionsstiftelserna i undersökningen har 20 respektive 40 procent realobligationer, medan vissa pensionsstiftelser inte har några alls. Försäkringsbolagens andelar är i regel små. Oftast är det frågan om andelar på mellan en och två procent, även om undantag finns.

Bland värdepappersfonderna finns idag endast en realräntefond. Det finns inga blandfonder som har satt upp som mål att slå ett jämförelseindex med en viss andel realobligationer.

Beslutsnivå

Hos majoriteten av de tillfrågade institutionerna fattas beslutet om den strategiska portföljen av styrelsen. Rapporten visar dock att styrelsernas kunskap om finansiell teori och portföljförvaltning varierar. I många fall finns expertkompetensen hos tjänstemännen som därför har ett stort inflytande i beslutsprocessen, även om beslutet formellt tas i styrelsen.

ALM-studier

Majoriteten av de institutioner som har en explicit åtagandesida utför någon form av ALM-studie för att fastställa den strategiska portföljen. Oftast är ALM-studien kvantitativ, men hur studien görs och av vem varierar mycket. De stora försäkringsbolagen och AP-fonderna har ofta egna enheter eller särskilda analytiker som utför ALM-studierna, medan andra institutioner främst tar hjälp av finanskonsulter.

Konsulter tycks i första hand anlitas av institutioner i förändring eller av institutioner som inte har en stor och etablerad förvaltningsorganisation. Exempel på sådana institutioner är AP-fonderna och vissa pensionsstiftelser. Även kommuner tenderar att i allt större utsträckning vända sig till konsulter för att få hjälp med den långsiktiga kapitalförvaltningen. Större och äldre institutioner tycks däremot sällan anlita konsulter. Likaså kan små institutioner vara försiktiga med att anlita konsult hjälp. Eftersom de dessutom ofta saknar resurser att utföra egna ALM-studier lyssnar de istället att på råd från diskretionära förvaltare som konkurrerar om uppdragen att förvalta deras portföljer.

Resultat i praktiken

ALM-studier gjorda av konsulter och interna analytiker resulterar ofta i rekommendationer om en betydande andel realobligationer i den strategiska portföljen. Anledningen är realinstrumentets goda matchnings- och diversifieringsegenskaper. Det är dock mycket sällan som resultatet från en ALM-studie omvandlas direkt till en strategisk portfölj utan några anpassningar. Det kan finnas andra, mer subjektiva, bedömningar som påverkar beslutet. Framförallt är det förväntningar om tillgångsslagens framtida egenskaper som leder till förändringar i de fall ALM-studien baserats på historiska data. Men valet av strategisk portfölj påverkas också av institutionernas allmänna inställning till tillgångsslagen. ▶

► Organisationens betydelse

I intervjuunderlaget går det att urskilja vissa skillnader mellan institutionerna som har stor betydelse för storleken på investeringar i realobligationer. Generellt sett tycks förvaltningsorganisationens inflytande vara den viktigaste faktorn för hur stor andel realobligationer som inkluderas i den strategiska portföljen. Organisationer som ser aktiv förvaltning som sin starka sida prioriterar instrument som anses mer likvida. Detta är särskilt tydligt hos större och äldre institutioner som till exempel försäkringsbolag. Ett av försäkringsbolagen i undersökningen uppgav att det finns en konkurrenssituation bland försäkringsbolagen som leder till ett "Följ John-beteende". Det har gjort att investeringar i realobligationer känns mindre intressanta eftersom ingen vågar vara först.

Omvänt gäller att ju mer analysstung organisationen är – antingen genom egen analysverksamhet eller genom anlitate konsulter – desto större tenderar andelen realobligationer att bli i den strategiska portföljen. Nystartade eller nyligen förändrade institutionella investerare har därför i allmänhet en större andel realobligationer än gamla organisationer.

Den löpande förvaltningen

Förvaltare med realobligationer i den strategiska portföljen
Några av de intervjuade stiftelserna och ett av försäkringsbolagen som har realobligationer i den strategiska portföljen har en ren "buy and hold"-strategi. De anser att realobligationer fyller en funktion i den långsiktiga portföljen, men att alla försök till taktisk förvaltning är meningingslösa på grund av den dåliga likviditeten.

Andra institutioner är mer aktiva i realränteportföljen. Vanligen rör det sig om positioner längs kurvan, eller spreadar mot nominella statsobligationer eller företagsobligationer. Flera av de intervjuade uppger dock att de endast gör små avvikelser från benchmark.

Förvaltare som inte har realobligationer i den strategiska portföljen

Nominella ränteförvaltare har normalt sett mandat att köpa realobligationer. Det gör de om de tror att de kan skapa högre avkastning än det nominella benchmark som de utvärderas mot. Många anger dock att detta sällan blir aktuellt på grund av den begränsade likviditeten hos realobligationer. Man vill vara säker på att kunna sälja. Ofta är marginalerna små och horisonten kort för den typen av handel, ofta mindre än 1 år. Då lämpar sig inte så långa instrument som realobligationer.

Trots detta finns det vissa förvaltare som använder realobligationer med korta löptider för taktisk handel.

För- och nackdelar med realobligationer

Bland de *positiva synpunkterna* i intervjuerna nämns ofta att realobligationer har goda diversifieringsegenskaper, ger skydd mot inflation och matchar reala åtaganden. Realobligationer har dessutom i nuläget en likviditetspremie, vilket kan utnyttjas av den som inte är i så stort behov av likviditet. Några av de intervjuade uppgav att likviditeten är bättre än sitt rykte, och att man alltid kan sälja till rimliga priser när man vill. Dessutom är staten en säker emittent.

De flesta *negativa synpunkter* hänger ihop med realobligationers begränsade likviditet. Den spontana kommentaren är att likviditeten är dålig, men vid närmare eftertanke säger många att det mesta ändå går att sälja. Rädslan för den dåliga likviditeten gäller framförallt framtiden, då man inte känner sitt eget likviditetsbehov och befärar att likviditeten i realobligationer skulle ha försämrats. Det verkar ha etablerats någon slags "sanning" bland aktörerna att realobligationer är ett dåligt instrument eftersom likviditeten är låg. Detta leder till en moment 22-situation som alla är medvetna om.

Det tycks också finnas en allmän osäkerhet kring realobligationer bland investerarna. Många menar att realobligationer är en okänd och svårgreppad produkt. Vidare upplevs det som en osäkerhetsfaktor att Riksbanken vårdar ett annat index än KPI. Dessutom råder det osäkerhet kring konsekvenserna av ett eventuellt EMU-inträde.

Många av de tillfrågade anger att prisbildningen på realobligationer är otydlig och att det är stora spreadar mellan köp- och säljkurser. De säger att det är för få aktörer och att de aktiva förvaltarna håller sig borta. Vissa menar att kursrisken i realobligationer är för hög och diversifieringseffekten för liten. Några aktörer efterlyser fler publicerade portföljstudier.

Ett flertal av de större aktörerna är missnöjda med Riksgäldskontorets marknadsvård och störs av en bristfällig relation mellan emittent och investerare. De anser att Riksgäldkontoret inte lyssnar tillräckligt på investerarna och att kommunikationen från Riksgäldskontorets sida är sporadisk och innehållsfattig.

En institution angav att de gör månatliga rebalanseringar av benchmark, men att detta blir besvärligt och dyrt på grund av att realobligationer har en begränsad likviditet. Därtill påpekade en aktör att även själva realobligationsindexet har förändrats på

senare tid på grund av förändringar i den utestående stocken som Riksgäldskontoret medverkar till.

Många anser att realobligationer har en tråkighetsstämpel över sig och att konkurrensen från andra mer ”spännande” tillgångsslag är stor. De menar att inflationsoron är låg på grund av låg historisk inflation och att realobligationer har haft dålig avkastning historiskt sett. Vissa investerare har problem att hantera realobligationer i sina administrativa system. Några enstaka menar att realobligationer medför redovisningsproblem.

Förslag till Riksgäldskontoret

Institutionerna tillfrågades om vad Riksgäldskontoret kan göra för att förbättra realobligationsmarknadens funktionssätt och effektivitet. Deras huvudsakliga förslag kan sammanfattas enligt nedan:

- förbättra likviditeten i marknaden,
- vidta fler marknadsvårdande åtgärder samt förmå återförsäljarna att bli mer aktiva och bättre vårda andrahandsmarknaden,
- bredda investerarbasen genom att locka till sig utländska investerare och anlita utländska återförsäljare,
- öka kunskapen bland investerare om realobligationer och dess värde i den strategiska portföljen,
- förstärka relationerna med investerare genom rådgivande försäljning och service,
- ha tydliga emissionsplaner och ange årsmål för emissionerna,
- matcha reala lån mot nominella lån.

Slutsatser

Riksgäldskontorets kartläggning av realobligationsmarknaden bekräftar Riksgäldskontorets tidigare uppfattning om vilka faktorer som styr institutionella placerares investeringsbeslut, men har också lett till nya insikter. Det som visar sig ha störst betydelse för enskilda placerares investeringar i realobligationer är om instrumenten ingår i den strategiska portföljen eller inte. Det finns klara argument som talar för att realobligationer bör behandlas som ett separat tillgångsslag i den strategiska portföljen. Om fler investerare gör det kommer den efterfrågade volymen att öka.

Undersökningen visar att det finns behov av att öka kunskapen om realobligationer och deras värde i den långsiktiga portföljen på såväl styrelsenivå som förvaltningsnivå. För att möta detta behov bör Riksgäldskontoret bygga direkta relationer med förvaltare genom att vara en uppsökande och tillgänglig samtalspartner angående realobligationer och portföljförvaltning, samt vara

lyhörd för förvaltarnas synpunkter. Dessutom bör Riksgäldskontoret i samarbete med återförsäljarna fortsätta med insatser för att vårda andrahandsmarknaden, till exempel genom byten som stödjer likviditeten i marknaden, tydligare emissionsplaner och att verka för bättre pristransparens.

En annan viktig, men mer långsiktigt verkande åtgärd, är att stimulera slutkunderna, alltså småspararna, att efterfråga fler inflationssäkrade sparprodukter. Idag är nästan allt sparande nominellt, trots att det för den enskilde individen egentligen bör vara mer intressant att få en real tillväxt på sparkapitalet. Om småspararna blir mer medvetna om detta kommer försäkringsbolagen få incitament att erbjuda försäkringar med inflationsskydd, och fondbolagen att erbjuda värdepappersfonder vars mål är uttryckta i reala avkastningstermer.

Av: Sara Lindberg och Joy Sundberg

Svenska realobligationer

Realobligationer introducerades i Sverige 1994. Marknaden växte snabbt framförallt 1996 och 1997. Därefter har utvecklingen gått i långsammare takt. 2002 svarar realobligationer för ca 8 procent av statsskulden. Regeringen har beslutat att andelen realobligationer långsiktigt ska öka. Orsaken är främst att sprida riskerna samt att få en billigare upplåning på längre sikt.

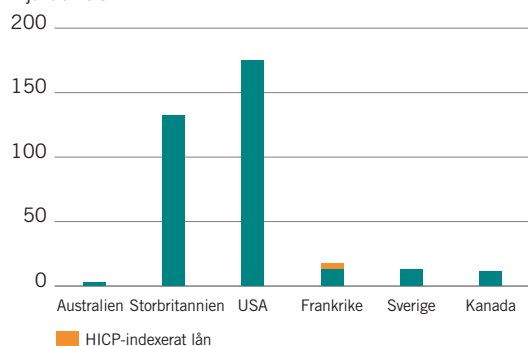
Realobligationer i ett internationellt perspektiv

Först ut bland de stora OECD-länderna att emittera reala statsobligationer var Storbritannien, som introducerade realobligationer 1981. Sedan tog det nära 10 år innan Kanada lanserade sitt första reallån 1990, följt av Australien och Sverige 1994, USA 1996 och till sist Frankrike 1998. Under fjolåret utökade Frankrike sin realupplåning genom att som första land i Europa införa ett reallån knutet till Euroområdet konsumentprisindex HICP.

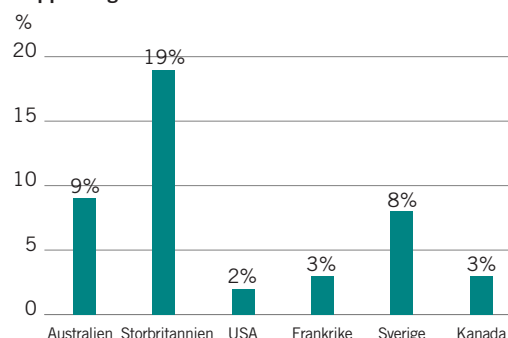
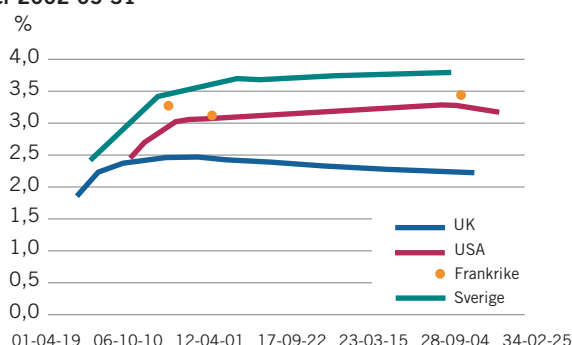
Diagrammen på nästa sida visar hur stor realupplåning respektive land har, dels som stockar, dels som andel av total statsskuld. Det sista diagrammet visar internationella realräntenivåer.

Real skuldstock

Miljarder USD



Källa: CDC IXIS mars 2002

Realupplåning som andel av total skuld**Internationella avkastningskurvor för realobligationer, per 2002-05-31**

Intervjuundersökningen

Riksgäldskontoret har låtit genomföra en intervjuundersökning för att få en bättre bild av vilka faktorer som styr investerarnas placeringsbeslut. Undersökningen omfattar investerare, återförsäljare, investeringskonsulter och andra personer med god inblick i realobligationsmarknaden. Sammanlagt genomfördes 29 intervjuer.

Inom investerargruppen intervjuades personer som är ansvariga för ränteförvaltningen eller för analysen som styr sammansättningen av den strategiska portföljen. De intervjuade konsulterna arbetar främst med strategisk rådgivning till investerare kring tillgångsportföljens sammansättning.

Intervjuerna genomfördes utan ett standardiserat intervjuformulär eftersom institutionerna, och de intervjuade personernas ansvarsområden, bedömdes vara av så varierande art att ett enhetligt formulär inte skulle vara

ändamålsenligt. Däremot fanns det ett antal frågor/områden som skulle belysas vid varje intervjutillfälle. Dessa var till exempel:

- Hur ser institutionernas åtagandesida ut och var i organisationen fattas beslut om den strategiska portföljen?
- Används Asset and Liability Management (ALM)-studier, dvs. matchning mellan tillgångs- och skuldsidan, för att fastställa den strategiska portföljen?
- Hur och av vem utförs en sådan studie och i vilken mån justeras resultaten till följd av mer subjektiva bedömningar?
- Hur hanteras realobligationer i den löpande förvaltningen?
- Vilken syn har institutionerna på realobligationer i övrigt?

Valutaväxlingar på marknaden

Riksgäldskontoret kommer från och med den 1 juli att göra valutaväxlingar på marknaden i stället för med Riksbanken. Växlingarna kommer med en viss flexibilitet att genomföras jämnt mellan varje månad. Med hjälp av bl.a. terminer kommer kontoret successivt att kunna köpa utländsk valuta inför stora förfall och därmed begränsa växelkursriskerna.

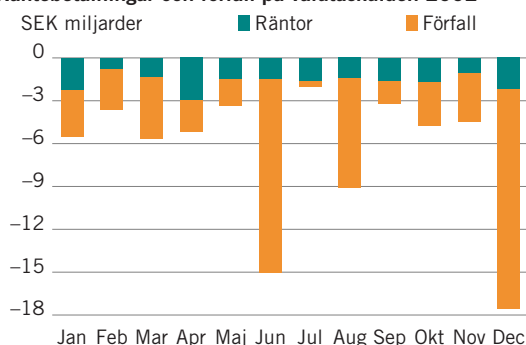
Regeringens riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning 2002 gör det möjligt för Riksgäldskontoret att växla direkt på marknaden i stället för med Riksbanken. I denna artikel redovisas huvuddragen i hur Riksgäldskontoret kommer att hantera växlingarna.

Riksgäldskontoret har ingått avtal med Nordea och Postgirot Bank om valutakonton. Dessa konton kommer att ersätta de konton som Riksgäldskontoret för närvarande har i Riksbanken. Utländsk valuta kommer att köpas och säljas på marknaden via Riksgäldskontorets motparter.

Jämn bana för nettoväxlingar

De underliggande betalningarna från valutaupplåning, förfall, och räntebetalningar m.m. är ojämnt fördelade över året. Detta gäller särskilt förfallande valutalån som är koncentrerade till juni, augusti och december. De sammantagna utflödena varierar i år mellan ca 2 och 20 miljarder kronor under enskilda månader, vilket framgår av nedanstående diagram.

Räntebetalningar och förfall på valutaschulden 2002

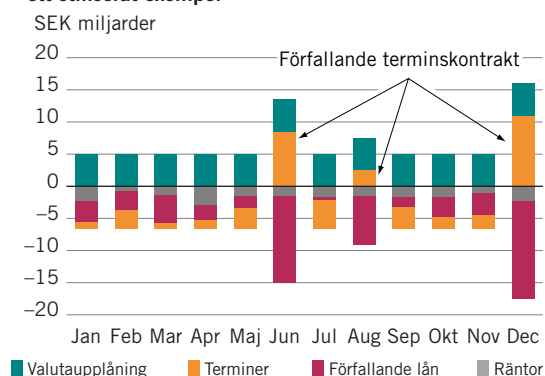


Betalningarna i utländsk valuta 2002 omfattar utflöden i form av räntebetalningar på ca 20 miljarder kronor och förfallande lån motsvarande knappt 60 miljarder kronor. Olika former av valutaupplåning beräknas

ge inflöden på i storleksordningen 60 miljarder kronor. Lånen är lika stora som förfallen under 2002 eftersom kontoret för närvarande inte amorterar på valutaschulden. Nettoflödena under 2002, dvs. nettot av alla in- och utflöden, blir därmed lika med räntebetalningarna, dvs. i storleksordningen 20 miljarder kronor vilket är drygt 1,6 miljarder kronor per månad.

Det är normalt inte vare sig lämpligt eller möjligt att matcha ett förfallande lån genom att ta upp ett lika stort nytt lån samma dag. Genom att i förväg köpa utländsk valuta på termin kan kontoret ändå utjämna kursrisken vid betalningar av förfallande lån. Alternativt kan kontoret köpa utländsk valuta avista vid förfall och samtidigt sälja valutan på termin. Med bägge teknikerna kan man uppnå en jämn fördelning av nettoväxlingarna - dvs. nettot av räntebetalningar, förfall, upplåning och terminer - vilket innebär att kontoret undviker valuta-exponering enskilda månader. I den analys som Riksgäldskontoret genomfört har det visat sig vara möjligt att med rimliga transaktionsvolymerna och flexibilitet fördela nettoväxlingarna jämnt mellan årets samtliga månader.

Bruttotransaktioner 2002 inklusive terminer
– ett stiliserat exempel



Principen framgår av ovanstående diagram. I diagrammet återges en stiliserad och i stort sett jämn upplåning över månaderna tillsammans med förfallande lån och räntebetalningar. Positiva staplar motsvarar lån och

- förfallande terminer (inflöden) och negativa motsvarar betalningar i utländsk valuta (utflöden). Diagrammet illustrerar principen för hur stora förfall pareras genom valutaköp på termin. Under årets fem första månader görs således terminsköp av valuta som förfaller i juni (och i viss mån augusti) då det första stora förfallet av utestående valutalån äger rum. På motsvarande sätt pareras förfallet i december. Omfattningen av terminsaffärerna bestäms så att de sammantagna nettoväxlingarna blir lika stora varje månad. Som konstaterats ovan beräknas dessa till drygt 1,6 miljarder kronor per månad under 2002, vilket blir lika med räntebetalningarna så länge kontoret avstår från att amortera på valutaskulden. Observera att kontoret börjar hantera växlingarna först från den 1 juli. Diagrammet utgör således endast ett illustrativt exempel.

Avvägning mellan flexibilitet och risk

Enligt regeringens riktlinjer ska växlingarna göras i en jämn takt över tiden för att minska risken för att växelkursen är oförmånlig vid betalningstillfället. Samtidigt krävs en viss flexibilitet för att inte skapa onödiga transaktionskostnader. Dessutom kommer växelkursfluktuationer att påverka växlade belopp uttryckt i kronor. Det bör också finnas en viss flexibilitet att välja om transaktioner ska göras före eller efter ett månadsskifte, så att Riksgäldskontoret inte tvingas genomföra transaktioner till oförmånliga marknadsvillkor.

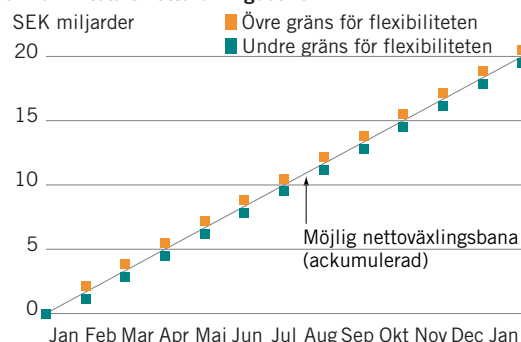
En alltför kort avstämningsperiod och/eller snävt toleransintervall skulle resultera i täta transaktioner för att uppfylla mandatet. Därmed skulle transaktionskostnaderna bli höga och utrymmet för att utnyttja variationer i marknadsförhållanden bli begränsat. Det skulle också uppstå risker för ofördelaktig prissättning till följd av att motparterna i förväg känner till Riksgäldskontorets transaktionsbehov.

Nettoväxlingarna uppstår ur relativt omfattande bruttoflöden. Den tillåtna flexibiliteten bör dock inte vara större än ± 500 miljoner kronor i tillåten avvikelser från en ackumulerad nettoväxlingsbana med månadsvis avstämning. Denna resultatmässigt neutrala korridor blir styrande för Riksgäldskontorets växlingar.

I diagrammet nedan illustreras en teoretisk ackumulerad nettoväxlingsbana (heldragen linje) baserad på uppskattade transaktioner under 2002 tillsammans med ett flexibilitetsintervall på ± 500 miljoner kronor.

Utformningen av den resultatmässigt neutrala banan begränsar osäkerheten om Riksgäldskontorets närvaro på valutamarknaden och tillgodoser kraven på förutsägbarhet och tydlighet. Förutsägbarheten innebär således inte att marknaden i förväg kommer att känna till enskilda transaktioner, men väl storleksordningen på nettoväxlingarna varje månad.

Resultatmässigt neutral nettoväxlingsbana 2002
20 mdkr i totalt nettoväxlingsbehov



Ändrad amorteringstakt får direkt genomslag

Riksgäldskontorets nettoväxlingar per månad beror på bl.a. omfattningen av förfallande lån, räntebetalningar, kronans växelkurs och amorteringstakt. Beslut om t.ex. ökad amorteringstakt påverkar omfattningen av nettoväxlingarna genom att behovet av refinansierande valutaupplåning minskar.

Riksgäldskontorets styrelse beslutar om ändrad amorteringstakt. Sådana besluten kommer, som tidigare, att offentliggöras. I och med att kontoret nu får full kontroll över de egna valutaväxlingar får en ändrad amorteringstakt omedelbar effekt på växlingstakten.

Marknadsinformation

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

Statsskulden

Statsobligationer, utestående volymer, 31 maj 2002

Nominella obligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Nominellt belopp
			Miljoner kronor
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	51 937
2008-05-05	6,50	1040	53 116
2009-01-28	5,00	1043	49 593
2011-03-15	5,25	1045	45 006
2012-10-08	5,5	1046	31 991
2014-05-05	6,75	1041	46 211

Summa Benchmarks 463 894

Icke Benchmarks 18 150

Realobligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2004-04-01	0	3002	5 657
2008-12-01	4	3101	31 835
2014-04-01	0	3001	11 223
2015-12-01	3,5	3105	26 558
2020-12-01	4	3102	12 171
2028-12-01	3,5	3103	0 003
2028-12-01	3,5	3104	15 159

Summa realobligationer 102 606

Summa statsobligationer 584 650

Statsskuldväxlar, utestående volymer, 31 maj 2002

Förfalldatum	Nominellt belopp
	Miljoner kronor
2002-06-19	59 211
2002-07-17	24 997
2002-08-21	22 499
2002-09-18	46 583
2002-12-18	53 601
2003-03-19	33 604
2003-06-18	16 106
2003-09-17	14 476

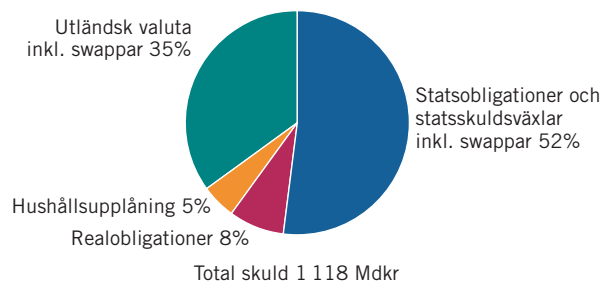
Totalt 271 077

Kreditbetyg

	Kronskuld	Valutaskuld
Moodys	Aaa	Aaa
Standard & Poors	AAA	AA+

Skuldsammansättning

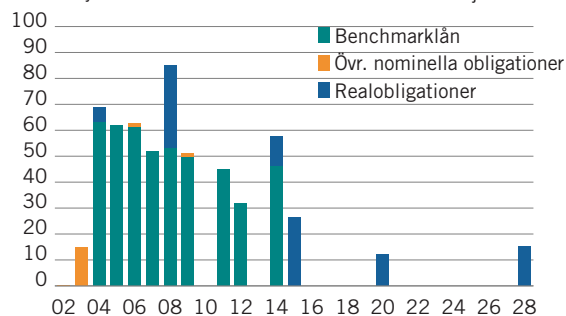
31 maj 2002



Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

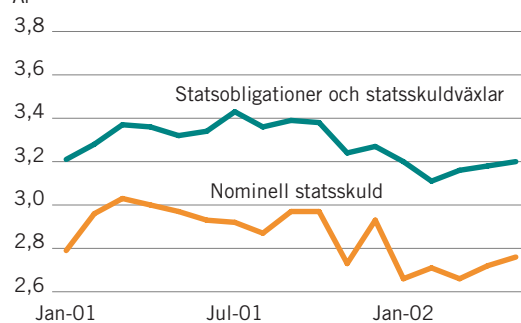
SEK miljarder

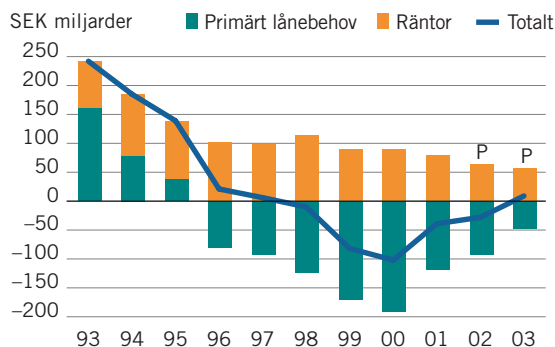
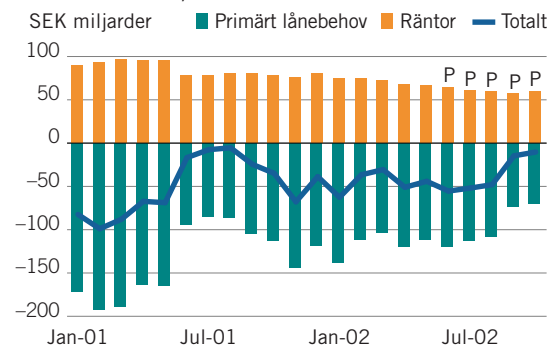
31 maj 2002



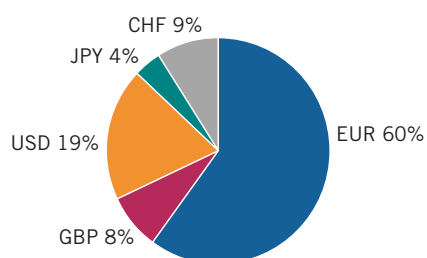
Skuldens duration

År

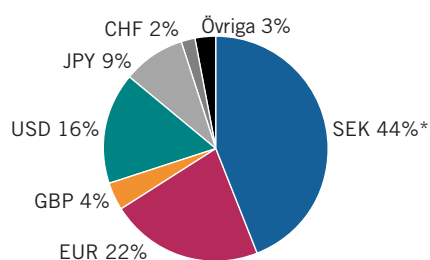


Statens lånebehov 1993–2003**Statens lånebehov, 12-månaderstal****Valutaskuldens fördelning per valuta, alla instrument**

31 maj 2002

**Finansiering av valutaskulden per valuta**

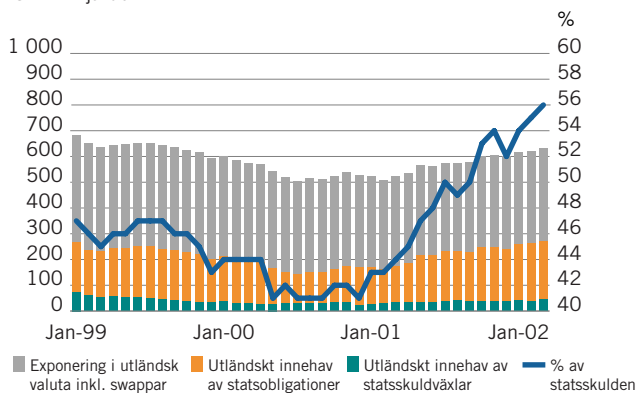
31 maj 2002



* Kron/valutaswappar

Statens skulder till utlandet

SEK miljarder

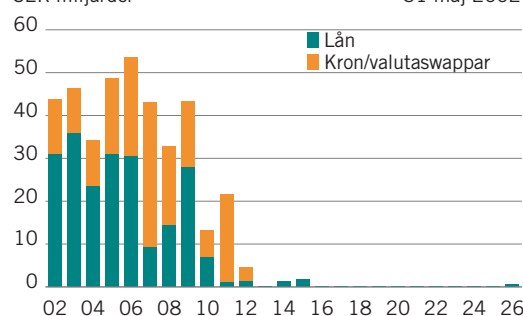


Källa: Riksbanken

Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds

SEK miljarder

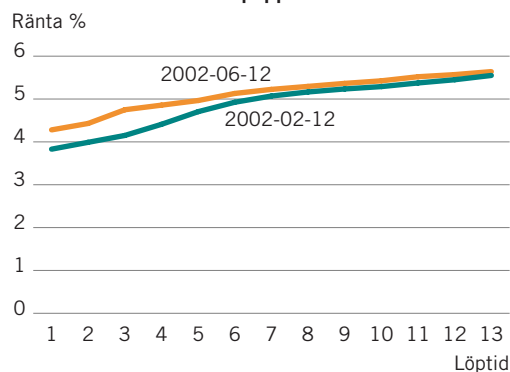
31 maj 2002



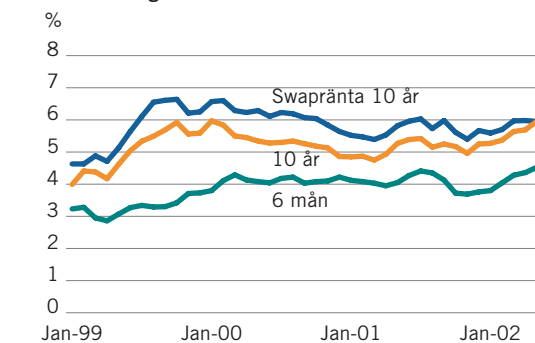
Finansmarknaden

Alla värden t o m 31 maj 2002

Räntekurva för svenska statspapper

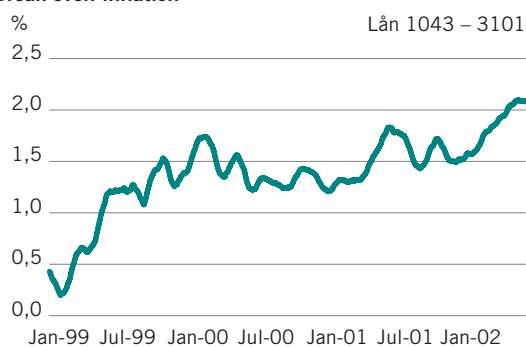


Ränteutveckling



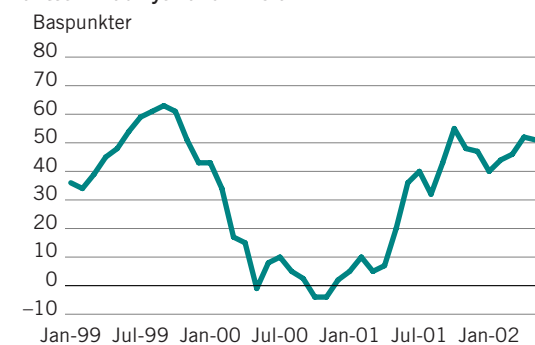
Källa: Ecowin

Break even-inflation



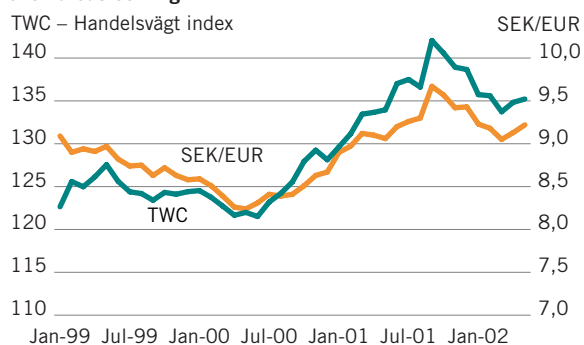
Källa: Ecowin

Ränteskillnad Tyskland – 10 år



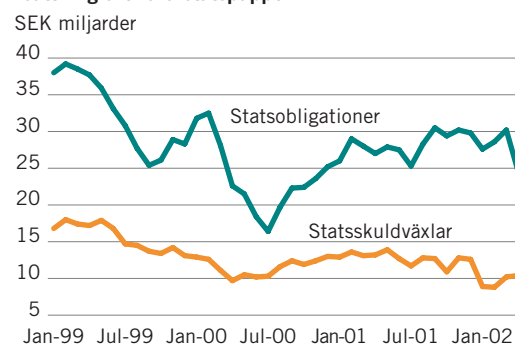
Källa: Ecowin

Växelkursutveckling



Källa: Ecowin

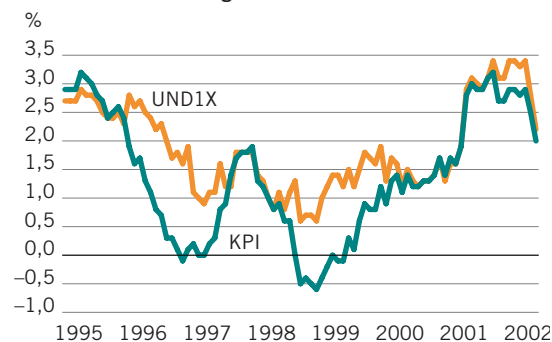
Omsättning svenska statspapper



Källa: Riksbanken

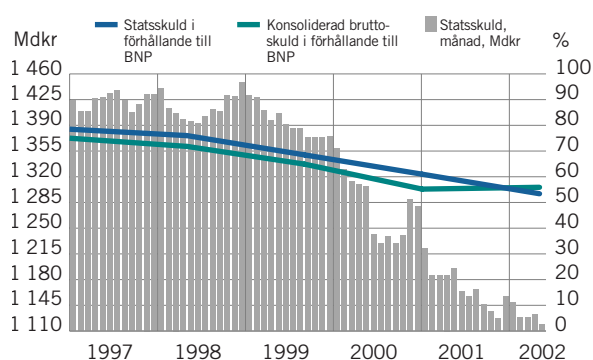
Svensk ekonomi

UNDIX och KPI i Sverige



Källa: SCB

Statsskulden 1997–2002



Källa: Riksgäldskontoret, Konjunkturinstitutet

Nationalräkenskaper

Procentuell förändring Utbud och efterfrågan				2000	2001	2002	2003
BNP ¹⁾				3,6	1,2	1,3	2,7
Import av varor och tjänster				11,5	-3,9	1,7	9,3
Hushållens konsumtionsutgifter				4,6	0,2	2,2	3,0
Offentliga konsumtionsutgifter				-0,9	1,4	0,8	0,3
Fasta bruttoinvesteringar				5,0	1,5	1,8	4,6
Lagerinvesteringar				0,5	-0,5	-0,2	0,3
Export				10,3	-1,4	1,2	7,8
Andra indikatorer		Mars-02	April-02	2000	2001	2002	2003
KPI, årlig förändring			2,0	1,3	2,6	2,1	2,1
Arbetslöshet			3,4	4,7	4,0	4,3	4,1
Bytesbalans		3,6		3,3	2,8	2,8	2,5

¹⁾ 2 098 mdkr (2000 års referenspriser).

Källa: SCB, Riksbanken; prognoser: Konjunkturinstitutet

Återförsäljare

Återförsäljare	Telefon	Reuter-sida
ABN Amro Bank NV	08-506 155 00	PMAA
Consensus – Den Danske Bank A/S	08-568 808 44	PMCO
S E B	08-506 23 151	PMSE
Svenska Handelsbanken	08-463 46 50	PMHD
Swedbank (Föreningssparbanken)	08-700 99 00	PMBF
Nordea	+45-33-33 17 58	PMUB
E Öhman J:or Fondkommission AB	08-679 22 00	PMOR

Nästa utgåva av Statsupplåning – prognos och analys publiceras onsdagen den 30 oktober 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



**RIKSGÄLDS
KONTORET**

THE SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08-613 45 00

Fax: 08-21 21 63 • E-post rgk@rgk.se • Internet: www.rgk.se