

# Statsupplåning

## – prognos och analys

2002:3

### Statens lånebehov

Prognosförutsättningar	3
Årsprognosen för 2002	3
Årsprognosen för 2003	4
Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter	5
Månadsprognoser	5
Statsskulden	6

### Finansiering

Bruttoupplåning	8
Nominell kronupplåning	8
Realupplåning	10
Valutaupplåning	11
Sammanfattning	12

### Aktuellt

Så finansieras statsskulden	13
Swappar i statsskuldsvärdningen	17
Elektronisk handel med statspapper	21

### Marknadsinformation

Statsskulden	24
Finansmarknaden	26
Svensk ekonomi	27
Återförsäljare	27

## Riksgäldskontorets uppdrag

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

### Skuldförvaltning och upplåning

Riksgäldskontoret 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

Riksgäldskontoret 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

Riksgäldskontoret 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 vad den annars skulle ha varit.



# Statens lånebehov

**Riksgäldskontorets reviderade lånebehovsprognos för 2002 pekar på ett överskott i statens betalningar på 20 miljarder kronor, 5 miljarder lägre överskott än bedömningen i juni. För 2003 visar prognosen ett underskott – ett positivt lånebehov – på 25 miljarder kronor. Det är 13 miljarder mer än i juniprognosen.**

## Prognosförutsättningar

Konjunkturutvecklingen är viktig för statens lånebehov eftersom den påverkar både intäkter och utgifter. Det är främst skatteintäkterna som påverkas av tillväxten i ekonomin och då framför allt tillväxten mätt i nominella termer. Exempelvis finns ett nära samband mellan hushållens inkomstutveckling och de lönebaserade skatteintäkterna. Statens momsintäkter påverkas till största delen av hushållens konsumtion. Företagsskatter påverkas av vinstutvecklingen i näringslivet. Även de kapitalberoende skatteintäkterna, exempelvis reavinstskatten från försäljning av aktier, påverkas av hur ekonomin utvecklas även om sambandet inte är lika klart. Ekonomin kan växa samtidigt som börsvärdet minskar. Det ger upphov till en situation där de lönebaserade skatteintäkterna stiger samtidigt som de kapitalbaserade skatteintäkterna minskar.

När det gäller statens utbetalningar har konjunkturutvecklingen inte lika stort genomslag som på inbetalningssidan, åtminstone inte på kort sikt. Här är det främst prisutvecklingen som spelar roll. Högre inflation innebär att prisbasbeloppet justeras, vilket i sin tur leder till att de indexrelaterade utgifterna för exempelvis pensioner ökar.

Normalt sett baserar Riksgäldskontoret (RGK) sin bedömning av lånebehovet på Konjunkturinstitutets (KI:s) prognos över ekonomins utveckling som presenteras i Konjunkturläget. Den nu aktuella prognosen tar dock hänsyn till den reviderade konjunkturbedömning som KI presenterade i slutet av oktober.<sup>1)</sup> Den pekar på en förhållandevis svag tillväxt under 2002 följt av en markant uppgång under 2003.

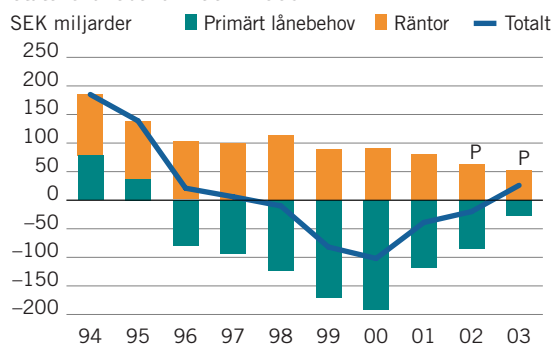
Förutom konjunkturbilden är utfallen över statens lånebehov en viktig faktor i RGK:s bedömningar. RGK följer statens in- och utbetalningar på daglig basis och kan därför löpande utvärdera sina prognoser. I den nu aktuella bedömningen har utfallen t.o.m. den 23 oktober 2002 vägts in.

<sup>1)</sup> KI:s tillväxtprognos i den senaste konjunkturbedömningen från augusti 2002 reviderades ned för innevarande år och nästa år den 23 oktober 2002.

Riksgäldskontoret har även beaktat de förslag som regeringen presenterade i budgetpropositionen för 2003. Merparten av reformerna fanns med i RGK:s juniprognos. I budgetpropositionen finns dock en del andra förändringar som påverkar lånebehovsprognosen, exempelvis tidigareläggningar av utbetalningar och en del utgiftsbegränsningar för nästa år. Det bör påpekas att RGK inte alltid gör samma bedömningar som regeringen. Vid detta prognostillfälle skiljer sig exempelvis RGK:s syn från regeringen när det gäller kostnaderna för sjukförsäkringar och förtidspensioner.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för denna prognos är den 23 oktober 2002.

Statens lånebehov 1994–2003



## Årsprognosen för 2002

För 2002 pekar Riksgäldskontorets reviderade prognos på ett budgetöverskott på 20 miljarder kronor. I juni pekade prognosen på ett överskott på 25 miljarder kronor. Prognosens inverkan på statsskulden sammanfattas i tabellen nedan, där även utfallet för 2001 redovisas. Utvecklingen över den senaste tioårsperioden framgår i diagrammet ovan.

### Statens lånebehov och statsskulden 2001–2003, miljarder kronor

	2001	2002 (prognos)	2003 (prognos)
Primärt lånebehov	-120	-85	-28
Räntor på statsskulden	81	65	53
Lånebehov, netto	-39	-20	25
Skuldkorrigeringar	-73	18	0
Varav AP-fondsöverföring	-69	-	-
Riksbanksöverföring	-18	-	-
IGN, KAF och PPM	-	39	-
Omvärdering valutalån m.m.	14	-21	0
Kortfristiga placeringar	-11	-2	0
Statsskuldens förändring	-122	-4	25
Statsskulden vid årets slut	1 157	1 153	1 178

Det primära överskottet beräknas till 85 miljarder kronor, vilket är 1 miljard större än i juniprognosen. Utfallen under sommaren och hösten har inneburit ett större överskott motsvarande 7 miljarder kronor i statens löpande in- och utbetalningar, exklusive räntebetalningar på statsskulden och Riksgäldskontorets nettoutlåning. Skatteintäkterna har varit större och utbetalningarna mindre än väntat. Kostnaderna för sjukförsäkringen har stigit i samma takt som RGK räknat med sedan tidigare. Överskottet reduceras å andra sidan av regeringens beslut att tidigare lägga utbetalningar av arealersättning till jordbrukare motsvarande 4 miljarder kronor. Beslutet har tagits för att skapa utrymme under utgiftstaket nästa år. Ett liknande beslut togs vid samma tidpunkt förra året.

RGK räknar, liksom tidigare, inte med några intäkter från utförsäljningar av statliga tillgångar. Nedgången på börsen har fortsatt, vilket inte direkt stärkt motivet till privatiseringar. Inga konkreta planer har heller presenterats av regeringen.

RGK:s nettoutlåning väntas uppgå till 4 miljarder kronor i år. Det är 2 miljarder mer jämfört med prognosen i juni.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas till 65 miljarder kronor 2002. Det är 6 miljarder större än i juniprognosen. Uppjusteringen förklaras i stort sett helt av att utfallen under sommaren och hösten varit större än prognostiserat, främst på lån i utländsk valuta.

## Årsprognosen för 2003

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2003 pekar på att statens betalningar kommer att ge ett underskott på 25 miljarder kronor. Underskottet bedöms därmed bli 13 miljarder kronor större än i juniprognosen. Även om återhämtningen i ekonomin kan sägas ha förskjutits framåt i tiden är tillväxtförutsättningarna bättre under 2003 än under innevarande år. Trots detta försämras alltså budgetsaldot med 45 miljarder mellan åren.

Det primära överskottet beräknas till 28 miljarder kronor. Det är 57 miljarder mindre än 2002. Jämfört med prognosen i juni bedöms det primära överskottet nu bli 19 miljarder kronor mindre. Ungefär 13 miljarder förklaras av att statens utbetalningar för kyrkoavgifter som insamlas via skattemyndigheterna av misstag saknades i juniprognosen.

På inbetalningssidan rör den största revideringen fyllnadsinbetalningar av skatt. Fyllnadsinbetalningar är svåra att förutsäga, både storleksmässigt och när i tiden inbetalningarna kommer att ske. Den kanske viktigaste faktorn bakom fyllnadsinbetalningarnas storlek är reavinsterna på aktier och fastigheter. De senaste årens svaga börsutveckling innebär sannolikt lägre fyllnadsinbetalningar än vad som tidigare prognostiserats. Fyllnadsinbetalningar och kvarskatt från hushåll och företag antas därmed bli 15 miljarder kronor lägre än i juniprognosen.

På utbetalningssidan är den största skillnaden, förutom att utbetalningen av kyrkoavgifter saknades i juniprognosen, att RGK valt att lägga in en post med ospecificerade kassamässiga utgiftsminskningar på 5 miljarder kronor. Dessa antas vara kopplade till åtgärder för att klara utgiftstaket under 2003 (se ruta sid.5). Dessutom innebär tidigare läggningen av utbetalningar av arealersättning till jordbrukare att det primära överskottet ökar med 4 miljarder 2003.

När det gäller inkomster från försäljningar av statlig egendom antar RGK att inbetalningarna under 2003 kommer att ligga på 5 miljarder kronor, oförändrat sedan föregående prognostillfälle. Det är 10 miljarder lägre än regeringens bedömning i budgetpropositionen, men i linje med erfarenheterna från senare år, då utförsäljningarna varit små.

Nettoutlåningen beräknas uppgå till 13 miljarder kronor, vilket är oförändrat sedan juniprognosen.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas uppgå till 53 miljarder kronor 2003, vilket är 6 miljarder lägre än i den senaste bedömningen och hela 12 miljarder lägre än 2002. De lägre räntebetalningarna beror bland annat på att ett obligationslån med hög kupongränta förfaller under 2002 och ersätts av lån med lägre ränta. En annan faktor som påverkar räntebetalningarna på statsskulden mellan åren är stora utbetalningar av nollkupongräntor på realobligationer under 2002. Dessutom är räntenivån, både inom landet och internationellt, lägre än vid förra prognostillfället.

## Känslighetsanalys

I alla prognoser finns normalt sett en osäkerhet och detta gäller även prognoser av lånebehovet. Exempelvis kan antaganden om den ekonomiska utvecklingen visa sig vara felaktiga. Riksgäldskontoret gör ingen sammantagen osäkerhetsanalys för lånebehovet men presenterar 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. Om man vill göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas.

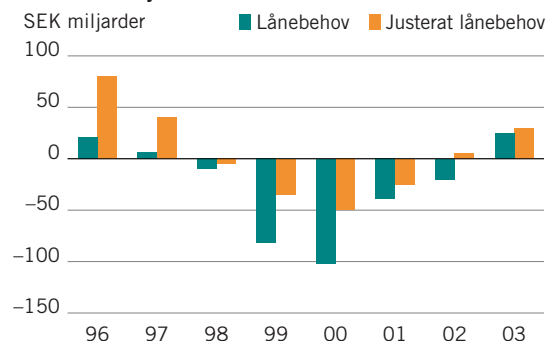
Ökning med en procent/procentenhet	Effekt på lånebehovet miljarder kronor
Lönesumman <sup>1)</sup>	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-2
Öppen arbetslöshet	4
Räntenivån i Sverige	3
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

<sup>1)</sup> 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.<sup>2)</sup> För 2002 pekar beräkningarna på att statens finanser går från ett överskott på 20 miljarder kronor till ett lånebehov, ett underskott, motsvarande ca 5 miljarder kronor efter justering för tillfälliga betalningar. Av de tillfälliga betalningarna på ca 25 miljarder utgör förfall av bostadsobligationer som överförts från AP-

### Redovisat och justerat lånebehov



<sup>2)</sup> För en mer utförlig beskrivning av Riksgäldskontorets definition av tillfälliga betalningar, se prognosrapporten från 2001-01-31, som finns på [www.rgk.se](http://www.rgk.se)

fonden på ca 7 miljarder samt en extra inleverans från Riksbanken på 20 miljarder de två viktigaste.

För 2003 uppskattas de tillfälliga betalningarna till ca 10 miljarder kronor. Det justerade lånebehovet bedöms därmed uppgå till ca 35 miljarder kronor. De viktigaste inbetalningarna är förfall av bostadsobligationer med 13 miljarder kronor, utförsäljningsinkomster på 5 miljarder kronor samt tidigareläggning av arealbidrag. Under 2003 bedöms RGK:s nettoutlåning uppgå till 13 miljarder kronor. Eftersom lånen så småningom ska betalas tillbaka betraktas en större del av nettoutlåningen som en tillfällig utbetalning, vilket motverkar de tillfälliga inbetalningarna. Nettoeffekten blir därmed ca 10 miljarder kronor.

## Månadsprognoser

Riksgäldskontoret presenterar genomarbetade årsprognoser tre gånger per år. Samtidigt publiceras månadsprognoser för de mellanliggande månaderna. I denna prognos redovisas månadsprognoser för oktober 2002 t.o.m. februari 2003, då nästa rapport publiceras. Om prognoserna, till följd av utfall eller annan ny information, behöver justeras mellan prognostillfällena kommer detta att redovisas i samband med att utfallet för lånebehovet presenteras. Utfallet presenteras normalt fyra arbetsdagar efter varje månadsskifte.

Prognosen för lånebehovet i oktober är i stort sett oförändrad sedan föregående prognostillfälle. Däremot skiljer sig sammansättningen åt genom att det primära lånebehovet nu bedöms bli mindre medan räntebetalningarna på statsskulden bedöms bli större.

### Statens lånebehov, miljarder kronor

	Okt 2002	Nov 2002	Dec 2002	Jan 2003	Feb 2003
Primärt lånebehov	-1,1	-5,6	14,6	28,0	-33,4
Räntor på statsskulden	1,9	0,4	9,8	4,8	4,3
Lånebehov	0,9	-5,2	24,4	32,7	-29,2

## ► Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Konjunkturinstitutet redovisade prognoser för statens lånebehov senast i augusti, regeringen i oktober och ESV i september (se tabell nedan).

Riksgäldskontorets prognos pekar på ett överskott på 20 miljarder kronor 2002. Det är ungefär ett dubbelt så stort överskott som i övriga prognosmakares bedömningar. Justering för kända skillnader i räntebetalningar och för tidigareläggning av utbetalningar av arealstöd till jordbrukare förklarar inte skillnaderna i lånebehov.<sup>3)</sup> Det huvudsakliga skälet till det större överskottet i RGK:s prognos bedöms vara att utfallen för statens in- och utbetalningar hittills under året

fångas på ett bättre sätt i Riksgäldskontorets prognos än i övriga prognosmakares bedömningar.

För 2003 pekar RGK:s prognos på ett lånebehov motsvarande 25 miljarder kronor. Det är lägre än KI och ESV, men högre än regeringen. Rensat för kända skillnader i försäljnings- och räntebetalningar, samt för tidigareläggningen av utbetalningar av arealstödet, är RGK:s prognos 7 miljarder lägre än ESV:s och KI:s prognoser men 4 miljarder högre än regeringens bedömning.<sup>4)</sup>

<sup>3)</sup> Riksgäldskontoret och regeringen har tidigareläggningar av arealstöd motsvarande ca 4 miljarder kronor med i sina prognoser. Detta minskar överskottet 2002 samtidigt som det minskar lånebehovet med motsvarande belopp.

<sup>4)</sup> Riksgäldskontoret antar, liksom övriga prognosmakare, inga utförsäljningsinkomster under 2002. För 2003 antar RGK 5 miljarder kronor i utförsäljningsinkomster, vilket är 5 miljarder högre än ESV, 5 miljarder lägre än KI och 10 miljarder lägre än regeringen.

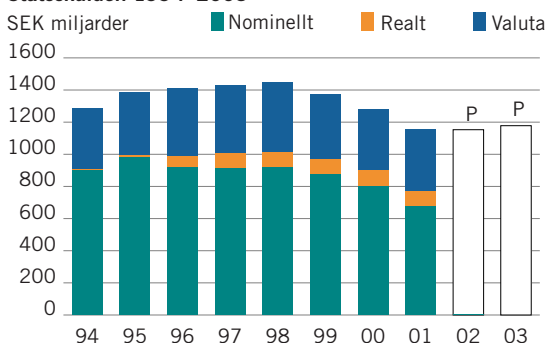
Jämförelse mellan lånebehovsprognoser, miljarder kronor

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Primärt lånebehov	-85	-28	-76	-41	-76	-21	-75	-11
Räntor på statsskulden	65	53	67	55	65	55	67	54
Lånebehov	-20	25	-9	14	-11	34	-8	43

## Statsskulden

Statsskulden var 1 157 miljarder kronor vid utgången av 2001. Under 2002 beräknas statsskulden minska till 1 153 miljarder kronor (se tabellen på s. 4 och diagrammet nedan). Skulden förväntas alltså minska mindre än det prognostiserade budgetöverskottet på 20 miljarder kronor. En del av förklaringen går att finna i att huvuddelen av Kärnavfallsfondens, Premiepensionsmyndighetens och Insättningsgarantinämndens kontofordringar på Riksgäldskontoret omvandlades till statsobligationer den 1 juli 2002. Det ökar den redovisade statsskulden med 39 miljarder kronor. Övriga skuldkorrigeringar, bland annat omvärdering av valutalån, enligt valutakurser från oktober, minskar statsskulden med motsvarande 21 miljarder kronor.

Statsskulden 1994–2003



För 2003 finns inga andra kända skuldpåverkande effekter än statsbudgetens saldo. Statsskulden bedöms därmed öka med 25 miljarder kronor för att i slutet av 2003 uppgå till 1 178 miljarder kronor.

## Nytt mått på statsskulden

Regeringen aviserar i budgetpropositionen för 2003 att statsskulden fr.o.m. 2003 kommer att mätas på ett enklare och tydligare sätt än hittills. Förenklingen sker genom att värderingsprinciperna för enskilda skuldinstrument och gränsdragningen för vilka instrument som ingår i skuldmåttet anpassas till de principer som tillämpas i EU-sammanhang. Det innebär dels att skulden mäts inklusive skuldskötselinstrument, dels att skuldinstrument konsekvent värderas till nominella slutvärden. Ändringarna bygger på ett förslag som Riksgäldskontoret lämnade till regeringen i augusti.

Riksgäldskontoret har sedan tidigare regelmässigt redovisat både det officiella skuldmåttet som finns i diagrammet ovan och skulden mätt inklusive skuldskötselåtgärder. Det senare måttet ger en bättre bild av skuldens sammansättning, eftersom en stor del av valutaskulden skapas med hjälp av derivatinstrument, t.ex. skuldbytesavtal och valutaterminer. I det nya måttet kommer dessutom alla instrument att redovisas till nominellt slutvärde. Det påverkar i första

hand värderingen av statsskuldväxlar och reala nollkupongobligationer. Dessa har hittills redovisats till anskaffningsvärde, utan hänsyn till upplupen ränta eller inflationskompensation.

Skulden mätt på det nya sättet blir något större än den gamla. Orsaken är dels att hänsyn tas till marknadsvärdet på skuldskötselinstrument, dels att det nominella slutvärdet på statsskuldväxlar och realobligationer är större än anskaffningsvärdet. Beräknat på statsskuldens sammansättning den 30 septem-

ber 2002 uppgick skulden mätt på det nya sättet till 1 197,5 miljarder kronor. Det kan jämföras med det officiella måttet som var 1 148,1 miljarder kronor och skulden inklusive skuldskötselåtgärder som uppgick till 1 160,8 miljarder kronor. Ökningen är i allt väsentligt en engångseffekt, dvs. statsskuldens förändring framöver påverkas inte nämnvärt av den ändrade definitionen. Riksgäldskontoret kommer att tillämpa det nya måttet från årsskiftet.

## Lånebehovet och utgiftstaket

Riksgäldskontoret gör inte prognoser på utgiftstaket. Prognoserna över statens lånebehov byggs upp av ett femtiotal större betalningsflöden till och från staten. Lånebehovsprognoserna syftar främst till att ge underlag för planering av statens upplåning. För detta ändamål är det viktigt att den slutliga prognossiffran är korrekt, medan den exakta fördelningen mellan betalningsflödena är av underordnad betydelse. Riksgäldskontoret har därför normalt inte behov av att bedöma utvecklingen i förhållande till utgiftstaket. Inför 2003 finns emellertid indikationer på att åtgärder kommer att krävas för att hålla utgifterna under taket. Därför måste RGK ta ställning till i vilken mån sådana åtgärder kommer att påverka lånebehovet.

Konjunkturinstitutet (KI) och Ekonomistyrningsverket (ESV) har publicerat prognoser där utgiftstaket överskrids med 20 respektive 18 miljarder kronor. I budgetpropositionen för 2003 aviserar regeringen tidigare läggning av utbetalningar av arealbidrag på motsvarande 4 miljarder kronor från 2003 till 2002. I budgetpropositionen föreslås även utgiftsbegränsningar motsvarande ca 2 miljarder kronor bland annat inom områdena Försvar, Kommunikationer och Utbildning. Justerat för nämnda åtgärder, vilka summerar till 6 miljarder kronor, skulle KI:s och ESV:s prognoser

indikera att utgiftstaket för 2003 riskerar att överskridas med 14 respektive 12 miljarder kronor. Skillnaderna mellan dessa prognoser och den beräkning som regeringen gör i budgetpropositionen, där utgifterna är något lägre än utgiftstaket, beror främst på olika syn av utgiftsutvecklingen inom ohälsoområdet.

De statliga utgiftstaken infördes i samband med den förändrade budgetprocessen 1997. Sedan dess har utgiftstaket klarats samtliga år med hjälp av vissa utgiftsbegränsade åtgärder. RGK gör bedömningen att regeringen kommer att klara utgiftstaket även 2002.

För att klara utgiftstaket 2003 krävs dock sannolikt åtgärder som inte aviserats i budgeten. Riksgäldskontoret bedömer att regeringen kommer att vidta sådana åtgärder så att utgiftstaket klaras. Det är emellertid inte givet att dessa i sin helhet kommer att påverka lånebehovet. Det beror på att utgiftstaket styrs av budgetredovisningen medan lånebehovet är strikt kassamässigt. I den mån åtgärderna innefattar icke kassamässiga besparingar eller omfördelningar från utgifter till minskade inkomster är lånebehovet opåverkat. Det är osäkert vilka åtgärder som kommer att vidtas. RGK bedömer det dock som sannolikt att besparingar till viss del kommer att göras med medel som påverkar lånebehovet. För att fånga upp detta har RGK valt att i prognosen lägga in en post med ospecificerade kassamässiga utgiftsminskningar på 5 miljarder kronor.

## Lånebehovet och de offentliga finanserna

Trots att statens finanser beräknas gå med underskott 2003 visar de totala offentliga finanserna överskott. Enligt KI:s augustiprognos uppskattas överskottet till 31 miljarder kronor, motsvarande 1,3 procent av BNP. Den viktigaste förklaringen är att det byggs upp ett sparande i ålderspensionssystemet som mer än uppväger statens budgetunderskott. Sparandet i ålderspen-

sionssystemet ska verka som buffert vid kommande demografiska förändringar vilka väntas leda till ökade pensionsutbetalningar. Kommuner och landsting väntas också bidra till överskottet i de offentliga finanserna 2003, då de tillsammans beräknas redovisa ett mindre överskott.

En annan faktor är att statsbudgetens saldo är kassamässigt, medan beräkningarna av de offentliga finanserna görs i termer av finansiellt sparande. Det är ett mått som hämtas från nationalräkenskaperna och som inte är kassamässigt. Statens finansiella sparande överensstämmer således inte med budgetsaldot.

# Finansiering

**Nästa år beräknas obligationsupplåningen öka till ca 108 miljarder kronor. Det är 61 miljarder kronor mer än 2002. Den viktigaste orsaken är ett större nettolånebehov. Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer behöver under dessa förutsättningar öka till 4,5 miljarder kronor per auktionstillfälle från årsskiftet. Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Under förutsättning att amorteringarna i utländsk valuta återupptas nästa år kommer valutaupplåningen att minska till drygt 20 miljarder kronor, varav knappt 10 miljarder kronor i direkt valutaupplåning.**

## Bruttoupplåning

Riksgäldskontoret (RGK) redovisar nedan sin prognos för finansieringsbehovet under resten av 2002 samt 2003. Strategin för finansiering för 2003 bygger på RGK:s förslag till övergripande riktlinjer för statsskuldens förvaltning, i avvaktan på att regeringen fattar beslut om riktlinjerna i mitten av november.

Nettolånebehovet beräknas bli ca –20 miljarder kronor 2002, vilket är något lägre än i föregående prognos. Nästa år beräknas budgeten uppvisa ett underskott på 25 miljarder kronor, vilket ger ett positivt lånebehov. Det innebär en ökning på 13 miljarder kronor jämfört med juniprognosen och 45 miljarder kronor mer än under 2002.

Riksgäldskontoret behöver därutöver finansiera förfallande lån. *Bruttolånebehovet*, dvs. RGK:s totala finansieringsbehov, utgörs av summan av nettolånebehovet och förfallande obligationslån inklusive uppköp och byten av statsobligationer till statsskuldväxlar.

### Finansieringsbehov, miljarder kronor brutto

	2002	2003
Nettolånebehov	–20	25
Förfall samt byten och uppköp	98	89
Förfall, statsobligationer	11	9
Förfall, valutalån <sup>1)</sup>	35	30
Uppköp och byten av obligationer till skuldväxlar	51	50
Finansieringsbehov exkl. kort finansiering i SEK	78	115
Kort finansiering och hushållsupplåning, netto <sup>2)</sup>	–6	–4
Nettofinansiering med statsskuldväxlar <sup>3)</sup>	–1	–11
Finansieringsbehov i obligationer och valuta	85	130
Valutaupplåning <sup>1)</sup>	29	7
Emissioner av realobligationer <sup>4)</sup>	9	15
Emissioner av nominella statsobligationer <sup>5)</sup>	47	108

<sup>1)</sup> Direkta valutalån, avista, värderade till anskaffningskurser

<sup>2)</sup> Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor samt hushållsupplåning

<sup>3)</sup> Förändring av statsskuldväxelstocken

<sup>4)</sup> Emissionsvolym per auktionsperiod, genomsnitt

<sup>5)</sup> Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt

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

Finansieringen i obligationer och utländsk valuta beräknas under innevarande år bli ca 85 miljarder kronor, vilket är 17 miljarder kronor mer jämfört med föregående prognos. Den främsta orsaken är att den direkta valutaupplåningen blir större än vad som angavs i juni-prognosen.

Finansieringsbehovet i obligationer och utländsk valuta beräknas öka till 130 miljarder kronor nästa år, dvs. 45 miljarder mer än under innevarande år. Ökningen motsvarar budgetförsämringen.

I ovanstående tabell redovisas en bedömning av fördelningen av finansieringsbehovet på skuldslagen nominella statsobligationer, realobligationer och valutaupplåning. Upplåningen i respektive skuldslag redovisas i de följande avsnitten.

## Nominell kronupplåning

### Nettoupplåning med statsskuldväxlar

Statsskuldväxelstocken beräknas vara i stort sett oförändrad under 2002 men minska med 11 miljarder kronor under 2003. Statsskuldväxelstockens andel av hela statsskulden minskar något.<sup>1)</sup>

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och använda ränteswappar för att erhålla kort räntexponering.<sup>2)</sup> Denna metod kan, under förutsättning att skillnaden mellan swapp-räntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänka statens lånekostnader. I och med att behovet av att använda ränteswappar som ett led i valutaupplåningen minskar nästa år, har utrymmet ökat för att använda swappar för att skapa kort upplåning. I stor-

<sup>1)</sup> I tabellen ovan redovisas posten kort finansiering och hushållsupplåning. Denna post innehåller förändringar i kortfristig finansiering (dvs. instrument för likviditetshantering som likviditetsväxlar, dagslån och repor) som huvudsakligen uppstår till följd av kassaflöden kring årsskiftet. Posten är med för att uppnå konsistens i redovisningen. Nettoförändringen i statsskuldväxelupplåningen är av störst intresse vid en diskussion av den mer långsiktiga finansieringen. Förändringar i hushållsupplåningen är i sammanhanget små.

<sup>2)</sup> Se faktaruta om swappar sid 9.



## Upplåningsinstrument och swappar

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken innebär något förenklat att Riksgäldskontoret ska uppnå en viss exponering i kort- respektive lång upplåning och mellan kronor respektive utländsk valuta (i termer av en viss amorteringstakt av valutaskulden). Dessa mål kan uppnås genom att fördela upplåningen mellan statskuldväxlar, statsobligationer och upplåning i utländsk valuta. RGK använder sig också av derivat (huvudsakligen ränte- och valutaswappar) för att uppnå önskad exponering.

Att skapa kort räntexponering via swappmarknaden innebär att RGK i ett första steg emitterar en obligation i svenska kronor. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där RGK mottar fast ränta och betalar rörlig ränta (Stibor). Vinsten i transaktionen är att låneräntan på obligationen är lägre än den ränta RGK mottar i ränteswappen (skillnaden kallas swappspreaden). Samtidigt betalar RGK en något högre ränta (Stibor) än statsskuldväxlaräntan. Med denna upplåningsteknik utnyttjas statens relativa styrka som låntagare i långa löptider och upplåningskostnaderna kan sänkas.

Att skapa valutaexponering via swappmarknaden innebär att man använder den inhemska obligations-

marknaden som upplåningskälla (kron/swappupplåning). Först emitteras en obligation som swappas till kort ränta (se ovan). Sedan görs en s.k. basswapp, som innebär att man byter rörlig ränta i kronor mot rörlig ränta i en utländsk valuta (skuldbytesavtal). Samtidigt köper RGK den utländska valutan avista då transaktionen ingås och säljer valutan då den stängs. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalningarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna mottar RGK rörlig Stiborränta, och betalar rörlig ränta i euro, Euribor. Med denna teknik kan RGK tillgodogöra sig swappspreaden minus en mindre kostnad för att genomföra basswappen. Upplåningskostnaden blir således i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

Valutaupplåning kan således tas upp som upplåning i en utländsk valuta (direkt valutaupplåning) eller med kron/swappupplåning. Kort upplåning kan tas upp genom att emittera statsskuldväxlar eller genom att först emittera en statsobligation och sedan göra en ränteswapp (syntetiska växlar).

I praktiken begränsas utrymmet för ränteswappar av att RGK är en stor aktör på marknaden. Utrymmet kan användas för att ersätta statsskuldväxlar eller som en del av valutaupplåningen. I avvägningen är kostnaderna för direkt valutaupplåning viktig.

Se även artikel om swappar sidan 17.

leksordningen 10 miljarder kronor av den korta upplåningen under 2003 beräknas tillgodoses på detta sätt.

I nettotermer räknar istället RGK med att den korta upplåningen, dvs. nettofinansiering med statsskuldväxlar och ränteswappar, inte ger något bidrag till finansieringen under 2003. Det ökade finansieringsbehovet tillgodoses således med större obligationsemissioner. Det är en av förutsättningarna för att statsskuldens samlade duration (löptid) inte ska minska.

### Nominella statsobligationer

#### *Emissionsvolym*

Riksgäldskontoret räknar med ett finansieringsbehov i nominella obligationer på ca 47 miljarder kronor under innevarande år, vilket är samma som i juniprognosen. För 2003 beräknas emissionsbehovet i obligationer öka till 108 miljarder kronor. Det innebär en ökning med 61 miljarder kronor.

Emissionsvolymen ökades från 2 till 3 miljarder per auktionstillfälle från och med den 1 oktober 2002. RGK bedömer att emissionsvolymen behöver ökas till 4,5 miljarder från årsskiftet. I juni räknade RGK med en emissionsvolym på 4 miljarder kronor. Revideringen

beror på att budgetunderskottet för 2003 nu beräknas bli något större. Volymökningen begränsas dock av att emissionerna av realobligationer och den direkta valutaupplåningen är något större än vad som antogs i juniprognosen.

Emissionerna av statsobligationer ökar emellertid mer än vad som motsvaras av budgetförämringen. Den minskade direkta upplåningen i utländsk valuta nästa år är den viktigaste förklaringen. Bidragande orsaker är också att den nominella statsskuldens löptid tenderar att förkortas i och med att ingen ny obligation antas introduceras nästa år. Dessutom förutsätts att en del av den korta upplåningen tas upp som obligationslån som sedan swappas till kort räntexponering.<sup>3)</sup>

<sup>3)</sup> Som framgår nedan kommer ca 15 miljarder kronor av valutaupplåningen att täckas av statsobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning) nästa år. Med en total emissionsvolym av statsobligationer på 108 miljarder kronor år 2003 betyder det att ca 25 procent av obligationsupplåningen swappas till utländsk valuta eller till kort räntexponering, jämfört med ca 50 procent 2002.

### ► Aktuella lån vid emissionerna

Riksgäldskontorets policy är att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån. Samtidigt finns det skäl att låta upplåningspolitiken bidra till likviditeten i referens- eller superbenchmarklån som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.<sup>4)</sup> Det innebär att emissionerna huvudsakligen görs i dessa lån, som därmed får vad som internationellt brukar kallas ”on the run”-status.

Lån 1046, med förfall den 8 oktober 2012, handlas nu som 10-årig superbenchmark. Lånet har nått en volym på 41 miljarder kronor per den 30 september 2002. Från och med den 19 juni 2003 kommer lån 1041 (6,75 %, maj 2014) att handlas som en 10-åring.<sup>5)</sup> Lånet har då en löptid på knappt 11 år. Den utestående volymen är redan nu 47 miljarder kronor. Sannolikt kommer RGK att börja emittera lån 1041 något innan den blir superbenchmark. Lånet får en löptid på 9,5 år först mot slutet av 2004. Det finns således inte något starkt skäl att introducera ett nytt 10-årigt lån under 2003.

I och med att lån 1041 blir 10-årigt referenslån nästa år, kommer avkastningskurvan för statsobligationer att sluta vid 10 år. RGK planerar inte i nuläget att emittera någon ny obligation med längre löptid. Det kan dock bli aktuellt vid en senare tidpunkt. Det beror bl.a. på om det finns tillräckligt stort intresse hos investerarna så att en tillfredsställande likviditet kan uppnås och upplåningskostnaderna blir rimliga. RGK tar gärna emot förslag och synpunkter från återförsäljare och investerare.

Det kortaste obligationslånet med benchmarkstatus, lån 1042, kommer att bytas mot statsskuldväxlar under perioden 3-7 februari 2003. Villkor för bytena kommer att tillkännagivas den 8 januari 2003.

### Auktionerna tidigareläggs

Från årsskiftet kommer RGK:s auktioner att flyttas från klockan 12.30 till 11.00. Ändringen har föreslagits av återförsäljare och investerare och innebär en anpass-

ning till vad som är vanligt internationellt. Auktionsdag är som tidigare onsdag för statsobligationer och statsskuldväxlar, samt torsdag och fredag för realobligationer. Resultatet vid de nominella auktionerna kommer att meddelas efter 10 minuter, vilket är en förkortning från dagens 15 minuter.

## Realupplåning

### Emissionsvolym

Under hösten har efterfrågan på realobligationer fortsatt att öka. Ränteskillnaden gentemot nominella obligationer har legat i linje med inflationsförväntningar och inflationsmål.

Realobligationer erbjuder ett unikt inflationskydd för investerare. I takt med att marknaden utvecklas finns det skäl att utgå från att en tydligare prissättning av inflationspremien etableras. Det finns således en potential för lägre realräntor och en större ränteskillnad mellan nominella och reala obligationer.

Förutsättningarna för den reala upplåningen är därmed gynnsamma. RGK:s policy är att ändringar i emissionsvolymerna bör 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 marknadsförhållandena fortsättningsvis tillåter en emissionstakt på i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt, mot

<sup>4)</sup> Den elektroniska handeln på interbankmarknaden är koncentrerad till tre referenslån med två, fem och tio års löptid. De kan därmed kallas för superbenchmarklån.

<sup>5)</sup> De lån som räknas som referenslån i den elektroniska handeln avgörs av vilka lån som löptidsmässigt ligger närmast två, fem eller tio år. Referenslån ändras emellertid endast vid IMM-datum (tredje onsdagen i mars, juni, september och december) 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.

## Statsobligationer för alla

Hittills har statspapper i praktiken endast kunnat köpas av stora investerare. Sedan september har mindre placerare och privatpersoner fått möjlighet att via internet delta i RGK:s auktioner av nominella statsobligationer. Utöver utbudet vid den reguljära auktionen har maximalt 200 miljoner kronor avsatts för budgivning via internet. Tilldelning sker till den

genomsnittliga räntan i den reguljära auktionen. Ingen avgift tas ut. Minsta budvolym är 25 000 kronor och den största 5 miljoner kronor. Under våren kommer det att finnas möjlighet att delta även i auktionerna av statsskuldväxlar och realobligationer.

Gruppen investerare blir bredare. En effektivare distributionskanal via internet kan på sikt ge lägre kostnader för RGK:s försäljning av statspapper. Samtidigt öppnas en ny marknad för mindre placerare.

Mer information finns på [www.rgk.se](http://www.rgk.se)

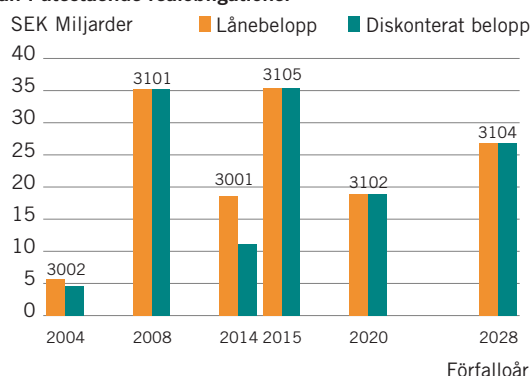
bakgrund av den starka efterfrågan det senaste halvåret. Det motsvarar ca 1,5 miljard kronor per emissionsmånad. I junirapporten var bedömningen 10 miljarder kronor i årstakt. Årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning av vad marknadsförhållandena medger. Emissionsvolymen vid de enskilda emissionstillfällena kan avvika väsentligt. Villkoren vid emissionerna bestäms efter förslag från återförsäljare och investerare och baseras på det rådande efterfrågeläget och prisbildningen. Både investerare och återförsäljare är välkomna att föra en löpande dialog med RGK kring realobligationer och lämna förslag inför enskilda emissioner.

### 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. Denna process avslutades under våren.

Insättningsgarantinämnden, Kärnavfallsfonden och Premiepensionsmyndigheten har haft tillgångar placerade på konton i Riksgäldskontoret. Vid halvårsskiftet omvandlades de till statsobligationer enligt riksdagens och regeringens beslut. RGK redogjorde för effekterna på de utestående lånestockarna i ett pressmeddelande den 1 juli 2002. Realobligationsstocken ökade med ca 34 miljarder kronor samtidigt som durationen ökade med ca 0,6 år. Lån 3001 ökade något mer än vad RGK hade antagit. De utestående stockarna återges i vidstående diagram dels som utestående nominella belopp, dels som diskonterat belopp.

Lån i utestående realobligationer



Lånen 3101, 3105, 3102 och 3104 är emissionskandidater för kommande auktioner. RGK räknar med att i första hand emittera i de tre längsta lånen. Inom ett par år finns skäl att introducera reguljära byten av 3101 mot längre lån. Tills vidare kvarstår dock lånet som emissionskandidat.

### Emissionsvillkor

Riksgäldskontoret emitterar normalt en fast volym vid auktionerna. I Statsupplåning – prognos och analys 2002:2 redogjorde RGK för ett alternativt förfarande

som ger viss flexibilitet när det gäller emissionsvolym. RGK har nu provat flexibla emissionsvolym för realobligationer vid två tillfällen under hösten. Flexibiliteten innebär att emissionsvolymen vid god men osäker 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.

Så här långt är RGK:s erfarenheter goda. Flexibiliteten utnyttjades fullt ut vid den första emissionsomgången, eftersom efterfrågan var stark. Räntenivån kom också att bli nästan identisk jämfört med om flexibiliteten inte hade utnyttjats. Vid det andra tillfället skulle ett fullt utnyttjande av flexibiliteten ha gett högre lånekostnader. Därför valde RGK att emittera något mindre än vad som var maximalt möjligt.

Val av lån, emissionsform och volym vid enskilda emissionstillfällen annonseras en vecka innan auktionen. Om auktionen genomförs med flexibla volymer annonseras utbudens volym som ett intervall.

Tidigareläggningen av auktionstidpunkten tillämpas även för emissioner av realobligationer. Auktionerna kommer att äga rum klockan 11.00 torsdag och fredag varje månad, normalt den sista veckan i månaden. Resultatet kommer tills vidare att meddelas efter 15 minuter. Detta eftersom buden kan vara något svårare att bedöma på realobligationsmarknaden än på den nominella obligationsmarknaden.

## Valutaupplåning

Riksgäldskontoret amorterar för närvarande inte på valutaskulden. Beslutet innebär att RGK avviker med närmare 15 miljarder kronor från regeringens riktvärde på 15 miljarder kronor för 2002. RGK:s 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.

RGK har föreslagit regeringen att riktvärdet för amorteringarna under 2003 ska vara 25 miljarder kronor, i enlighet med regeringens riktlinjer från 2001. I den här prognosen antas inga avvikelser från inriktningen. RGK:s styrelse kommer att ta ställning till amorteringstakten för 2003 i december, på grundval av regeringens riktlinjebeslut i november.

Under 2002 förfaller valutalån och valutaswappar för motsvarande 53 miljarder kronor. För att uppnå en amorteringstakt nära noll måste RGK låna upp motsvarande 52 miljarder kronor i utländsk valuta.

Valutaupplåning kan göras med emissioner av statsobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning) eller med direkt upplåning i utländsk valuta. Med hänsyn till prissättningen och

- ▶ djupet i swappmarknaden kommer RGK att minska kron/swappupplåningen från 35 miljarder, som annonserades i junirapporten, till ca 25 miljarder kronor 2002, samtidigt som omfattningen av direkta valutalån ökas från 20 till motsvarande ca 30 miljarder kronor. Hittills i år har knappt 25 miljarder kronor tagits upp i valutalån. Merparten har tagits upp i dollar på löptiderna 3 och 7 år.

Under 2003 förfaller valutalån och valutaappar för 41 miljarder kronor, vilket är 12 miljarder kronor mindre jämfört med 2002. Under antagande om en amorteringstakt på 25 miljarder kronor blir valutaupplåningen 22 miljarder kronor nästa år, dvs. 30 miljarder kronor mindre jämfört med 2002.

Mot bakgrund av nuvarande prisbild och djup i marknaden bedömer RGK att utrymmet för den totala omfattningen av ränteswappar även nästa år bör begränsas till ca 25 miljarder kronor. Om marknadsförhållandena ändras kan emellertid den faktiska omfattningen avvika från denna uppskattning.

Fördelningen av valutaupplåningen mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning kommer att bero på räntevillkoren. I detta scenario kommer ca 15 miljarder kronor att tas upp med kron/swappupplåning och resterande del med direkt valutaupplåning. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika väsentligt från scenariot.

Med ett totalt utrymme för ränteswappar på ca 25 miljarder kronor kan ränteswappar motsvarande ca 10 miljarder kronor utnyttjas för att skapa kort upplåning från obligationsemissionerna (se avsnittet om nettoupplåning med statsskuldväxlar ovan).

Med hänsyn till förfall av swappar och den antagna lånevolymer kommer den utestående stocken av ränteswappar att öka med 5 miljarder kronor i år och med 14 miljarder kronor nästa år. Swapparna genomförs i relativt jämnt takt under året och löptiderna på ränteswappar ska i genomsnitt motsvara durationen på obligationsemissionerna.

#### Valutaamortering (förändring av valutaexponering) mdkr

	2002	2003
Valutalånebehov, brutto	52	22
Riktmärke för valutaupplåningen	-2	-25
Förfall, valutalån <sup>1)</sup>	35	30
Förfall, valutaswappar	18	11
Realiserade valutakursdifferenser	6	6
Övrigt	-5	0
Valutaupplåning, brutto	52	22
Valutaupplåning, brutto <sup>1)</sup>	32	8
Kortfristig valutaupplåning, netto <sup>2)</sup>	-3	-1
Valutaswappar, brutto	23	15

<sup>1)</sup> Direkta valutalån på kapitalmarknaden, avista, värderat till aktuella växelkurser.

<sup>2)</sup> Commercial papers (statsskuldväxlar i utländsk valuta)

Anm. I tabellen redovisas fördelningen på olika skuldslag. Flera poster utgör beräknings- tekniska antaganden snarare än prognoser eller planer.

## Sammanfattning

Nästa år väntas finansieringsbehovet i obligationer och utländsk valuta öka från 85 till 130 miljarder kronor. Ökningen motsvarar det försämrade budgetsaldot, dvs. nettolånebehovet.

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer ökas till 4,5 miljarder kronor per auktionstillfälle från årsskiftet. Sammanlagt ökar obligationsemissionerna med 61 miljarder kronor till 108 miljarder kronor 2003, dvs. mer än vad som motiveras av budgetförsämringen. Det beror främst på att den direkta upplåningen i utländsk valuta minskar.

Från årsskiftet kommer Riksgäldskontorets auktioner, på förslag från återförsäljarna, att flyttas från klockan 12.30 till 11.00. Resultatet vid de nominella auktionerna kommer att meddelas 10 minuter efter det att auktionen stänger, istället för som tidigare 15 minuter.

Mot bakgrund av en starkare efterfrågan bedömer RGK att realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt fortsättningsvis kan emitteras. Auktionerna kommer att ske i de fyra utestående kuponglånen, företrädesvis i de tre längsta.

RGK utgår från att amorteringarna på valutaskulden kan återupptas nästa år. Det innebär att valutaupplåningen begränsas till 22 miljarder kronor. I storleksordningen en tredjedel av denna upplåning bedöms kunna tas upp i direkt valutaupplåning. Baserat på regeringens beslut om valutaamorteringar, som meddelas senast den 15 november, kommer RGK:s styrelse att besluta om den närmare inriktningen av valutaamorteringar i mitten av december.

Riksgäldskontorets närvaro på ränteswappmarknaden har i år begränsats till 25 miljarder kronor. Under nuvarande marknadsförhållanden bedöms omfattningen bli i samma storleksordning även nästa år.

## Så finansieras statsskulden

**Målet för statsskuldspolitiken är att minimera de långsiktiga kostnaderna för upplåning och förvaltning av statsskulden med beaktande av risk. I praktiken beror kostnader och risker främst på hur Riksgäldskontoret fördelar statsskulden på olika löptider, svensk eller utländsk valuta och nominell respektive real upplåning. Här redogörs översiktligt för hur finansieringen av statens budgetunderskott och förfallande lån fördelas på olika låneinstrument.**

### Nettolånebehov och finansiering

Tre gånger per år en publicerar Riksgäldskontoret (RGK) prognoser för finansieringsbehovets omfattning och fördelning på låneinstrument. Prognosen för finansieringsbehovet baseras på en prognos för statens *nettolånebehov*. Enligt budgetlagen är nettolånebehovet definitionsmässigt lika med budgetunderskottet, dvs. nettot av statens kassamässiga utgifter och inkomster. I RGK:s redovisning av underskottet delas det upp i räntebetalningar och nettot av övriga kassaflöden (det primära saldot). Därtill kommer nettot av RGK:s in- och utlåning till bl.a. statliga myndigheter.

När ett lån förfaller betalar staten ut lånat belopp till långivaren. Utbetalningen måste också finansieras. *Finansieringsbehovet* eller bruttolånebehovet blir således summan av nettolånebehov och förfallande lån (refinansieringsbehovet). Finansieringsbehovet beror således på budgetunderskottet och hur ofta den utestående skulden behöver refinansieras. Ju kortare löptid desto oftare måste skulden refinansieras och desto större blir refinansieringsbehovet.

$$\text{Finansiering (bruttolånebehov)} = \text{Nettolånebehov} + \text{Förfallande obligationslån}$$

Riksgäldskontoret brukar publicera netto- och bruttolånebehovet för kalenderår. Med denna periodicitet är det motiverat att endast inkludera förfallande lån med längre löptid än ett år. Finansieringsbehovet för ett kalenderår avser således inte förfall av kortfristig finansiering som rullas under året. I princip tas endast hänsyn till förfallande statsobligationer och valutalån med ursprungliga löptider på mer än ett år.<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Byten av statsobligationer med kort återstående löptid mot statsskuldväxlar innebär att den utestående obligationsstocken minskar samtidigt som betalningen i praktiken görs året efter, när växeln förfaller. För att förenkla framställningen redovisas sådana byten på samma sätt som förfall, dvs. som ett refinansieringsbehov i obligationer.

### Upplåningen

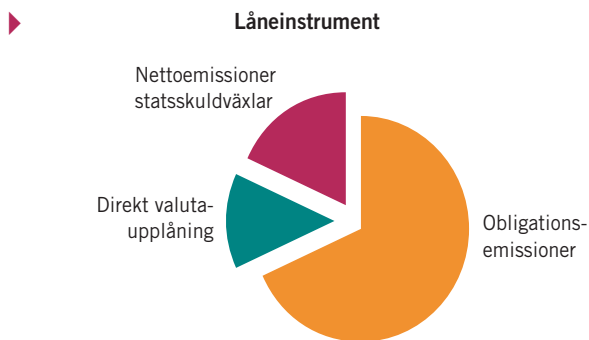
Riksgäldskontoret finansierar budgetunderskott och förfallande lån genom att emittera räntebärande värdepapper (statspapper) utställda i kronor eller utländsk valuta. De vanligaste statspapperen är *statsobligationer*, med längre löptid än ett år, och *statsskuldväxlar*, vanligen med kortare löptid än ett år. Den huvudsakliga upplåningen görs i kronor. RGK kan även emittera i andra valutor. Staten lånar dessutom på dagslånemarknaden med hjälp av banklån (deposits) eller med återköpsavtal (repors) samt direkt från hushåll med hjälp av premieobligationer och RiksgäldSpar (kontosparande). Statsobligationer ges ut både i den traditionella nominella versionen och med inflationsskydd - *realobligationer*.

### Låneinstrument och exponering

För att beskriva upplåningens huvuddrag kan vi något förenklat utgå från tre finansieringskällor: *statsobligationer* (reala och nominella), *statsskuldväxlar* och *valutaupplåning*. Bidragen från finansieringen med statsskuldväxlar och valutaupplåning med kortare löptid räknas som förändring av utestående skuldstock, dvs. nettofinansiering. I annat fall skulle den rullande refinansieringen av t.ex. statsskuldväxlar under året inkluderas.

De riktlinjer för statsskuldspolitiken som beslutas av regeringen och konkretiseras av Riksgäldskontorets styrelse gäller bl.a. fördelningen av statens exponering mellan olika skuldslag, valutaupplåning som ges av amorteringstakten, inriktningen av realobligationsupplåningen och kronupplåningen, samt den nominella skuldens löptid (som anges som en duration). Riktlinjerna behöver emellertid inte uppnås genom en viss fördelning av upplåningen mellan skuldslagen. Den kan även uppnås genom att använda derivat.

I stället för att emittera en statsskuldväxel kan Riksgäldskontoret emittera obligationer och förkorta löptiden i exponeringstermer med en ränteswapp. Med en ränteswapp byts den fasta räntan mot en kort. Då skapas en s.k. syntetisk FRN (Floating Rate Note), dvs. en obligation med rörlig ränta.

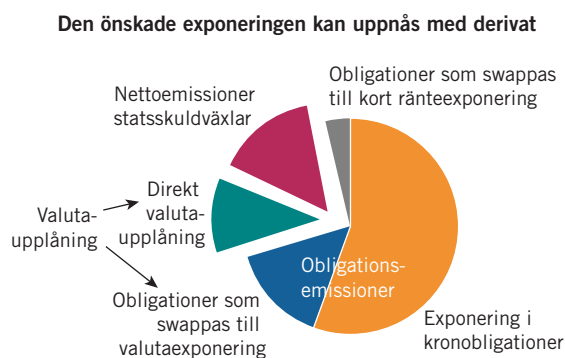


Valutaupplåning kan i princip tas upp i vilken valuta som helst eftersom det finns möjlighet att i efterhand byta exponeringsvaluta med hjälp av en valutaswapp (köp av utländsk valuta initialt och köp av kronor då swappen förfaller). Stora lån har tagits upp i t.ex. japanska yen som sedan omvandlats till exponering i bl.a. euro med hjälp av derivat. På samma sätt kan RGK låna i kronor (genom att ge ut en statsobligation) och sedan swappa valutaexponeringen till euro. Det ursprungliga lånet finns kvar men exponeringen blir i utländsk valuta. Denna metod att ta upp valutaupplåning brukar kallas *kron/swappupplåning*.

Principen illustreras i vidstående diagram. En del av obligationsemissionerna swappas till utländsk valuta och utgör tillsammans med direktupplåning i utländsk valuta Riksgäldskontorets totala valutaupplåning. En del av emissionerna kan swappas till kort räntexponering och utgör tillsammans med nettoemissionerna av statsskuldväxlar RGK:s totala upplåning med kort räntexponering. Riktvärden för den genomsnittliga löptiden och valutaupplåningen (som följer av amorteringsbeslutet) kan alltså uppnås via derivatransaktioner (t.ex. ränte- och valutaswappar). Den utestående stocken av t.ex. statsobligationer blir således större än statens exponering i kronor med lång löptid om swappar används.

## Valutaupplåningen

*Valutaupplåningens* storlek bestäms av regeringens årliga riktvärde för amorteringstakten (valutaupplåning i nettotermer). Inom ramen för den flexibilitet som regeringen ger RGK bestämmer styrelsen hur mycket som skall amorteras uttryckt i årstakt. Förfallande valutalån har på senare år varit större än målet för amorteringarna. Det innebär att en del av den förfallande valutaskulden måste refinansieras. Det är denna refinansiering under ett år som utgör Riksgäldskontorets valutaupplåning (i bruttotermerna).



$$\text{Valutaupplåning} = \text{Förfallande valutalån} - \text{Amorteringar}$$

Ett viktigt steg i en prognos av finansieringsbehovet är att avgöra hur valutaupplåningen ska fördelas mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning. Kron/swappupplåning innebär i ett första steg att RGK emitterar statsobligationer. Ju större direkt valutaupplåning, desto mindre upplåningsbehov i kronor och ju större kron/swappupplåning desto större upplåningsbehov i kronor (obligationer).

Eftersom Riksgäldskontoret är en stor aktör på swappmarknaden finns det anledning att bedöma vilken totalvolym RGK bör göra under ett år. Omfattningen beror bl.a. på skillnaden mellan räntan på statsobligationer och swappräntan på samma löptid, swappspreaden, och marknadens djup. Om marknaden är tunn finns det risk för att RGK driver ned swappräntan.

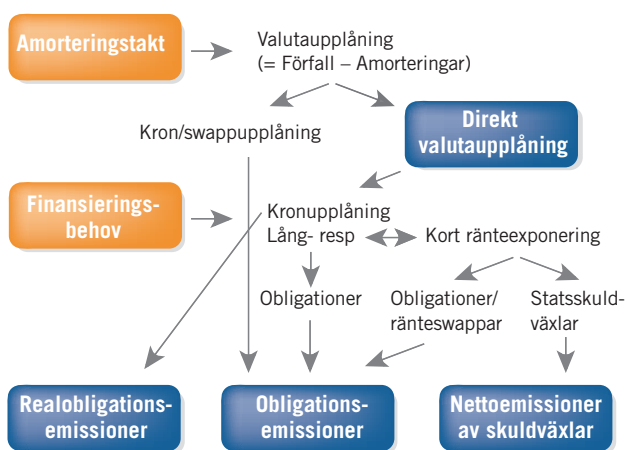
Givet en viss totalvolym för swapparna fördelas användningen av ränteswappar mellan valutaupplåningen och som substitut för statsskuldväxlar. Valutaupplåningens fördelning mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåningen beror således inte enbart på de relativa kostnaderna mellan de båda låneformerna, utan också på eventuella vinster av att använda swappar för att uppnå kort räntexponering. Om t.ex. villkoren för direkt valutaupplåning är goda kan det finnas skäl att använda ränteswappar för att ta upp kortfristig upplåning i stället för som ett led i valutaupplåningen.

Riksgäldskontorets valutaskuld fördelas mellan de valutor som ingår i ett riktmärke för valutaexponeringen.<sup>2)</sup> Valutariktmärket styr emellertid inte upplåningens fördelning på olika valutor. Efter att lånen tagits upp kan exponeringen justeras med derivat. Detsamma gäller löptiden. Lån kan tas upp på i princip vilken löptid som helst och justeras i efterhand med derivat. Det betyder att Riksgäldskontoret kan ge ut lån i de valutor och löptider som ger de lägsta kostnaderna (inklusive kostnaderna för de derivatransaktioner som krävs för att uppnå den exponering som ges av valutabenchmark).

<sup>2)</sup> Valutasammansättningen i valutabenchmark är 60 % euro, 19 % USD, 9 % CHF, 8 % GBP och 4 % JPY.

Låneformerna kan delas in i *kapitalmarknadsupplåning*, som omfattar publika lån och privatplaceringar, och statsskuldväxlar i utländsk valuta, egentligen *Commercial Papers* (CP). På samma sätt som upplåningen i svenska kronor anges finansieringsplanerna som lånebehov på kapitalmarknadsupplåningen och som nettoförändringar i lånestocken för CP. Commercial Papers ger flexibilitet i valutaupplåningen genom att skuldstocken kan rullas över tiden och ersättas med kapitalmarknadsupplåningen vid gynnsamma tillfällen.

#### Principskiss över de olika stegen i prognosen av finansieringen



## Upplåning i kronor

Behovet av kronupplåning beror på nettolånebehovet och hur mycket av det totala finansieringsbehovet som täcks av direkt valutaupplåning. Den totala kronupplåningen blir lika med det bruttolånebehov som inte tillgodoses av direkt upplåning i utländsk valuta. Återstående valutaupplåning, dvs. kron/valutaswappar, utgör

en del av upplåningen i statsobligationer, eftersom det första steget i en sådan transaktion är att ge ut kronobligationer.

*Realobligationer* är en viktig del av kronupplåningen. Inriktningen är att öka andelen realupplåning i statsskulden. Ökningstakten beror emellertid på marknadsutvecklingen och inte primärt på finansieringsbehovet. RGK anger i denna rapport en bedömning av årstakten. Realupplåningen ligger vid sidan av målet för durationen (löptiden). Realupplåningens storlek och den direkta valutaupplåningens storlek föregår alltså beräkningen av hur mycket som ska finansieras med statsobligationer respektive statsskuldväxlar.

Givet omfattningen av kron/swappupplåning, som i ett första steg innebär att RGK emitterar statsobligationer, och realobligationer, fördelas resterande kronupplåning mellan statsskuldväxlar och nominella statsobligationer.

## Fördelning på olika löptider

Det nuvarande durationsmålet på 2,7 år är uppdelat på ett mål på 2,3 år för valutaskulden och 2,9 år för den nominella kronskulden. Fördelningen av kronupplåningen på olika löptider styrs därmed av durationsmålet på 2,9 år. Notera att realobligationerna inte ingår i målet för durationen. Durationen är ett mått på skuldens varaktighet, dvs. efter hur lång tid skulden i genomsnitt ska refinansieras. Måttet tar hänsyn till tidpunkten för kassaflöden och räntenivå.

Durationsmålet för den nominella kronskulden styr fördelning av upplåningen mellan kort upplåning och statsobligationer så att den prognostiserade utvecklingen av skuldens duration fluktuerar kring 2,9 år över tiden. Den korta upplåningen utgörs av nettofinansiering med statsskuldväxlar eller emissioner av statsobli-

## Beslutsprocessen

De övergripande statsskuldspolitiska besluten tas av regeringen i form av årliga riktlinjer för det kommande året. Riktlinjerna, som beslutas senast den 15 november, innehåller också en inriktning för de efterföljande två åren. Regeringens beslut baseras på ett förslag från Riksgäldskontoret som även sänds på remiss till Riksbanken. Förslaget publiceras senast den 1 oktober.

Riktlinjerna avser bl.a. fördelningen mellan de viktigaste skuldslagen nominell kronskuld, real kronskuld och valutaskuld. Beslutet om valutaskulden tas som ett riktvärde för amorteringarna på valutaskulden

under ett kalenderår med ett intervall som RGK kan utnyttja för sänka kostnaderna i förvaltningen. Regeringen anger också ett mål för durationen (löptiden) i den nominella skulden. Målet anger en avvägning mellan lånekostnaderna, som normalt är lägre vid korta löptider, och ränteomsättningsrisken, som är större vid korta löptider.

Riksgäldskontorets styrelse fattar sedan beslut om operativa riktlinjer för verksamheten inom ramarna för regeringens riktlinjer. Exempel på sådana är årstakten för amorteringarna, durationen i den nominella kron- respektive valutaskulden, benchmark för valutaskuldens fördelning och limiter för aktiv förvaltning av valutaskulden. ▶

- ▶ gationer som swappas till kort ränteeponering. Ränteswappar påverkar durationen oavsett om de görs för att ersätta statsskuldväxlar eller som ett led i att skapa utländsk valutaexponering (som en del av valutaupplåningen). Durationen beräknas på samtliga statsobligationer, oavsett om de swappas.

Det faktiska durationsutfallet varierar sedan beroende på kassaflöden som uppkommer till följd av större in- och utbetalningar, säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet med åtföljande variationer i emissioner av statsskuldväxlar och förändringar i räntenivån. För att hantera sådana variationer tillåts durationen fluktuera uppåt och nedåt med högst 0,3 år. Riksgäldskontoret vidtar således inga åtgärder för att kortsiktigt justera durationen. Låneplaneringen utformas emellertid så att målet alltid uppnås över tiden. Eftersom durationen tillåts fluktuera kring 2,9 år är det möjligt att låta obligationsupplåningen motsvara upplåningsbehovet på något längre sikt, åtminstone något år framåt i tiden. På så sätt undviks snabba kast i emissionsvolymerna.

Durationen förkortas över tiden om detta inte justeras via upplåningen. Det innebär att de utestående obligationslånen över avkastningskurvan behöver kompletteras med lån med längre löptider. Nya lån ges normalt ut med 10 års löptid. På så sätt upprätthålls också durationsmålet.

En förenklad beräkning visar att durationen för den nominella kronskulden minskar med ca 0,4 år efter ett år om den utestående stocken av statsobligationer är oförändrad och den korta skuldstocken (huvudsakligen statsskuldväxlar) hela tiden refinansieras. Durationen i obligationsupplåningen måste då vara så lång att durationen i hela kronskulden förlängs med 0,4 år. Vid en obligationsupplåning på exempelvis 100 miljarder kronor innebär det att de emitterade lånen ska ha en genomsnittlig löptid på ca 7 år.

## Finansiering och statsskuld

Statens nettolånebehov ökar statsskulden med samma belopp. Ofta uppstår dock skillnader mellan förändringen av statsskulden och nettolånebehovet. Nedan ges två viktiga exempel.

Kronans växelkurs påverkar valutaskulden mätt i kronor. Däremot påverkas lånebehovet av växelkursförändringen först när det uppstår realiserade valutakursvinster eller valutakursförluster. Orealiserade förändringar av valutaskuldens marknadsvärde i kronor påverkar emellertid inte fördelningen av upplåningen på olika instrument eftersom styrningen av valutaupplåningen inte beror på andelen utan baseras på regeringens riktlinjer för amorteringstakten uttryckt i kronor.

Förändringar av statsskulden till följd av överföring-

ar av statspapper påverkar statsskulden. Under 2001 överfördes statsobligationer för 69 miljarder kronor från AP-fonderna och 20 miljarder kronor från Riksbanken. Obligationsstocken minskade med samma belopp, vilket allt annat lika förkortade durationen. Durationsförkortningen fick motverkas av en större andel statsobligationer i upplåningen.

## Likviditetshantering

Riksgäldskontorets kortfristiga finansiering med likviditetsväxlar, banklån (deposits) och repor har inte berörts här eftersom ämnet har varit finansieringen av det årliga underskottet. Kassaflöden kring årsskiftet påverkar emellertid omfattningen av den korta finansieringen (inklusive förändringen av statsskuldväxelsstocken) under ett kalenderår på ett ibland något slumpmässigt sätt.

Låneplaneringen görs så att ca 15-20 miljarder av den totala skulden i genomsnitt finansieras på dagslåne marknaden. Refinansiering av denna del tas inte upp i finansieringsbehovet på årsbasis. Den sista december kan emellertid omfattningen av den kortfristiga finansieringen avvika från de antagna 15-20 miljarder kronor till följd av tillfälliga kassarörelser. Om t.ex. staten har ett placeringsbehov på 10 miljarder kronor ett visst år och efterföljande år ett underskott på 30 miljarder kronor på dagslåne marknaden, uppstår en förändring av ställningen mellan de två åren på -40 miljarder kronor. Beloppet registreras då som en ökad kortfristig finansiering på årsbasis. I praktiken blir den kortfristiga finansieringen något av en restpost, snarare än en del av finansieringsprognosen.

*Thomas Olofsson, Upplåningschef*



# Swappar i statsskuldsvärdningen

**Riksgäldskontoret har använt ränte- och valutaswappar i svenska kronor sedan 1996. Hälften av Sveriges nuvarande valutaskuld är finansierad med svenska statsobligationer som swappats till utländsk valuta. Det har sänkt kostnaderna för statsskulden och ökat likviditeten i den svenska statspappersmarknaden. De senaste åren har det blivit allt vanligare att statliga låntagare använder ränteswappar i den egna valutan.**

Riksgäldskontoret (RGK) har idag en utestående stock av ränteswappar i kronor på omkring 170 miljarder kronor (nominellt belopp). Swapparna har hittills uteslutande använts för att skapa valutaexponering. Det som i första hand drivit RGK:s swappaktiviteter är kostnadsbesparingar. Under flera år var det mer kostnadseffektivt att skapa valutaexponering via swappmarknaden än genom direkt kapitalmarknadsupplåning. Detta särskilt som RGK av hanterings- och riskskäl ville minimera användningen av mer komplexa lånestrukturer, som ofta varit den billigaste formen av kapitalmarknadsupplåning. Dessutom har användningen av swappar gjort det möjligt för RGK att upprätthålla emissionsvolymerna på den svenska statsobligationsmarknaden när lånebehovet varit lågt.

## Valutaexponering via swappar

Att skapa valutaexponering via swappmarknaden innebär att man använder den inhemska obligationsmarknaden som finansieringskälla. RGK skapar valutaexponeringen i tre steg. Första steget är att emittera en obligation i svenska kronor. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där RGK mottar fast ränta och betalar rörlig ränta (Stibor). Ränteswappens löptid ligger för det mesta nära löptiden på den obligation som emitterats. Det sista steget är en s.k. basswapp. En basswapp innebär att man byter rörlig ränta i en valuta mot rörlig ränta i en annan valuta. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalningarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna erhåller RGK Stibor, och betalar rörlig ränta i euro, Euribor.

### Transaktioner för att skapa valutaexponering via swappar

Transaktion	Betala	Motta
1. Emittera statsobligation	Obligationränta	
2. Ränteswapp kronor	Stibor	Swappränta
3. Basswapp	Euribor	Stibor
Summa	Euribor	Swappspread

Den swappränta som RGK mottar är högre än obligationsräntan RGK betalar. Skillnaden är den s.k. swapp-

spreaden. Genom att skapa valutaexponering på detta sätt utnyttjar RGK den kostnadsfördel som statliga emittenter har på (framför allt) långa löptider i den egna marknaden.

Notera också att de två rörliga ränteflödena i svenska kronor exakt tar ut varandra. Detta är viktigt eftersom det innebär att ränteswappen i kronor i detta fall inte leder till ökad exponering för korta svenska räntor.

## Volymer och kostnadsbesparingar

Riksgäldskontoret har gjort ränteswappar för mellan 20 och 40 miljarder kronor per år sedan 1996. Swapparnas andel av den totala valutaupplåningen ökades successivt i takt med större kostnadsfördelar och ökad likviditet i swappmarknaden. Under 2000 och 2001 gjordes hela den långfristiga valutaupplåningen via swappar. Sammantaget innebär det att nästan hälften av den nuvarande valutaskulden finansierats i den svenska marknaden.

Kostnaden för valutaupplåning mäts relativt Euribor och uttrycks som ett antal baspunkter under denna ränta. När RGK skapar valutaexponering via swappar blir kostnaden Euribor minus swappspreaden. I genomsnitt har kostnaden för swappbaserad upplåning sedan 1996 därmed varit Euribor minus ca 50 baspunkter. Det ska jämföras med kostnaden för direkt kapitalmarknadsupplåning.

### Volymer och kostnader för kapitalmarknads- och swappbaserad upplåning

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Volymer (mdkr)						
Kapitalmarknad	71	50	36	22		
Swappbaserad	21	21	31	40	24	35
Kostnad relativt Euribor (bps)						
Kapitalmarknad	-13	-22	-8	-3		
Swappbaserad	-31	-32	-52	-60	-66	-47

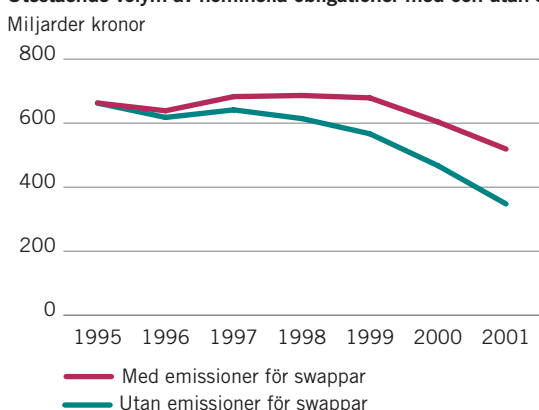
De relativa fördelarna med swappbaserad valutaupplåning var störst under perioden 1998 - 2000. I nuvärdestermerna beräknar RGK att valutaupplåning via swappar inneburit en total besparing på drygt tre miljarder kronor jämfört med kapitalmarknadsupplåning. Man

- ▶ ska dock komma ihåg att valutaupplåning via swappar leder till kreditrisker. Hur dessa hanteras beskrivs längre fram i artikeln.

### Ökad volym statsobligationer

RGK:s swappaktiviteter har gjort det möjligt att ha större emissionsvolym i svenska statsobligationer. Utan swapparna skulle emissionsaktiviteten periodvis ha varit mycket låg, vilket sannolikt hade varit negativt för likviditeten i obligationsmarknaden. Under vissa år gjordes mer än hälften av obligationsemissionerna för att skapa valutaskuld. Om RGK inte skapat valutaexponering via swappar hade den svenska statsobligationsstocken alltså varit betydligt mindre.

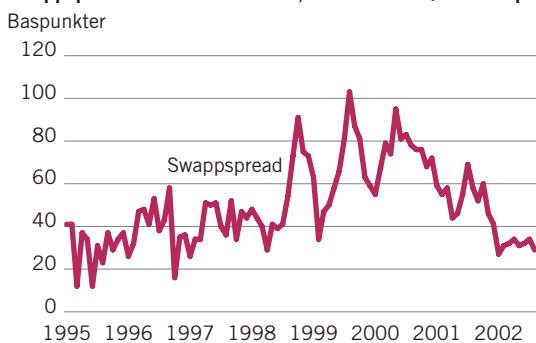
#### Utestående volym av nominella obligationer med och utan swappar



## Swappspreadens utveckling

Hur fördelaktig swappbaserad valutaupplåning är beror direkt på nivån på swappspreaden. Den tioåriga swappspreaden i kronor har de senaste åren varierat kraftigt. Efter att mestadels ha rört sig i intervallet 20 till 50 baspunkter från 1995 till första halvan av 1998 har spreaden vidgats kraftigt vid tre tillfällen: under Asienkrisen 1998, inför millinieskiftet i slutet av 1999 och runt börstoppen i början av 2000. Därefter har swappspreaden successivt fallit till nuvarande nivåer runt 30 baspunkter.

#### Swappspreaden i svenska kronor, 1995–2002 (10 års löptid)



Källa: Ecwin

### Skäl till minskade swappspreadar

En relevant fråga är om RGK:s swappaktiviteter i sig är en förklaring till den minskade swappspreaden. En sådan påverkan kan inte uteslutas, även om det är svårt att se något direkt samband mellan de volymer RGK gjort olika år och nivån på swappspreaden i kronor. Lägre swappspreadar är inte heller ett isolerat svenskt fenomen; även i EMU-området och USA har spreadarna minskat kraftigt.

Swappspreadar i olika valutor påverkas av många faktorer. Bland de faktorer som ofta nämns finns räntenivån, avkastningskurvans lutning, utbudsrelationen mellan statliga och privata emittenter, samt marknadsaktörernas inställning till kreditrisk. När swappspreadarna var som högst var en annan vanlig förklaring att de aktörer som tidigare handlat den typen av spreadar, t.ex. hedgefonder, mer eller mindre försvunnit från marknaden efter LTCM-kraschen 1998. Det faktum att dessa aktörer nu kommit tillbaka kan vara en förklaring till de lägre swappspreadarna.

Det finns också strukturella förklaringar till lägre swappspreadar. Krav på högre kreditbetyg hos dem som deltar i swappmarknaden kombinerat med ökad användning av CSA-avtal (se kreditrisker sid. 20) har lett till en minskad systemrisk i hela swappmarknaden. Det gör att skillnaden mot den riskfria statspappersräntan bör vara lägre. Slutligen måste man också väga in att flera europeiska länder annonserade swappprogram i den egna valutan (euro) under 2001, vilket påverkat relationen mellan utbud och efterfrågan. Sammantaget är förmodligen Sveriges och andra statliga låntagares aktiviteter en av flera strukturella förklaringar till att swappspreadarna minskat under de senaste två åren.

## Swappar i stället för statsskuldväxlar

Ränteswappar kan också användas för att skapa finansiering med kort räntebindningstid. Genom att emittera långa obligationer och göra swappar där RGK mottar fast ränta och betalar rörlig (Stibor), uppnås samma räntexponering som för tre- eller sexmånaders statsskuldväxlar. På detta sätt skulle RGK kunna ersätta en del av emissionerna i statsskuldväxlar. Fortfarande tillgodosgör sig RGK skillnaden mellan swappräntan och obligationsräntan, d.v.s. swappspreaden. Men en del av besparingen försvinner p.g.a. att den rörliga räntan RGK betalar i swappen är högre än räntan på statsskuldväxlar. Skillnaden mellan Stibor och statsskuldväxlar för samma löptid kallas TED-spread.<sup>1</sup> Om swap-

<sup>1</sup> TED-spread betyder "Treasury – Euro Dollar spread" och avser egentligen skillnaden i pris mellan futureskontrakt på amerikanska T-Bills och futureskontrakt på dollartillgångar i banker utanför USA. Förkortningen används ofta för skillnaden mellan depositräntor och statsskuldväxlar.

par används för att skapa kortfristig inhemsk upplåning uppstår alltså en intäkt i form av swappspreaden och en kostnad i form av TED-spreaden. TED-spreaden har de senaste åren för det mesta legat mellan 5 och 40 baspunkter, med ett snitt strax under 20 baspunkter. Med normal swappspread skulle alltså även detta sätt att använda ränteswappar innebära lägre kostnader för statsskulden. Det faktum att swappspreaden är inlöst i och med att man gör affären, medan TED-spreaden varierar, gör dock att den totala besparingen av att göra syntetiska statsskuldväxlar är känd först i efterhand och därmed osäker.

#### Transaktioner för att skapa syntetiska statsskuldväxlar

Transaktion	Betala	Erhåll
1. Emittera statsobligation	Obligationsränta	
2. Ränteswapp kronor	Stibor	Swappränta
3. Minska SSVX-emissioner		SSVX-ränta
Summa	TED-spread (rörlig)	Swappspread (fixerad)

## Valutaskuld eller syntetiska växlar

För en given volym ränteswappar har RGK alltså två alternativ. Antingen används, som i dag, hela volymen till att skapa valutaexponering. Man tjänar då swappspreaden på hela volymen. Alternativt får ränteswapparna ersätta en del av statsskuldväxelupplåningen. Besparingen blir då swappspreaden minus TED-spreaden. I det andra alternativet tillgodoses valutalånebehovet genom kapitalmarknadsupplåning. Direkt kapitalmarknadsupplåning kan också utvärderas i termer av en viss spread mot Euribor. Den totala besparingen i alternativ två blir därför swappspreaden *minus* TED-spreaden, *plus* spreaden på kapitalmarknadsupplåning.

Det som avgör vilket av de två alternativen som är mest fördelaktigt ur kostnadssynpunkt är relationen mellan TED-spreaden och spreaden på kapitalmarknadsupplåning. Om TED-spreaden är större än spreaden på kapitalmarknadsupplåning är det ur strikt kostnadssynpunkt bättre att använda hela swappvolymen till att skapa valutaexponering. Om det omvända gäller bör swapparna användas till att ersätta växelupplåning.

## Praktisk hantering

### Årligt mandat

Riksgäldskontorets handlare har ett årligt mandat att göra en viss volym ränteswappar i svenska kronor. Volymer fastställs utifrån bruttolånebehovet i utländsk valuta, kostnaden jämfört med andra upplåningsformer, samt en bedömning av hur stor volym man kan göra utan att påverka prisbilden i swappmarknaden i allt för hög grad. Bedömningen av marknadsdjupet baseras på tidigare erfarenheter och information från marknaden. Mandatet anger också i stora drag hur den totala volymen ska fördelas över året och på olika löptider.

### Koppling till emissioner

Riksgäldskontorets swappar i svenska kronor har hela tiden gjorts i mer eller mindre nära anslutning till obligationsemissionerna. De första åren var regeln att den genomsnittliga löptiden på swapparna skulle vara ungefär samma som på de obligationer som emitterats under samma år. Under 2001 hade RGK en mycket nära koppling till emissionerna. Swapparna skulle då ha exakt samma förfalldatum som de emitterade obligationerna. Dessutom måste ränteswappen göras inom en tvåveckorsperiod runt emissionsdatumet. Denna koppling var dock för rigid och gjorde det svårt att utnyttja goda marknadstillfällen. RGK har därför gått tillbaka till att ha ungefär samma löptid på swappar och obligationer i genomsnitt över året.

En relevant fråga är om den nära kopplingen till emissionerna är ändamålsenlig. Andra länder som arbetar med ränteswappar i den egna valutan har i allmänhet inte haft denna koppling. Skillnaden beror delvis på vad swapparna används till. RGK har hittills varit ganska ensamt om att använda swapparna för att skapa valutaexponering. Kopplingen bör då vara stark för att besparingen i form av swappspreaden ska vara säkrad. Andra länder har snarare använt swappar för att sänka durationen i den inhemska skulden, vilket leder till lägre kostnader på grund av avkastningskurvans positiva lutning. I de fallen är det inte swappspreaden som är den viktigaste besparingen, och därför är kopplingen till emissioner på samma löptid inte särskilt intressant. Då ska i stället metoden att använda swappar för att sänka durationen vägas mot andra alternativ, t.ex. att emittera mer i korta löptider. ▶

#### Kostnadsjämförelse swappalternativ

Alternativ	Intäkt	Kostnad
1. Syntetiska SSVX plus kapitalmarknadsupplåning	Swappspread (fix) + kapitalmarknadsspread (fix)	TED-spread (rörlig)
2. Swappbaserad valutaupplåning plus vanliga SSVX	Swappspread (fix)	

## ► Kreditrisker

När valutaupplåning skapas via swappar uppstår kreditrisker. Det beror på att den fasta räntan som RGK motar i ränteswappen betalas av ett privat företag. Om räntorna faller stiger marknadsvärdet på swappen, vilket leder till en fordran på motparten. Om motparten går i konkurs kan det leda till en kreditförlust.

RGK hanterar denna typ av kreditrisker genom s.k. CSA-avtal,<sup>2)</sup> som är ett tillägg till standardavtalet på swappmarknaden, kallat ISDA. CSA-avtal innebär att motparterna överför säkerheter i form av kontanter eller värdepapper när marknadsvärdet på swappen ändras. I takt med att volymen swappar ökat har RGK arbetat aktivt för att upprätta CSA-avtal med de största motparterna. Hittills har CSA-avtal tecknats med 12 motparter. CSA-avtal är ett nödvändigt villkor för nya motparter. För befintliga motparter utan CSA-avtal är ambitionen att få CSA-avtal på plats så snart som möjligt.

RGK använder bilaterala CSA-avtal, vilket innebär att RGK också ställer säkerheter om motparten skulle få en fordran på oss. Andra länder, t.ex. Danmark, har valt att använda ensidiga avtal med hänvisning till att statliga låntagare normalt inte utgör någon kreditrisk. Skälet till att RGK ändå använder bilaterala avtal är strävan att vara så marknadskonform som möjligt.

Även med CSA-avtal strävar RGK efter att fördela den totala volymen swappar på flera motparter. Sedan 1999 har den årliga volymen delats upp på 14-15 olika motparter.

## Internationell utblick och frågor för framtiden

De senaste åren har det blivit vanligt att statliga låntagare, framför allt i Europa, använder ränteswappar i den egna valutan. Bland de länder som gör ränteswappar finns Danmark, Nederländerna, Frankrike, Portugal och Canada. En av förklaringarna till den ökade användningen av ränteswappar är att skuldförvaltningsfrågor, t.ex. vilken sammansättning och genomsnittlig löptid skulden ska ha, fått ökad fokus i många länder. Att allt fler länder flyttar statsskulds hanteringen från centralbanker och finansdepartement till fristående skuldkontor (t.ex. Storbritannien och Tyskland) är ett annat utslag av denna utveckling.

Det vanligaste motivet internationellt sett till att använda ränteswappar i den egna valutan är att det möjliggör en separation mellan upplåning och skuldförvaltning. Genom att använda ränteswappar kan långa obligationer prioriteras i emissionerna samtidigt som man kan uppnå en annan önskad duration med hjälp av swappar. Flera länder anser att långa obligationer kom-

binerat med swappar är ett bättre sätt att skapa kort duration än att minska andelen långa obligationer och öka andelen statsskuldväxlar. Fördelarna med den förra varianten är dels att det stärker obligationsmarknadens likviditet och benchmarkstatus, vilket kan antas sänka hela räntenivån, dels att man ofta har en mätbar kostnadsbesparing eftersom swappspreaden i allmänhet är högre än TED-spreaden. Dessutom är statsskuldväxelmarknaden mindre utvecklad än obligationsmarknaden i många länder, vilket gör den mer direkta metoden att sänka durationen svår att genomföra i praktiken.

Man kan alltså förutse en ökad användning av ränteswappar, framför allt i EMU-området. Utvecklingen bromsas dock av att en allt större efterfrågan på att motta fasta swappräntor sätter press på swappspreaderna. Den senaste tidens sämre marknadsvillkor har gjort att en del länder dragit ner på aktiviteten. Frankrike meddelade till exempel i september 2002 att man gör ett tillfälligt uppehåll i det tidigare annonserade swappprogrammet på 80 miljarder EUR under 2002. Även Sveriges nyligen annonserade beslut att ha en jämnare fördelning mellan swappbaserad valutaupplåning och direkt kapitalmarknadsupplåning har sin bakgrund i att kostnadsargumentet för swappbaserad upplåning inte längre är lika starkt.

### Central motparts clearing

Användning av swappar leder till ökade kreditrisker. Som diskuterades ovan kan denna risk effektivt reduceras med CSA-avtal. Att etablera och underhålla CSA-avtal med många motparter tar dock ofta lång tid och kräver stora insatser från interna och externa jurister. CSA-hantering är en tung administrativ process. På senare tid har man därför börjat diskutera central motparts clearing på swappmarknaden. Det skulle innebära att alla transaktioner går genom en central motpart, så att varje aktör endast har exponering på denna motpart. En sådan lösning finns redan för banker som är involverade i swappmarknaden.

*Anders Holmlund, Analyschef*

### Referenser

Piga, G, [2001], Derivatives and Public Debt Management, rapport publicerad av International Securities Market Association (ISMA), Zürich

RGK:s årsredovisningar 1996 – 2001

Agency France Tresor, nätplats: [www.francetresor.gouv.fr](http://www.francetresor.gouv.fr)

<sup>2)</sup> Credit Support Annex

## Elektronisk handel med statspapper

**Elektronisk handel har under de senaste åren förändrat handeln på världens räntemarknader. Den snabbaste utvecklingen har skett på derivatmarknaderna på börser som Liffe och Eurex. Utvecklingen har generellt sett varit snabbast i USA. Men euron har skyndat på utvecklingen i Europa. I Sverige har utvecklingen gått något långsammare. På kort tid har den svenska räntemarknaden ändå lyckats etablera en väl fungerande elektronisk interbankhandel i statsobligationer. Riksgäldskontoret erbjuder också direktförsäljning av statspapper via internet till mindre placerare.**

De första elektroniska systemen för obligationshandel på andrahandsmarknaden var slutna system för interbankhandel. Systemen möjliggjorde en effektivare riskjustering mellan bankerna. Placerare och emittenter var däremot opåverkade. Nästa steg var elektronisk räntehandel mellan banker och deras kunder. Först erbjöd varje bank ett eget system riktat mot sina kunder. De systemen som växer snabbast är de där flera banker erbjuder räntehandel till kunder i samma system, multibank-till-kundsystem.

På primärmarknaden var olika emittenter, framförallt statliga, tidigt ute med system för elektronisk budgivning i auktioner. Det har inneburit att tiden för att genomföra en auktion förkortats avsevärt. De systemen är oftast slutna för ett begränsat antal banker. På senare år har det tillkommit ett flertal icke-statliga emittenter som genomför auktioner i internetbaserade system; antalet deltagare är då vanligtvis större.

Även om den elektroniska handeln utvecklats snabbt, finns det alltså en efterfrågan på traditionell handel över telefon. Fördelarna med en telefonbaserad mäklarmarknad finns framförallt då stora poster ska omsättas.

### Systemöversikt

	Handel mellan bank och kund	Börshandel
Interbankhandel		
Euro MTS	Bondvision	Eurex
Lokala MTS	Tradeweb	Liffe
Saxess	MarketAxess	
E-speed		
Broker Tec		

## Elektronisk interbankhandel i Sverige

I Sverige används aktiehandelssystemet Saxess för elektronisk interbankhandel i statsobligationer. Saxess är utvecklat av OM och togs i drift i maj 2001. I en introduktionsfas handlades endast den 10-åriga benchmar-

kobligationen, men under hösten 2001 introducerades också den 2-åriga och den 5-åriga benchmarkobligationen. I dagsläget handlas således tre statsobligationer elektroniskt.

Handeln mellan bankerna har koncentrerats till de lån som handlas elektroniskt. Jämfört med för ett år sedan har andelen för de tre lånen som handlas elektroniskt ökat från ca 65 procent till ca 85 procent. Eftersom interbankomsättningen utgör en mindre del av den totala avistaomsättningen är den elektroniska delen totalt sett mindre, ca 10 procent.

Viktiga frågor framöver är att förbättra genomlysningen och tillgängligheten, en utveckling som redan skett internationellt. I de internationella systemen visas en del av orderboken i realtid till placerare och andra aktörer. Även andra än marknadsgaranter kan delta. I den vidare utvecklingen av det svenska systemet kommer Riksgäldskontoret att förordna en ökad genomlysning och möjlighet för nya aktörer att delta.

## Elektronisk interbankhandel i Europa

I Europa är den ledande aktören för avistahandel i statsobligationer mellan banker MTS. MTS är en grupp av företag med lokala handelsplatser i respektive land och den centrala handelsplatsen Euro MTS. Uppdelningen mellan Euro MTS och lokala MTS är att de största och mest likvida obligationerna handlas i Euro MTS. För att en obligation ska få handlas i Euro MTS måste den utestående volymen vara minst 5 miljarder euro. I lokala MTS handlas obligationer från det egna landet och de som inte uppfyller kraven för att handla i Euro MTS.

En skillnad jämfört med det svenska Saxess-systemet är att det finns flera olika typer av aktörer som har tillgång till systemet. "European primary dealers" måste ställa priser i åtminstone franska, italienska och tyska obligationer. "Single market dealers" ställer priser i obligationer från ett land och "Dealers" har inget åtagande att ställa priser alls. En dealer är alltså pristagare i

- ▶ marknaden, men har ändå tillgång till samma information som alla andra deltagare.

Andra elektroniska system för handel mellan banker i Europa är främst Broker Tec och E-speed. På avistamarknaden har de en svagare ställning än MTS. Broker Tec och E-speed har inriktat sig mot andra delar av marknaden. Broker Tec har på några år lyckats bygga upp en betydande elektronisk repohandel. En trolig förklaring till att de lyckats väl är att de tillämpar central motpartsclearing, via London Clearing House eller Clearnet, på 8 av de 14 europeiska marknader där de är representerade. Det andra området där Broker Tec är stora är på "basis trading".<sup>1)</sup> Där har också E-speed en stark position. Till skillnad från Broker Tec har E-speed både elektronisk broking och "voice broking". E-speed är den största elektroniska brokern i USA. Broker Tec startades av ett antal banker för att det skulle finnas ett alternativ till E-speed.

## Central motpartsclearing

Central motpartsclearing och anonymitet i handeln är en viktig drivfaktor för utvecklingen av elektronisk handel, åtminstone inom repor och derivatprodukter. Central motpartsclearing är inte lika viktigt i avistahandeln, eftersom motpartsriskerna är mindre. På avistamarknaden i MTS är rutinerna för clearing och avveckling olika beroende på vilket land som emitterat obligationen. Även om rutinerna är olika, och det är inte bara i MTS, finns det en tendens att graden av STP (straight through processing) i systemen ökar. Framförallt kan back office-rutiner effektiviseras. De många olika rutinerna som finns i Europa gör dock att det kan ta tid innan man fullt ut kan dra nytta av de stordriftsfördelar som bör finnas i clearing och avveckling. Det finns undersökningar som tyder på att kostnaden för clearing- och avveckling i Europa är upp till tio gånger så hög som i USA. Elektronisk handel i kombination med effektiv avveckling möjliggör att handeln i långt större utsträckning än idag kan ske med STP.

<sup>1)</sup> Basis trading innebär att man samtidigt handlar ett derivatkontrakt och den underliggande tillgången, t.ex. en future och en obligation.

## Bättre genomlysning

Ökad användning av elektroniska system har inneburit att genomlysningen på marknaden har blivit avsevärt bättre. De stora handelsplatserna är i princip orderdrivna med stora intressen på både köp- och säljsida. De stora bankerna har avancerade "prismotorer" som kontinuerligt räknar fram priser på alla produkter baserat på priser på de mest likvida instrumenten. Utifrån de priserna skickas sedan automatiskt order in till de olika marknadsplatserna. Hos mäklaren länkas priserna från de olika handelsplatserna samman till en sida där det bästa köp- och säljpriset visas. Mäklaren behöver inte bry sig om vilken handelsplats priset kommer ifrån. Mäklaren övervakar marknaden, bedömer åt vilket håll den är på väg och ändrar eventuellt inställningarna i bankens prismotor. I övrigt sköter handeln sig själv. Riskjusteringen kan oftast göras med "futures" på tyska statspapper, vilket också sker automatiskt.

Bra prisinformationen har blivit en självklarhet. Kunder kan se priser i bankernas egna kundsystem, där priserna sätts utifrån samma prismotor som för interbanksystemen. Möjligen kan spreaden vara något större. De kunder som använder multibank-till-kundsystem som Tradeweb eller Bondvision har därigenom tillgång till realtidspriser. Prisinformationen från MTS går att se i realtid via bl.a. Reuters. Tradeweb säljer prisdata på statsobligationer i euro via Telerate. Även Broker Tec har planer på att börja sälja prisdata på statsobligationer i euro.

## Handel mellan bank och kund

Elektronisk handel mellan bank och kund kan delas upp i system där en bank själv driver en handelsplats och handlar med sin egen kundbas, och i system där flera banker gemensamt äger en handelsplats som är öppen för alla kunder, multibank-till-kundsystem.

Under IT-eran startades mängder av handelsplatser på internet. Bankerna ville inte missa tåget och spred därför sina risker genom att vara med i många olika projekt. Sedan dess har det varit en massiv utslagning. Antalet system på marknaden har minskat från ca 70 till en handfull. De multibank-till-kundsystem som vunnit stora marknadsandelar är Tradeweb, Bondvision och MarketAxess. Bland bankernas egna system mot kunder är många uppbyggda i Bloomberg.

## Försök med futures

Den svenska räntemarknaden hade, innan starten för den elektroniska interbankhandeln, i stort sett haft samma struktur sedan 80-talet. Marknadsгарanter ställde bindande tvåvägspriser gentemot varandra i syfte att hantera sin riskspridning. Marknadsгарanterna ställer i sin tur bindande tvåvägspriser gentemot slutplacere via telefon. Normalt sett har också marknadsгарanterna varit återförsäljare till Riksgäldskontoret, vilket bl. a. givet dem exklusiv rätt att bjuda i RGK:s auktioner.

Den svenska räntemarknaden gjorde ett försök att handla elektroniskt redan 1998, men det var då endast

fråga om två derivatkontrakt, s.k. futures. De två kontrakten, ett två- och ett tioårigt, var tänkt att fungera som huvudsakligt instrument för hantering av ränterisk. Tanken var att såväl marknadsгарanter som slutplacere skulle mötas i ett instrument och att likviditeten därmed skulle koncentreras. Intresset var dock för litet. Kontrakten slutade i praktiken att fungera efter mindre än ett år. Istället återuppstod den gamla strukturen med bindande tvåvägspriser på telefon. Det fanns en samsyn bland marknadsaktörerna att det krävdes en effektivisering av marknaden, vilket resulterade i att det inleddes ett arbete med att skapa en elektronisk handelsplattform för statsobligationer.

## Förenklad handel

Multibank-till-kundsystem har förenklat handeln mellan banker och slutkunder. Varje transaktion är en slags auktion där kunden skickar en prisförfrågan på en viss volym till flera olika banker samtidigt. Kunden kan sedan fritt välja det mest fördelaktiga budet. Kunden behöver inte längre ringa varje bank, utan kan i elektronisk form snabbt inhämta bindande priser från flera olika banker och automatiskt göra avslut.

Hittills är Tradeweb mest framgångsrikt inom området. Tradeweb startades i USA men har etablerat en betydande verksamhet också i Europa. Produktutbudet är brett och de har den största handelsvolymen av systemen. Bondvision kommer från en handelsplattform som tidigare hette Bondclick och köptes upp av MTS. Genom Bondvision vill MTS dra nytta av sin ställning i interbankhandeln för statsobligationer i euro och även nå ut till slutkunder. MarketAxess är främst inriktad på företagsobligationer.

En handelsplats som inriktat sig mot en enda produkt, så kallade Commercial Papers (CP), och är stor i USA är Cp-market. Systemet etablerades i juni 2000 och är inriktad främst mot dollarmarknaden. Emissioner av CP sker via internet - direkt från låntagare till placere. Låntagarna är några av världens största företag och placerna utgörs ca 500 institutioner. Omsättningen är i genomsnitt ca 1 miljard dollar per dag. En viktig skillnad mot andra system är att investmentbankerna, mellanhänderna, inte är direkt inblandade. Systemet är istället framtaget gemensamt av de största låntagarna och ett antal investerare. Även på CP-marknaden har Tradeweb en stor del av marknaden men handeln går då via bankerna. Liknande auktionssystem finns även för amerikanska kommunobligationer (MuniAuctions).

## Slutsatser

Elektronisk handel har förenklat och effektiviserat handeln med räntepapper. Handeln har på senare tid koncentrerats till ett fåtal system, samtidigt som trenden mot ökad handel i dessa system är tydlig. På sikt finns stora möjligheter till förenklade rutiner för clearing och settlement.

De elektroniska systemen ger möjlighet att ansluta fler användare till en låg kostnad, vilket gynnar de redan etablerade systemen. Att starta ett nytt konkurrenskraftigt system idag skulle kräva stora investeringar, vilket i dagens konjunkturläge inte är särskilt troligt att någon är beredd att göra. Det mesta talar således för att de system som idag är etablerade även i fortsättningen kommer att dominera den elektriska handeln i räntepapper.

*Tord Arvidsson, Analytiker*

# Marknadsinformation

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

## Statsskulden

### Statsobligationer, utestående volymer, 30 september 2002

#### Nominella obligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Nominellt belopp
			Miljoner kronor
2004-01-15	5,00	1042	63 620
2005-02-09	6,00	1035	63 289
2006-04-20	3,50	1044	61 595
2007-08-15	8,00	1037	58 653
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	50 133
2011-03-15	5,25	1045	45 532
2012-10-08	5,50	1046	40 967
2014-05-05	6,75	1041	46 726

**Summa benchmarks 485 298**

**Icke benchmarks 13 171**

#### Realobligationer

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Utelöpande belopp
			Miljoner kronor
2004-04-01	–	3002	5 658
2008-12-01	4,00	3101	35 195
2014-04-01	–	3001	18 566
2015-12-01	3,50	3105	35 366
2020-12-01	4,00	3102	18 972
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	26 813

**Summa realobligationer 140 573**

**Summa statsobligationer (nominellt och reallt) 639 042**

### Statsskuldväxlar, utestående volymer, 30 september 2002

Förfalldatum	Nominellt belopp
	Miljoner kronor
2002-10-16	17,734
2002-11-20	17,998
2002-12-18	62,479
2003-03-19	57,480
2003-06-18	42,483
2003-09-17	40,852

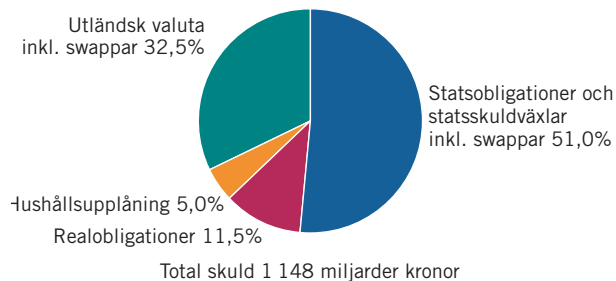
**Summa statsskuldväxlar 239 026**

### Kreditbetyg

	Kronskuld	Valutaskuld
Moodys	Aaa	Aaa
Standard & Poors	AAA	AA+

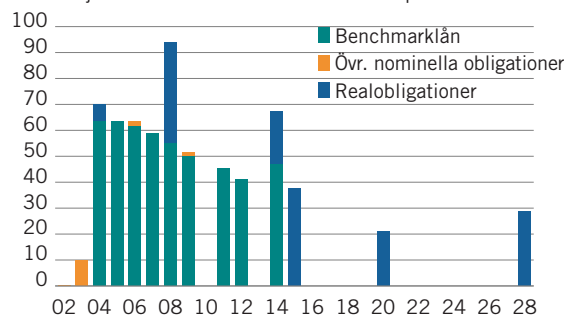
### Skuldsammansättning

30 september 2002



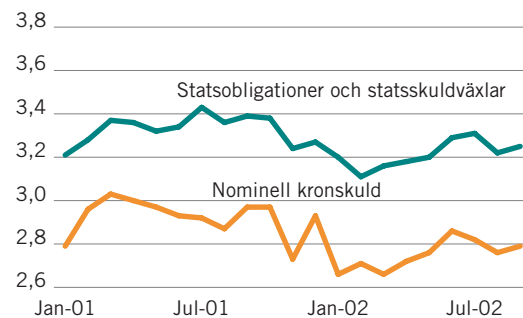
### Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

SEK miljarder 30 september 2002



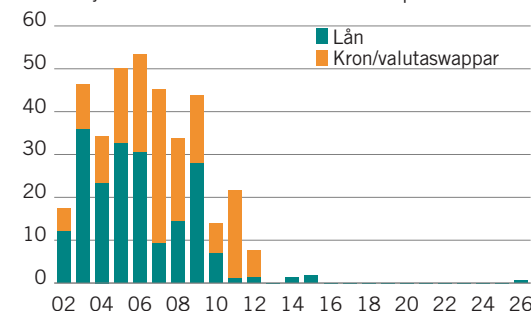
### Nominella kronskuldens duration

År



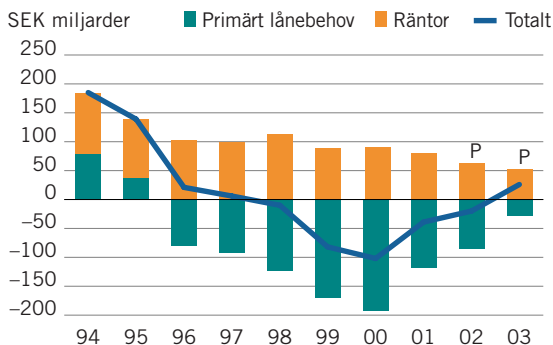
### Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds

SEK miljarder 30 september 2002

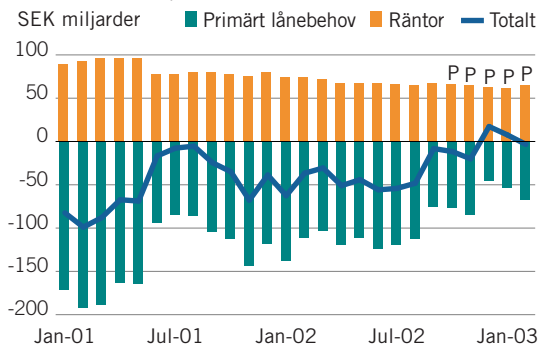




**Statens lånebehov 1994–2003**

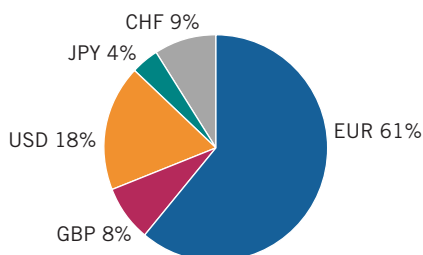


**Statens lånebehov, 12-månaderstal**



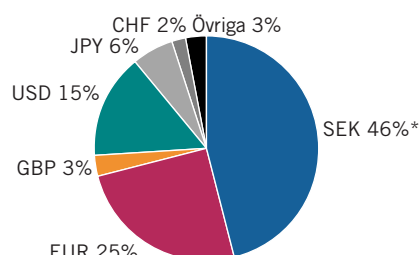
**Valutaskuldens fördelning, exponering alla instrument**

30 september 2002



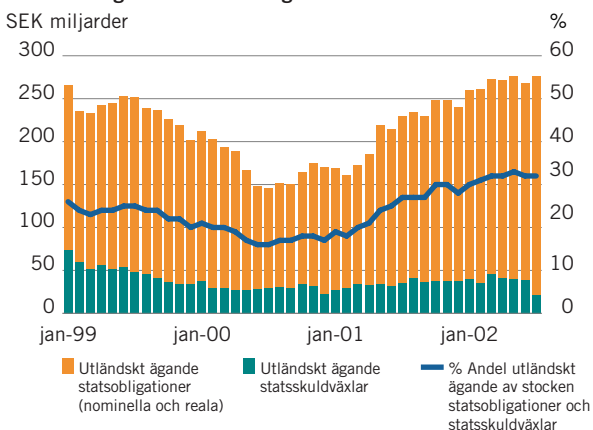
**Finansiering av valutaskulden**

30 september 2002



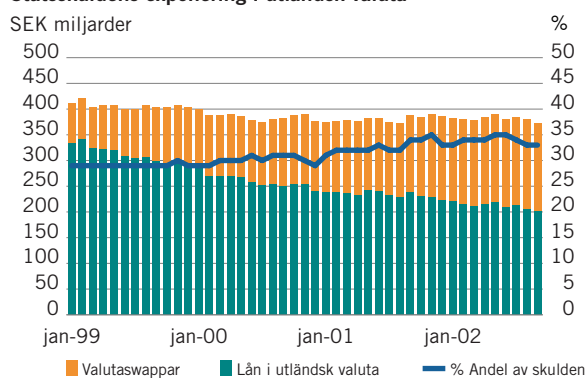
\* Kron/valutaswappar

**Utländskt ägande av statsobligationer och statsskuldväxlar**



Källa: Riksbanken

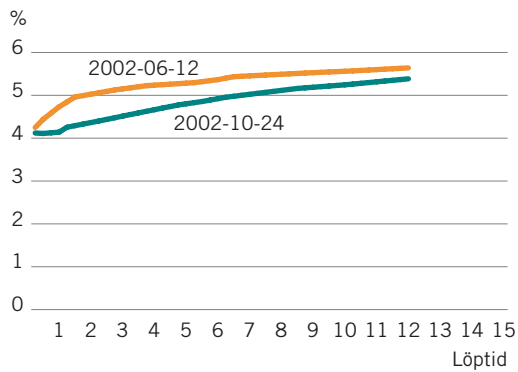
**Statsskuldens exponering i utländsk valuta**



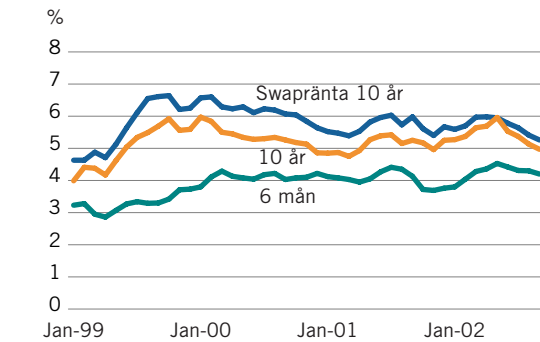
Källa: Riksbanken

**Finansmarknaden** Alla värden t o m 30 september 2002

**Avkastningskurva för svenska statspapper**

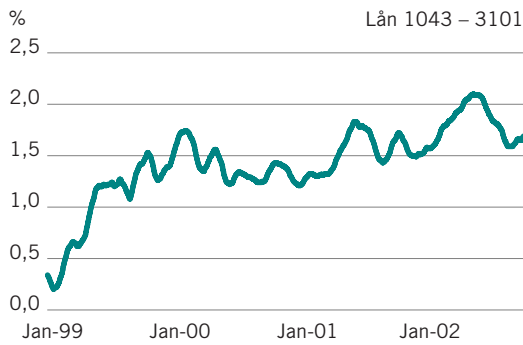


**Ränteutveckling**



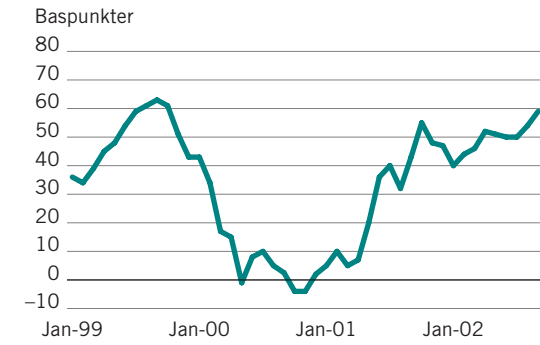
Källa: Ecowin

**Break even-inflation**



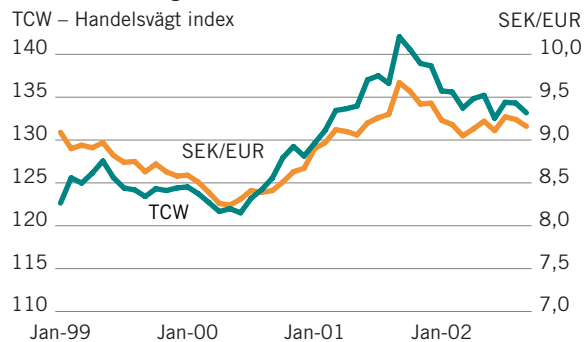
Källa: Ecowin

**Ränteskillnad Tyskland – 10 år**



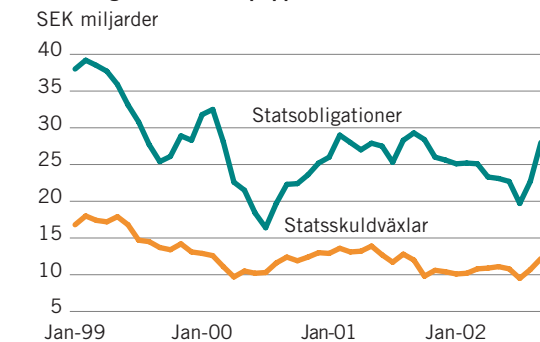
Källa: Ecowin

**Växelkursutveckling**



Källa: Ecowin

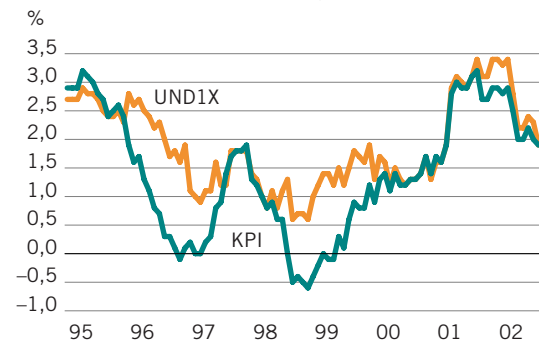
**Omsättning svenska statspapper**



Källa: Riksbanken

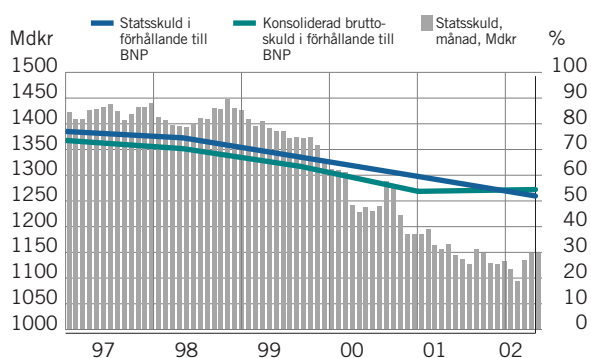
## Svensk ekonomi

## Inflation: UNDIX och KPI i Sverige



Källa: SCB

## Statsskulden 1997–2002



Källa: Riksgäldskontoret, Konjunkturinstitutet

## Nationalräkenskaper

Procentuell förändring							
Utbud och efterfrågan		2001	2002	2003	2004		
BNP <sup>1)</sup>		1,2	1,9	2,7	2,4		
Import av varor och tjänster		-3,9	0,3	8,6	6,8		
Hushållens konsumtionsutgifter		0,2	2,4	2,8	2,4		
Offentliga konsumtionsutgifter		1,4	1,7	0,8	0,6		
Fasta bruttoinvesteringar		1,5	-2,8	5,2	3,6		
Lagerinvesteringar		-0,5	-0,4	0,4	0,1		
Export		-1,4	2,5	6,9	6,7		
Andra indikatorer		Aug-02	Sep-02	2001	2002	2003	2004
KPI, årlig förändring			1,9	2,6	2,4	2,0	2,2
Arbetslöshet			4,2	4,0	4,0	4,1	4,1
Bytesbalans	3,6		3,0	3,6	3,2	3,3	

<sup>1)</sup> 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
SEB	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 19 februari 2003, kl. 9.30.

För mer information:

Lånebehov och statskund: 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](mailto:rgk@rgk.se) • Internet: [www.rgk.se](http://www.rgk.se)