

Statsupplåning

– prognos och analys

2003:2

Statens lånebehov

Årsprognosen för 2003	3
Årsprognosen för 2004	3
Lånebehovet justerat för tillfälliga effekter	5
Månadsprognoser	5
Statsskulden	6

Finansiering

Bruttoupplåning	7
Nominell kronupplåning	7
Realupplåning	9
Valutaupplåning	11
Sammanfattning	12

Aktuellt

Små låntagares upplåning i EMU	13
Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen	16
Statliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk	21
Risker och derivat	25

Marknadsinformation

Statsskulden	28
Auktionsdatum	28
Finansmarknaden	30
Svensk ekonomi	31
Återförsäljare	31

Förord

Riksgäldskontoret ger tre gånger per år ut *Statsupplåning – prognos och analys*. Rapporten spelar en viktig roll i vår verksamhet. Tydlig information om statens lånebehov och finansiering bidrar till att öka förutsägbarheten i statsskuldsförvaltningen. Det kan på sikt minska statens lånekostnader. I rapporten finns också några specialartiklar. Där presenterar Riksgäldskontoret bakgrundsinformation och fördjupade analyser kring verksamheten.

I *Statsupplåning – prognos och analys 2003:2* skriver Riksgäldskontoret att vi räknar med att statens lånebehov ökar 2004. Prognosen ger ett lånebehov på 41 miljarder kronor jämfört med 27 miljarder i år. Under 2003 finns en rad tillfälliga inbetalningar som håller nere lånebehovet. Till exempel gör överkurser vid emissioner, vilka redovisas som ränteintäkter, att räntebetalningarna blir 15 miljarder lägre. Under 2004 minskar överkurserna till 7 miljarder.

Under 2003 ökade Riksgäldskontoret emissionerna av kronobligationer. Nu har skuldstocken anpassats till vårt durationsmål och från och med september i år planerar vi att sänka volymen till fyra miljarder kronor per auktionstillfälle. Emissionerna av realobligationer beräknas fortsätta med totalt 15 miljarder kronor under 2004. Planerna bygger på att vi fortsätter att amortera på valutaskulden med 25 miljarder under 2004. Om det blir ett ja till EMU i folkomröstningen i september kan det finnas skäl att sluta amortera på valutaskulden redan i höst.

EMU är också temat för två artiklar i detta nummer. En handlar om hur Riksgäldskontorets upplåning kan påverkas av ett eventuellt inträde i valutaunionen. Den ska ses som en lägesrapport och inbjudan till diskussion. Den andra beskriver hur några av de mindre euroländerna har valt att hantera sina statsskulder inom EMU. En tredje artikel förklarar hur Riksgäldskontoret minskar motpartsrisiker i statsskuldsförvaltningen genom s.k. CSA-avtal, en teknik för att byta säkerheter mellan parterna i ett derivatkontrakt. Slutligen finns det en artikel om statliga kreditgarantier och om hur reglerna för att beräkna avgifter för garantier bör ändras. Avgiften bör spegla marknadens pris på risk. Ett bra regelverk skulle då bli ännu bättre.

Thomas Franzén
Riksgäldsdirektör

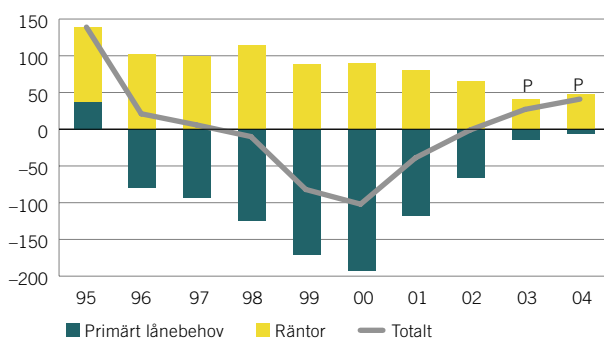


Statens lånebehov

Riksgäldskontorets lånebehovsprognos för 2003 pekar på ett underskott i statens betalningar på 27 miljarder kronor, vilket i princip är oförändrat jämfört med februariprognosen. Lånebehovet beräknas stiga till 41 miljarder kronor 2004. Justerat för tillfälliga effekter förbättras dock statsfinanserna med 10 miljarder kronor mellan åren, främst till följd av växande skattebaser. Detta är ett resultat av att den svenska ekonomin antas utvecklas mer gynnsamt under 2004. En mer utdragen lågkonjunktur kan göra att förbättringen av statsfinanserna nästa år uteblir.

Statens lånebehov 1995–2004

SEK miljarder



Årsprognosen för 2003

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2003 pekar på ett lånebehov på 27 miljarder kronor. Bedömningen är i princip densamma som i februari, då prognosen var 26 miljarder kronor. Lägre lånebehov än väntat under perioden februari till maj gör att helårssiffran är oförändrad trots att vi nu valt att lyfta ur försäljningsinkomster av statliga tillgångar på 5 miljarder.

I prognosen har även tagits hänsyn till de förslag som regeringen presenterade i vårpropositionen bl.a. för att klara utgiftstaken. I Riksgäldskontorets tidigare prognoser hade en post med ospecificerade kassamässiga utgiftsminskningar på 5 miljarder kronor tagits med för att fånga upp åtgärder för att klara utgiftstaket. Denna post har nu sänkts till 2 miljarder kronor som ett resultat av förslag som regeringen lagt fram.

Det primära överskottet (alla statliga betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas till 14 miljarder kronor eller en miljard mer än i februariprognosen. Den underliggande förbättringen är dock 5 miljarder större eftersom utförsäljningsinkomster för detta belopp tagits ur prognosen då Riksgäldskontoret inte längre räknar med några intäkter från utförsäljningar av statliga tillgångar. För månaderna februari till och med maj blev utfallet 8 miljarder högre än väntat. Det högre utfallet förklaras av större kompletteringsinbetalda

skatter samt mindre utbetalningar från ett flertal myndigheter. Även betalningarna till EU har varit mindre än väntat. Löne- och konsumtionsstyrda skatter har hittills utvecklats enligt prognos. De uppmärksammade kostnadsökningarna för sjukförsäkringen har mattats av vilket också Riksgäldskontoret antagit sedan tidigare. Riksgäldskontorets nettoutlåning beräknas till 15 miljarder kronor vilket är oförändrat jämfört med februariprognosen.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas uppgå till 41 miljarder kronor, vilket är 2 miljarder mer än föregående prognos. Den höjda prognosen beror bl.a. på att överkurserna vid emissioner till och med maj månad har varit mindre än beräknat. En utförlig redogörelse av hur överkurserna påverkar räntebetalningarna finns i föregående nummer av denna rapport. Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppsdatum för den aktuella prognosen är den 10 juni 2003.

Årsprognosen för 2004

Riksgäldskontorets prognos för 2004 pekar på att statens betalningar kommer att ge ett underskott på 41 miljarder kronor. Tillväxten i den svenska ekonomin, som varit svag under de senaste åren, antas utvecklas mer gynnsamt under 2004. Trots detta förväntas lånebehovet öka under 2004. Justerat för tillfälliga effekter förbättras dock statsfinanserna med 10 miljarder mellan åren främst till följd av växande skattebaser.

De tillfälliga betalningarna minskar med sammanlagt 25 miljarder kronor. Förfallen av bostadsobligationer minskar med motsvarande 10 miljarder kronor. Vidare förväntas överkurserna minska med 8 miljarder, vilket ökar räntebetalningarna i motsvarande grad. Överkurserna uppstår då vi emitterar obligationslån med en kupongränta som ligger över marknadsräntan.

Skatteintäkterna följer normalt den nominella ekonomiska utvecklingen. Det relativt höga skatteuttaget gör att statsfinanserna påverkas mycket av både upp- och nedgångar. Riksgäldskontoret baserar prognosen på den

► makroekonomiska bild som Konjunkturinstitutet (KI) presenterade i Konjunkturläget i mars. Utsikterna är för närvarande ovanligt osäkra. Återhämtningen i den svenska ekonomin har hittills gått långsammare än förväntat. Det finns därför risk för att konjunkturvändningen låter vänta på sig ytterligare. I nuvarande läge framstår det som mer sannolikt att lånebehovet ska öka jämfört med prognosen än att det ska bli mindre.

Prognoser för lånebehovet och statsskulden sammanfattas i tabellen nedan, där även utfallet för 2002 redovisas.

Statens lånebehov och statsskulden 2002–2004, miljarder kronor

	2002	2003 (prognos)	2004 (prognos)
Primärt lånebehov	-66	-14	-6
Räntor på statsskulden	65	41	47
Lånebehov, netto	-1	27	41
Skuldkorrigeringar	51	0	0
IGN, KAF och PPM	39	-	-
Omvärdering valutalån m.m.	-32	-11	0
Nytt skuldmått*	44	-	-
Kortfristiga placeringar	-2	0	0
Statsskuldens förändring	48	16	41
Statsskulden vid årets slut	1 204	1 220	1 261

* Ett nytt statsskuldmått infördes vid årsskiftet. En detaljerad beskrivning av det nya statsskuldmåttet finns i Statsupplåning 2003:1.

Det primära överskottet beräknas till 6 miljarder kronor, vilket är 8 miljarder lägre än 2003. Konjunkturuppgången gör att konsumtions- och lönebaserade skatter förväntas öka. Det rationaliseringsarbete och de kostnadsminskningar som skett inom näringslivet gör att vinsterna inom företagssektorn förväntas stiga då tillväxten tar fart. Även om ackumulerade förluster gör att detta inte direkt leder till ökade skatteintäkter räknar vi ändå med en viss ökning av inbetalningarna av företagskatt.

Delar av de ökande inbetalningarna balanseras av ökade utbetalningar. De ökade förvärvsinkomstskatterna slussas till största delen vidare till kommunerna. Socialförsäkringssystemets konstruktion gör att pensioner och andra ersättningar i mångt och mycket följer den nominella tillväxten. De statliga utbetalningarna för sjukförsäkringar fortsätter att öka. Ökningstakten avtar dock markant mellan åren. Under 2003 förväntas utbetalningarna för dagersättningen, vilken i huvudsak består av sjukersättning, öka med 7 procent. Utbetalningarna under 2004 förväntas öka med 3 procent. Vidare ökar arealersättningen för 2004 med 4 miljarder kronor jämfört med 2003 beroende på att ersättningen för 2003 betalades ut redan under 2002.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och bolag beräknas uppgå till 19 miljarder kronor. Det är 4 miljarder kronor mer än 2003. Ökningen beror bl.a. på ökad utlåning till infrastrukturprojekt.

Riksgäldskontoret gör inga egna prognoser på huruvida de statliga utgifterna riskerar att överstiga utgiftstaket. Baserat på prognoser från ESV och KI räknar vi dock med att regeringen kommer att göra kassamässiga utgiftsminskningar på 5 miljarder kronor för att klara utgiftstaket under 2004.

Vidare antar vi, precis som för 2003, att det inte kommer att ske några försäljningar av statlig egendom under 2004. Det är 15 miljarder lägre än regeringens bedömning i vårpropositionen, men i linje med erfarenheterna från senare år, då utförsäljningsinkomsterna har uteblivit. Det bör noteras att såväl antagandet om utförsäljningsinkomster som antagandet om kassamässiga utgiftsminskningar för att klara utgiftstaket är osäkra.

Räntebetalningar på statsskulden för 2004 beräknas uppgå till 47 miljarder kronor. Ökningen mellan 2003 och 2004 beror i huvudsak på att överkurserna vid emissioner bedöms minska med 8 miljarder. Räntebetalningarna närmar sig därmed en mer normal nivå, i förhållande till statsskuldens storlek och nuvarande räntenivå. Om en ny långobligation introduceras kommer överkurserna att minska ytterligare, vilket skulle leda till högre räntebetalningar. För mer information se finansieringsavsnittet.

Känslighetsanalys

I alla prognoser finns en osäkerhet. Riksgäldskontoret gör ingen sammantagen osäkerhetsanalys för lånebehovet, men presenterar däremot en partiell analys av vilka effekter på lånebehovet som förändringar av några viktiga makrovariabler har, grovt räknat på ett års sikt. Om man vill göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas.

Känslighetsanalys, miljarder kronor

Ökning med en procent/procentenhet	Effekt på lånebehovet
Lönesumma ¹	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-2
Öppen arbetslöshet	4
Räntenivå i Sverige	3
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

¹ 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

Lånebehovet prognostiseras till 27 miljarder kronor i år och 41 miljarder nästa år. Justerat för tillfälliga betalningar visar beräkningarna ett lånebehov på 45 miljarder kronor i år och 35 miljarder nästa år. Det underliggande lånebehovet minskar därmed med 10 miljarder kronor nästa år trots att det faktiska lånebehovet ökar. Den förväntade konjunkturuppgången är den viktigaste orsaken till att det underliggande lånebehovet minskar nästa år. Tillfälliga betalningar reducerar alltså budgetunderskottet med runt 20 miljarder 2003 medan tillfälliga betalningar nästa år ökar lånebehovet med runt 5 miljarder kronor.

Årets tillfälliga betalningar på 20 miljarder kronor utgörs i huvudsak av förfallande bostadsobligationer motsvarande 13 miljarder, som överförts från AP-fonderna och av kursvinster vid emission på 15 miljarder kronor. I motsatt riktning verkar Riksgäldskontorets nettoutlåning på 12 miljarder kronor varav merparten är studielån. Studielån definieras som tillfällig utbetalning eftersom lånen så småningom beräknas betalas tillbaka till staten. I tabellen nedan redovisas lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar för 2002 – 2004.

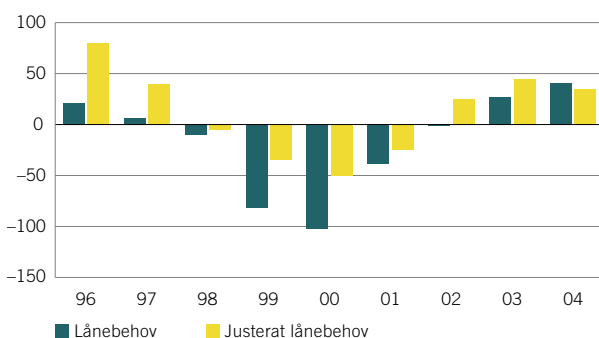
Lånebehov justerat för tillfälliga betalningar, miljarder kronor

	2000	2001	2002	2003	2004
Lånebehov	-102	-39	-1	27	41
Försäljning statlig egendom	76				
Extrautdelning Riksbanken			20		
Överföring från AP-fonderna	45	42	7	13	4
In- och utlåning	-56	-25	-3	-12	-17
Statsskuld räntor	-14	-5	-1	15	7
Övrigt	1	2	-2	3	0
Justerat lånebehov	-50	-25	20	45	35

För 2004 beräknas de tillfälliga utbetalningarna vara större än de tillfälliga inbetalningarna. Totalt räknar vi med att staten måste låna upp 5 miljarder kronor för att finansiera tillfälliga utbetalningar. Under 2004 förfaller bostadsobligationer till ett värde av 4 miljarder kronor och kursvinster vid emission beräknas uppgå till 7 miljarder kronor. De tillfälliga utbetalningarna från Riksgäldskontorets nettoutlåning beräknas uppgå till 17 miljarder kronor.

Redovisat och justerat lånebehov

SEK miljarder



Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett lånebehov på 27 miljarder kronor, samma som Konjunkturinstitutet (KI). Ekonomistyrningsverket (ESV) och regeringen räknar med ett lånebehov på 33 respektive 21 miljarder kronor (se tabell nedan). Justerat för kända skillnader i försäljnings- och räntebetalningarna visar Riksgäldskontorets prognos ett lägre lånebehov än KI, ESV och regeringen. Skillnaderna är dock små. KI redovisade en prognos för statens lånebehov senast i mars, ESV och regeringen i april.

Riksgäldskontorets prognos för 2004 visar på ett lånebehov på 41 miljarder kronor, vilket är högre än såväl regeringen som KI, men lägre än ESV. Rensat för kända skillnader i försäljnings- och räntebetalningarna är lånebehovet 2 respektive 12 miljarder kronor lägre än vad regeringen och ESV prognostiserat, men 10 miljarder högre än KI.

De stora skillnaderna mellan lånebehovsprognoserna för 2004 bör kanske ses utifrån en jämförelse mellan åren. I KI:s prognos beräknas lånebehovet inte förändras alls, vilket är förvånande med hänsyn till bortfallet av tillfälliga inbetalningar 2004. ESV tror på en relativt kraftig försämring av statens finanser, vilket sannolikt förklaras av en annan syn på utgifternas utveckling. ESV räknar med ett överskridande av utgiftstaket på 17 miljarder.¹

¹ Riksgäldskontoret antar, liksom ESV och KI, inga försäljningsinkomster under 2003 och 2004, till skillnad från regeringen som antar att dessa uppgår till 15 miljarder kronor båda åren.

Jämförelse mellan lånebehovsprognoser, miljarder kronor

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	03	04	03	04	03	04	03	04
Primärt lånebehov	-14	-6	-21	-19	-12	-16	-6	6
Räntor på statsskulden	41	47	42	46	39	43	39	47
Lånebehov	27	41	21	27	27	27	33	53

Månadsprognoser

Riksgäldskontoret publicerar årsprognoser tre gånger per år. Samtidigt publiceras månadsprognoser för mellanliggande månader. Mellan ordinarie publiceringar görs revideringar av års- och månadsprognoser endast i undantagsfall. I så fall görs det samtidigt som månadsutfallet för lånebehovet ▶

- presenteras, vilket sker fem arbetsdagar efter varje månads-kifte. Prognosen för lånebehovet i juni 2003 är –2,9 miljard kronor (budgetöverskott), vilket är 1,9 miljard större överskott än föregående prognos. Det stora lånebehovet i augusti förklaras av utbetalningar av överskjutande skatt.

Statens lånebehov 2003, miljarder kronor

	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
Primärt lånebehov	–3,9	–2,8	6,1	–3,2	2,1
Räntor på statsskulden	1,0	0,1	3,2	0,6	0,6
Lånebehov	–2,9	–2,7	9,3	–2,6	–2,7

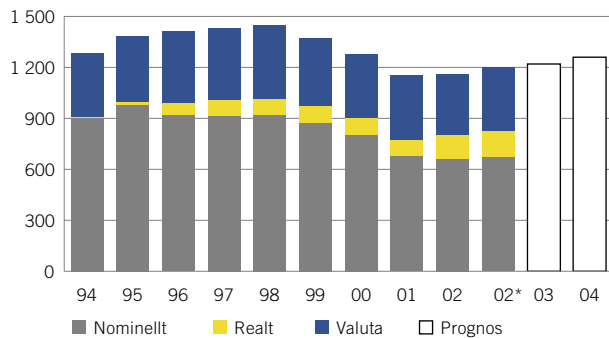
Statsskulden

Statsskulden var vid utgången av maj månad 1 199 miljard kronor, vilket är en minskning sedan årsskiftet med 5 miljard kronor. Omvärdering av valutaskulden till följd av den starkare kronkursen har minskat skulden med 13 miljard kronor. Statsbudgetens saldo har sedan årsskiftet ökat skulden med 6 miljard och övriga skulddispositioner med 2 miljard kronor.

Framöver finns inga andra kända statsskuldspåverkande effekter än statsbudgetens saldo. Statsskulden bedöms därmed öka lika mycket som lånebehovet. Det innebär att statsskulden vid det kommande årsskiftet beräknas uppgå till 1 220 miljard kronor. Vid utgången av 2004 beräknas statsskulden uppgå till 1 261 miljard.

Statsskulden 1994–2004

SEK miljard*



* Ett nytt statsskuldsmått infördes vid årsskiftet 2002–2003. Jämförelserna i texten görs med det nya måttet som markeras med * i diagrammet.

Finansiering

Trots ett ökat finansieringsbehov nästa år planerar Riksgäldskontoret att minska emissionsvolymerna i nominella statsobligationer från 5 till 4 miljarder kronor från och med september. Utan en minskning av obligationsupplåningen skulle målet för skuldens löptid (duration) överskridas. RGK bedömer att det finns förutsättningar att även fortsättningsvis emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Valutaupplåning kommer att minska från 18 till 12 miljarder kronor nästa år.

Bruttoupplåning

Nettolånebehovet beräknas, som framgår av tidigare avsnitt, bli 27 miljarder kronor 2003. Detta är marginellt mer än i föregående prognos. Nettolånebehovet väntas stiga till 41 miljarder kronor nästa år. Riksgäldskontoret behöver dessutom finansiera förfallande obligationslån och uppköp. Bruttolånebehovet, dvs. den sammantagna finansieringen, beräknas bli 127 miljarder kronor i år och 145 miljarder kronor 2004. Av detta planeras 130 respektive 113 miljarder kronor finansieras med obligationsupplåning i kronor och utländsk valuta.

Finansiering 2003 och 2004, miljarder kronor

	2003	2004
Nettolånebehov	27	41
Förändring av kassabehållning ¹	18	6
Förfallande obligationslån, samt byten och uppköp	82	98
Förfall, statsobligationer	10	21
Förfall, valutalån ²	27	25
Uppköp och byten av obligationer till skuldväxlar	45	52
Summa	127	145

	2003	2004
Hushållsupplåning	2	2
Nettofinansiering med statsskuldväxlar ³	-4	31
Obligationssupplåning, brutto	130	113
Utländsk valuta ²	9	6
Realobligationer ⁴	15	15
Nominella statsobligationer ⁵	106	92
Finansiering	127	145

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor.

² Direkta valutalån, avista, värderade till anskaffningskurser

³ Förändring av statsskuldväxelstocken

⁴ Emissionsvolym per auktionsmånad, genomsnitt 1,7 1,7

⁵ Emissionsvolym per auktionstillfälle, genomsnitt 4,6 4,0

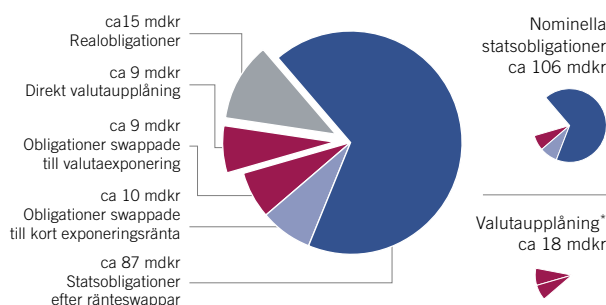
Anm. I tabellen redovisas fördelningen av finansieringsbehovet på olika skuldslag. Flera poster utgör antaganden snarare än prognoser eller planer.

I ovanstående tabell redovisas en bedömning av fördelningen av obligationsupplåningen under 2003 och 2004 på nominella statsobligationer, realobligationer och valutaupplåning samt omfattningen av de swappar som

Riksgäldskontoret beräknar göra för att uppnå målen för duration och valutaamorteringstakt.

Finansiering i obligationer och utländsk valuta, 2003

Totalt 130 miljarder kronor



* Kortfristig valutaupplåning exklusive Commercial paper.

Nominell kronupplåning

Nettoupplåning med statsskuldväxlar

Statsskuldväxelstocken beräknas minska med 4 miljarder kronor under 2003. Statsskuldväxelstockens andel av hela statsskulden minskar därmed något.¹ Andelen under 2002 var något för stor för att ge önskvärd förfalloprofil. Under 2004 ökar stocken med 31 miljarder kronor. För att den nominella kronskulden inte ska få för lång genomsnittlig löptid krävs att upplåningen med statsskuldväxlar ökar.

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta räntebindningstiden.² Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, ger denna upplåningsteknik möjlighet att sänka statens lånekostnader. I och med det begränsade behovet av att använda swappar i valutaupplåningen. Det finns också utrymme för denna teknik. RGK räknar med att ►

¹ I tabellen ovan redovisas även förändring av kassabehållning. Denna post innehåller förändringar i utestående kortfristig finansiering (dvs. instrument för likviditetshantering som likviditetsväxlar, dagslån och repor) som huvudsakligen uppstår till följd av svårprognostiserade 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.

² Se faktarutan om upplåningsinstrument och swappar nästa sida.

Upplåningsinstrument och swappar

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken innebär något för-
enklat att Riksgäldskontoret ska uppnå en viss exponering
i kort- respektive lång upplåning och mellan kronor respek-
tive utländsk valuta (i termer av en viss amorteringstakt av
valutaskulden). Dessa mål kan uppnås genom att fördela
upplåningen mellan statsskuldväxlar, 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 swappmark-
naden 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 beta-
lar rörlig ränta (Stibor). Vinsten i transaktionen är att
låneräntan på obligationen är lägre än den ränta RGK
mottar i ränteswappen (skillnaden kallas swappspread).
Samtidigt betalar RGK en något högre ränta (Stibor) än
statsskuldväxelräntan. 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/swappupp-
låning). 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 räntebetäl-
ningarna 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. Upplånings-
kostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus
swappspreaden.

Valutaupplåning kan således tas upp som upplå-
ning 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 viktiga.

*För en utförlig diskussion om RGK:s användning av swappar,
se Holmlund, A, [2002], "Swappar i statsskuldsvältningen", Stats-
upplåning – Prognos och analys, 2003:3, s. 17–20.*

- ▶ det är kostnadsmässigt motiverat att ca 10 miljarder kronor
av den korta upplåningen tas upp på detta sätt i år och ca
20 miljarder kronor nästa år.

Nominella statsobligationer

Emissionsvolym

Riksgäldskontoret räknar med ett finansieringsbehov i
nominella obligationer på 106 miljarder kronor under inne-
varande år och 92 miljarder kronor 2004.

Emissionsvolymen har stegvis ökats från 2 miljarder
kronor per auktionstillfälle i oktober 2002 till 5 miljarder
från och med emissionen den 12 mars 2003. Ökningen
av emissionsvolymerna speglar det ökade nettolånebehovet
de senaste åren: från överskott på ca 40 miljarder kronor
2001 till ett underskott i år på 27 miljarder kronor.

Samtidigt krävs att fördelningen mellan växel- och
obligationsupplåningen uppfyller målet för durationen på
den nominella kronskulden på 2,9 år. Nettouplåningsbe-
hovet blev oväntat stort i slutet av förra året. Detta finansie-
rades med kortfristig upplåning och statsskuldväxlar vilket
gav en alltför kort duration. För att återställa durationen
krävdes en höjning av emissionsvolymerna till 5 miljarder

kronor samtidigt som statsskuldväxelstocken minskades.
Anpassningen av den nominella kronskuldens samman-
sättning till durationsmålet är nu avklarad, vilket innebär
att obligationsstockens andel inte längre behöver ökas.

Det finns därmed utrymme för en minskning av
emissionsvolymerna vid auktionerna av nominella statso-
bligationer från 5 till 4 miljarder kronor. I låneplanen är en
sådan minskning inlagd från september i år. Med dessa
förutsättningar beräknas durationen vara fortsatt i linje
med målet på 2,9 år under både 2003 och 2004.

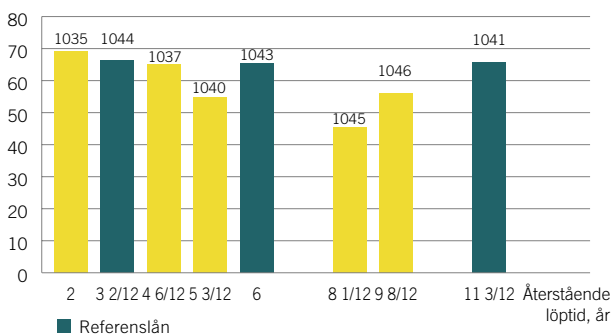
Aktuella lån vid emissionerna

Obligationsupplåningen görs huvudsakligen i de referenslån
med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektro-
niska interbankmarknaden. Dessa lån har därmed vad som
internationellt brukar kallas "on the run"-status.³

³ 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. Ett underliggande
lån i terminkontrakten kommer alltid att vara detsamma som ett referenslån
under kontraktets tre sista månader.

Utestående benchmark

SEK miljarder



Lån 1046, med förfall den 8 oktober 2012, handlas fortfarande som tioårig superbenchmark. Från och med den 13 juni handlas lån 1041 (6,75 %, maj 2014) med en utestående volym på 66 miljarder kronor som tioåring i det elektroniska systemet. Lånet har en löptid på knappt 11 år. Samtidigt har lån 1043 blivit femårigt och lån 1044 tvåårigt referenslån. Riksgäldskontoret har börjat emittera i dessa lån redan tidigare under våren till följd av stark efterfrågan.

Ungefär hälften av emissionerna under hösten planeras att göras i obligationer med tioårig löptid, ungefär en emission per kvartal med tvåårig löptid och resten med femårig löptid. Regelmässigt emitteras den tioåriga obligationen varannan gång. Det finns viss flexibilitet i valet av löptid även om detta emissionsschema normalt följs för att skapa förutsägbarhet för investerare och göra det möjligt att i förväg bilda sig en uppfattning om obligationsstockens utveckling och sammansättning. Auktionskalendern för hösten publiceras, förutom på www.rgk.se och Reuters, även i denna rapport. Slutgiltigt besked om vilka lån som emitteras ges som tidigare en vecka före varje auktion.

Nya obligationslån

Ett nytt femårigt lån beräknas ges ut i början av 2004. Lånet kommer att fylla en lucka mellan lån 1043 (jan 2009) och 1045 (mars 2011). I annat fall skulle det femåriga referenslånet ha blivit allt för kort eller långt under en stor del av nästa år. I början av hösten 2004 planeras ett nytt tioårigt lån att ges ut.

I Statsupplåningsrapporten från februari diskuterades möjligheten att ge ut ett nytt lån med längre löptid än tio år. Lån 1041 med förfall 2014 är nu det längsta lånet, vilket innebär att avkastningskurvan endast sträcker sig ut till tioårssegmentet. Detta begränsar RGK:s möjligheter att använda ett långt lån för att styra durationen med begränsade emissionsvolym. Det begränsar även investerarnas möjligheter att matcha långsiktiga åtaganden på skuldsidan med motsvarande nominella räntetillgångar. En attraktiv konstruktion är att välja samma förfallotidpunkt som för reallånet 3102, dvs. den 1 december 2020. Ett sådant 17-årigt lån skulle underlätta prissättningen av bägge lånen och därmed bidra till likviditeten.

Investerarna verkar vara intresserade av ett 17-årigt lån. RGK planerar dock för närvarande inte att ge ut ett sådant lån. Om finansieringsbehov och marknadsförutsättningar är gynnsamma längre fram kan det bli aktuellt. Osäkra marknadsförutsättningar i samband med folkomröstningen om medlemskap i valutaunionen i september är ett skäl att avvakta.

Ändrad räntekonvention på statsobligationer

Under våren har det förts diskussioner om att anpassa räntekonventionen på svenska obligationer till den standard som råder för EMU-länderna. I praktiken innebär det att man byter från dagens 30E/360-konvention till Act/Act-beräkning för upplupen ränta och kvoterad marknadsränta.⁴

Svenska Fondhandlareföreningens uppfattning är att konventionen bör ändras oavsett om det blir ett ja eller nej till EMU i folkomröstningen. Förändringen bör genomföras stegvis, efter mönster från de flesta nuvarande EMU-länder. Det innebär att konventionen för varje lån ändras på respektive kupongförfalldatum. Förändringen bör ske senast året innan ett eventuellt EMU-inträde, dvs. senast 2005.

Riksgäldskontoret är av samma uppfattning. Frågan avgörs inte av någon enskild men RGK kommer att verka för en sådan ändring. Huvudlinjen är att konventionen ändras på alla statsobligationer, både nominella och reala. Undantag görs för obligationer som betalar sin näst sista kupong under det år konverteringen genomförs, eftersom de då ändå inte kommer att handlas som benchmarks.

Realupplåning

Emissionsvolym

Förutsättningarna för upplåning med realobligationer har varit fortsatt gynnsamma under våren. Ränteskillnaden mellan nominella och reala obligationer har legat i linje med inflationsförväntningar och inflationsmål. Riksgäldskontoret har sedan hösten emitterat ca 15 miljarder kronor i årstakt vilket motsvarar cirka 1,7 miljarder per emissionsmånad. Emissionerna hittills i år summerar till 7,8 miljarder kronor eller i genomsnitt ca 1,6 miljarder per månad.

Realobligationer ger ett unikt inflationsskydd för investerare. Det finns också tecken på att många placerare efterfrågar en större andel realobligationer i sina portföljer. I takt med att marknaden för realobligationer utvecklas finns det skäl att anta att likviditetspremien går ner. Det bör därmed finnas utrymme för en större ränteskillnad mellan nominella och reala obligationer, vilket gör det mer förmånligt för staten att ge ut realobligationer (allt annat lika).

Mot denna bakgrund räknar Riksgäldskontoret med att hålla emissionstakten på 15 miljarder kronor oförändrad. ▶

⁴ Den nuvarande metoden innebär i princip att varje månad antas ha 30 dagar. Act/Act innebär att det faktiska antalet dagar används.

- ▶ Årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning av vad marknadsförhållandena medger. Vid enskilda emissionstillfällen kan volymerna 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.

Avveckling av reallån med kort återstående löptid

Lån 3002, med förfall i april 2004 och en utestående volym på drygt 6 miljarder kronor, har mindre än ett år kvar till förfall. I takt med att lånet blivit kortare har det förlorat i likviditet och prisbildningen har blivit volatil.

Erfarenheterna av hur marknaden för detta lån utvecklats i takt med att löptiden förkortats talar för att Riksgäldskontoret bör ha en tydlig policy för en ordnad avveckling av realobligationer med kort återstående löptid. Riksgäldskontoret erbjuder byten av nominella obligationer mot mer likvida statsskuldväxlar när löptiden blir kortare än ett år. Någon motsvarande policy finns inte för realobligationer, dessutom börjar dessa förlora i likviditet tidigare än nominella.

Lån 3101, med förfall i december 2008, har en relativt stor utestående volym: 35 miljarder kronor. Den återstående löptiden är fortfarande längre än fem år. Men i takt med att lånet blir kortare under de kommande åren finns det anledning att erbjuda de investerare som önskar avveckla sitt innehav ett attraktivt alternativ.

Riksgäldskontoret överväger olika metoder. Vi välkomnar synpunkter. RGK:s tanke är att en maximal volym på 10 miljarder kronor byts mot längre reallån under varje år med början 2004 till och med 2008. Första året, dvs. 2004, skulle möjligen den maximala volymen kunna vara större, t.ex. 15 miljarder kronor. Ett sådant schema skulle innebära att den utestående stocken reduceras i den takt som investerarna vill byta till sig längre realobligationer, men inte snabbare än med 10 miljarder kronor per år. Modellen gör det möjligt för investerare att flytta sina innehav av 3101 till mer likvida lån. Den innebär också att alla som vill byta in 3101 kommer att kunna göra det under perioden 2004 till 2008.

Reala byten

Bytena kan genomföras på olika sätt. Ett alternativ är att Riksgäldskontoret byter in en viss maxvolym av det aktuella lånet mot ett längre reallån i en bytesauktion, på samma sätt som de byten som genomfördes under år 2001 och 2002. En möjlig variant skulle vara att byten kan ske till ett valfritt längre reallån. För att ge alla investerare möjlighet att delta i auktionerna, inte bara de som har lån 3101, kan man först genomföra ett uppköp av lånet och därefter, i en reguljär auktion, erbjuda en eller flera större emissioner.

Riksgäldskontoret har haft en uppköpsfacilitet för mindre belopp av lån 3002 som en del av RGK:s marknadsivård. Faciliteten har utgjort en reservventil för mindre

innehav som investerare haft svårt att göra sig av med på andrahandsmarknaden. Erfarenheterna av denna möjlighet har inte varit odelat positiva. Periodvis har andrahandsmarknaden tenderat att styras av denna facilitet.

Utgångspunkten för en mer ordnad avveckling av korta reallån bör vara att när bytesprogrammet är avslutat så upphör RGK:s åtagande för likviditet och andrahandsmarknad helt och hållet. De som inte deltagit i bytesprogrammet får hålla lånet till förfall eller försöka sälja på andrahandsmarknaden.

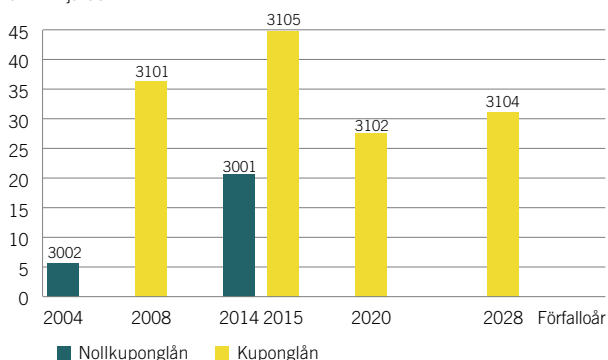
Riksgäldskontoret välkomnar återförsäljare och investerare att komma med synpunkter och förslag till utformning av en avvecklingsplan för korta realobligationer.

Aktuella lån vid emissionerna

Under hösten planerar RGK att hålla realemissioner vid fyra tillfällen, med två auktionsdagar vid varje tillfälle. Den första realemissionen kommer att äga rum den 28 augusti. Under hösten kommer lånen 3105, 3102 och 3104 att vara emissionskandidater (se diagram nedan för information om förfalloår och utestående volymer).

Lån i utestående realobligationer

SEK miljarder



Riksgäldskontoret avser att, vid de tillfällen då efterfrågan bedöms som stark men osäker, fortsätta använda flexibla emissionsvolymen. 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.

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

Stripping av realobligationer

Riksgäldskontoret införde 1999 så kallad stripping för nominella obligationer. Stripping innebär att man delar upp vissa nominella obligationer i kuponger och kapitalbelopp, som sedan kan handlas separat från varandra. Stripping infördes efter internationellt mönster, men intresset i

den svenska marknaden har hittills varit nästan obefintligt. RGK har nu fått förslag att införa strippningsmöjlighet på realobligationer. Genom strippning av realobligationer kan instrument med riktigt lång duration skapas, vilket är intressant för aktörer som vill förlänga sin duration markant. Dessutom kan man hävda att realobligationsmarknaden är mer lämplig för strippning än den nominella marknaden. Alla realobligationslån med kupong har nämligen samma kupongdatum, vilket ökar möjligheterna att använda strippning för mer sofistikerade handelsstrategier.

RGK överväger därför att införa strippning på realobligationer. Samtidigt bör strippning bara införas om det finns efterfrågan på faciliteten. RGK vill därför bjuda in marknadsaktörerna att lämna synpunkter på om och i så fall hur en sådan facilitet ska införas och utformas.

Valutaupplåning

Riksgäldskontoret amorterar för närvarande på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Låneplanen bygger på samma amorteringstakt under 2004.

Upplåningsbehovet utgörs av skillnaden mellan förfallande lån och amorteringstakten. Under 2003 förfaller lån, inklusive valutakursförluster, för motsvarande 43 miljarder kronor. För att uppnå målet för amorteringstakten behöver RGK således ta upp lån motsvarande 17 miljarder kronor i utländsk valuta, 3 miljarder kronor mindre än i februari-prognosen. Det beror på att kronan har blivit starkare.

Under 2004 minskar förfallande lån till 37 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas därmed minska till 12 miljarder kronor.

Valutaupplåning 2003 och 2004, miljarder kronor

	2003	2004
Valutalånebehov, brutto	18	12
Riktmärke för valutaupplåningen	-25	-25
Förfall, valutalån ¹	30	25
Förfall, valutaswappar	10	11
Realiserade valutakursdifferenser	3	1
Valutaupplåning, brutto	18	12
Direkt valutaupplåning ¹	10	6
Kortfristig valutaupplåning, netto ²	-1	0
Valutaswappar, brutto	9	6

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

² Commercial paper (statsskuldväxlar i utländsk valuta)

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

Valutaupplåning kan göras med emissioner av statsobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning) eller med direkt upplåning i utländsk valuta. Fördelningen av valutaupplåningen mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning kommer att bero på vilka räntevillkor som kan uppnås. I det scenario som skisseras här räknar RGK med en direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden motsvarande 10 miljarder kronor 2003. Hittills i år har direkta valutalån motsvarande 6 miljarder kronor tagits upp. I storleksordningen 9 miljarder kronor beräknas tas upp med kron/swappupplåning. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika väsentligt från detta scenario.

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

Valutaupplåningen under kalenderåret som helhet är osäker. I händelse av ett ja till medlemskap i valutaunionen finns det anledning att se över riktlinjerna för statsskuldspolitiken. Vid ett medlemskap blir den del av valutaskulden som är denominerad i euro inhemsk valuta då kronan konverteras till euro. Valutaskulden reduceras då kraftigt. Vid ett ja i folkomröstningen finns det därför argument för att reducera amorteringstakten på valutaskulden under övergångsperioden fram till 2006. Det skulle innebära ett ökat valutalånebehov under perioden. Vid ett medlemskap, men även under övergångsperioden, har staten stor flexibilitet att ändra valutaexponeringen mellan olika valutor till den andel som efter en fördjupad analys kan betraktas som långsiktigt önskvärd.

Med hänsyn till förfall av swappar och den här antagna omfattningen av swappar kommer den utestående stocken ränteswappar att öka med 10 miljarder kronor i år. Swapparna kommer att genomföras i relativt jämn takt under året. Löptiderna på ränteswappar ska i genomsnitt motsvara durationen på obligationsemissioner med en löptid på högst sex år.

▶ Sammanfattning

Den totala obligations- och valutaupplåningen väntas bli 130 miljarder kronor under 2003 och minska till 113 miljarder kronor nästa år, trots en ökning i nettolånebehovet med 14 miljarder kronor. Utan en minskning av obligationsupplåningen skulle målet för skuldens löptid (duration) överskridas. För att undvika detta ökas i stället statsskuldväxelstocken.

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer, givet nuvarande prognosförutsättningar, beräknas kunna sänkas från 5 till 4 miljarder kronor per auktionstillfälle från och med september.

Ett nytt femårigt och ett tioårigt lån planeras att ges ut nästa år. Något nytt lån längre än tio år planeras dock inte för närvarande, men kan bli aktuellt längre fram.

Mot bakgrund av den goda efterfrågan bedömer RGK att realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt kan emitteras. Bedömningen är således oförändrad.

Riksgäldskontoret föreslår en avvecklingsmodell för realobligationer med kort återstående löptid som innebär att högst 10 miljarder kronor per år av lån 3101 får bytas mot längre realobligationer vid de ordinarie auktionstillfällena från och med 2004.

Riksgäldskontorets uppfattning är att räntekonventionen på svenska obligationer ska anpassas till standarden inom euroområdet. Denna ändring bör göras oavsett utgången i folkomröstningen om deltagande i valutaunionen.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Det innebär att valutaupplåningen i år begränsas till 18 och nästa år till 12 miljarder kronor. I storleksordningen hälften av valutaupplåningen bedöms tas upp i direkt valutaupplåning.

Om det blir ett ja till medlemskap i valutaunionen finns det argument för att dra ned amorteringstakten på valutaskulden. Detta innebär att valutaupplåningen skulle behöva ökas.

Riksgäldskontoret räknar med att göra ränteswappar för ca 25 miljarder kronor i årstakt.

Små låntagares upplåning i EMU

Om Sverige går med i valutaunionen kommer förutsättningarna för upplåningen att förändras. Sverige kan dra nytta av de erfarenheter som andra mindre länder har gjort om vi själva kommer med i euroområdet. Riksgäldskontoret har därför studerat hur Belgien, Finland, Nederländerna och Portugal lånar i den Europeiska valutaunionen.

Den europeiska valutaunionen har gjort att konkurrensen bland låntagare under de senaste åren har intensifierats. Det gäller i stor utsträckning små låntagare och kommer därför att påverka Sveriges upplåning vid en framtida anslutning till den europeiska valutaunionen.

I syfte att undersöka hur små länder lånar i den europeiska valutaunionen har Riksgäldskontoret studerat fyra länder. Belgien, Finland, Nederländerna och Portugal är alla exempel på små länder som lånar i den europeiska valutaunionen. Ett antal intressanta slutsatser kan dras:

- Den övergripande strategin är att låna billigt genom att skapa stora likvida lån.
- Det har blivit allt viktigare för låntagare att skapa uppmärksamhet på en stor marknad. Det har lett till ökade resurser på marknadsföring, stora auktioner och ökat fokus på syndikering.
- Små länder koncentrerar sin upplåning till ett fåtal marknader.
- Små länder koncentrerar sin upplåning till ett fåtal instrument. De flesta lånar huvudsakligen i obligationer och statsskuldväxlar.
- För länder med små lånebehov krävs det strategier för att skapa tillräckligt stora förfall varje år.
- MTS är den plattform för elektronisk handel med obligationer som dominerar den europeiska marknaden.

Strategi

De studerade länderna försöker att låna billigt på den europeiska marknaden genom att skapa stora likvida lån. Då det krävs stora volymer i benchmarkobligationerna

på euromarknaden finns det inte utrymme för länderna i undersökningen att även låna opportunistiskt.

När Belgien bygger upp benchmarkobligationer försöker de att emittera åtminstone 10 miljarder euro i lånet. I Finland och Portugal anses 5 miljarder euro vara tillräckligt för en god likviditet. De hävdar att den nödvändiga volymen har minskat de senaste åren, mycket beroende på ökad transparens tack vare elektroniska system.

Då länderna har relativt små lånebehov är man tvungen att koncentrera upplåningen till få instrument. Upplåningen i obligationer dominerar. Ofta är man även tvungen att koncentrera sin upplåning till färre löptider. Finland emitterar t.ex. en ny 10-årig obligation vart annat år. Tanken är att den ska fungera som benchmark i två år.

Den utländska upplåningen har skurits ned efter inträdet i EMU. Idag lånar de flesta medlemsländerna i euro på den europeiska marknaden.

Investerarbasens förändring

Investerarbasen har ökat kraftigt i storlek efter inträdet i den europeiska valutaunionen. För Finlands del har antalet investerare ökat från 20-25 innan EMU till ca 800 efter. Andelen utländska ägare av ländernas obligationer har också ökat avsevärt. Inte minst eftersom antalet utländska återförsäljare ökat.

Andelen utländska bud i auktionerna har ökat kraftigt. Det går ännu inte att se hur stor den totala påverkan från valutaunionen är på det utländska ägandet. Det visar sig först om några år när obligationsstocken speglar hela perioden efter EMU-inträdet. ▶

Skuldfakta

	Belgien	Finland	Nederländerna	Portugal	Sverige
Total skuld (mdr euro)	266	61,3	195,4	81,5	134,6
Skuldkvot (procent av BNP)	105,4	42,7	52,6	58,0	49,8
Spread mot Tyskland (10 år) ¹	0–5 bps	0–5 bps	0–5 bps	10–15 bps	55–60 bps
Nettolånebehov (mdr euro)	2,5	-4,7	4,1	4,5	2,8
Andel kort upplåning %	12	9	13	2	23
Andel utländsk upplåning %	-	8	-	3,5	28,0

¹ Spreadintervall är uppskattat utifrån en Cash Adjusted Spread-metod. För Sveriges del är den durationsjusterad.

De fakta som presenteras i artikeln utgår från besök hos de undersökta ländernas skuldkontor samt från den information som presenteras på deras hemsidor. Artikelförfattarna ansvarar för eventuella brister och fel.

► Innan EMU ägdes ungefär 90 procent av de belgiska statsobligationerna av belgiska investerare medan denna siffra nu är 50 procent. Av de obligationer som nyligen har emitterats är motsvarande siffra 20 procent. Då det utländska ägandet ökar finns ett växande behov av att få en bättre bild av vilka som äger obligationerna. Det behövs bättre och mer tillförlitlig statistik. En ökad andel syndikering av den totala obligationsupplåningen löser till viss del det problemet.

Även det nederländska skuldkontoret (DSTA) anser att de behöver mer kunskap om sina investerare. Andelen inhemskt ägande har gått ner efter inträdet i EMU. Tidigare var denna andel omkring 70–80 procent medan den nu är omkring 50 procent.

Små länder satsar allt mer på att synas

För att skapa fokus i en stor marknad har en del skuldkontor i Europa efter anslutningen i valutaunionen lagt allt mer resurser på att synas. För Belgien har förändringarna inneburit att de satsar mer på marknadsföring. Skuldkontoret har en anställd som enbart arbetar med att möta investerare.

Bilden är dock inte entydig. I Nederländerna låter skuldkontoret återförsäljarna sköta marknadsföringen åt dem. De menar att det inte finns någon anledning att ha egna anställda som arbetar med det som bankerna gör bättre.

För att skapa ett större intresse i marknaden koncentreras auktionerna till ett fåtal tillfällen och stora volymer. Länderna i undersökning håller mellan fem och tio auktioner per år.

Alla länder utom Nederländerna har använt sig av syndikering i upplåningen efter inträdet i den europeiska valutaunionen. Det är särskilt vanligt när nya lån introduceras för att snabbt skapa stor volym och därmed likviditet i lånen.

Auktioner

Auktioner är fortfarande den vanligaste formen att sälja statspapper i EMU. De flesta små länder satsar på att auktionera stora volymer statsobligationer vid få tillfällen. Både Belgien och Nederländerna emitterade 25 omkring miljarder euro i obligationer under 2003. En fördel med att koncentrera auktionerna till ett fåtal tillfällen är att det blir större fokus på auktionerna. Större volymer vid auktionerna gör även att det är mindre risk att en investerare tar hela volymen i auktionerna vilket kan skapa inlåsnings effekter.

I Belgien görs ungefär 60 procent av den totala obligationsupplåningen via auktioner. Statsobligationer auktioneras vid fyra till fem tillfällen per år. En vecka innan obligationsemissionerna har man konferenssamtal med återförsäljare om vilka obligationer som bör emitteras.

Samma dag bestäms även vilka obligationer som man kommer att emittera. Belgien emitterar en femårig och tioårig obligation per gång.

Nederländerna har en tap-lösning för att emittera obligationer. Det är inte en vanlig auktion utan de ställer själva priser i det elektroniska handelssystemet MTS. Återförsäljarna lägger därefter bud tills den auktionerade volymen är såld. Skuldkontoret skiljer sig dock från övriga privata aktörer i MTS då det är frågan om en emission och omfattningen av försäljningen i princip är känd i förväg.

Nederländerna emitterar vid totalt tio tap-tillfällen per år. Tap-tillfället är öppet under 30–60 minuter och man har en variabel volym på mellan 2,5 och 3 miljarder euro per tillfälle.

Syndikering

Syndikering har ökat som upplåningsform i små länder i samband med den europeiska valutaunionen. Syndikering innebär att en grupp av banker tillsammans säljer ett emitterat obligationslån.

Det främsta argumentet är att det innebär större uppmärksamhet i marknaden och att det är ett effektivt sätt att nå en bred investerarbas. Ett annat argument är att man inte behöver lägga lika mycket resurser på marknadsföring.

Med syndikering utnyttjas bankernas specialistkompetens och breda kontaktnät. Mycket stora volymer kan säljas på kort tid. Det betyder att ett nytt lån snabbt får god likviditet och blir spritt bland många investerare, både till antal och geografiskt. Den breda investerarbasen skapar förutsättningar för en mycket låg likviditetspremie och därmed i längden låga upplåningskostnader.

Belgien har efter inträdet i den europeiska valutaunionen använt sig av syndikering i upplåningen. Ungefär 40 procent av obligationsvolymen emitteras via syndikering. Framförallt använder man denna upplåningsform när man introducerar nya lån. I Finland emitteras hela 90 procent av volymen genom syndikering. Portugal emitterar ca 40 procent av målvolymer direkt genom syndikering när ett lån introduceras.

Svårt att kombinera auktioner och syndikering

För att välja ut ledarbanker i en syndikering utgår många länder från en sammanvägd bedömning av marknadsandelar i primär- och sekundärmarknaden. Den kompletteras sedan med en kvalitativ värdering av bankernas insatser och mer diskretionära bedömningar.

Länder med den typen av urvalsprocess har haft problem med överbud i auktionerna. Genom att ta marknadsandelar i auktionerna ökar chansen att få vara med i framtida syndikeringar. Det som återförsäljare bjuder över i auktionerna räknar de därför med att få tillbaka i syndi-

keringen. Problemet är att bara de som ingår i syndikatet får tillbaka sina pengar. Det kan i sin tur leda till att antalet återförsäljare minskar vilket innebär problem för marknaden på sikt.

Nederländerna har valt att inte syndikera av bland annat den anledningen. De menar att nackdelarna med syndikering är så pass stora att de valt att helt avstå från den försäljningsformen.

Nederländerna diskuterar för närvarande en ny modell för att emittera statspapper. Den modell som diskuteras, "Dutch Direct Auction", påminner om en syndikering med den skillnaden att det inte utses några ledarbanker och att skuldkontoret själv håller i orderboken. Alla återförsäljare får skicka in bud för kunders räkning på lika villkor.

Den främsta anledningen till en ny auktionsform är att förbättra möjligheten för Nederländerna att nå en bred investerarbaser. Detta har, som diskuterades ovan, blivit allt viktigare efter inträdet i den europeiska valutaunionen då andelen utländskt ägande och antalet låntagare har ökat.

Strategier för att säkra upplåningen

I takt med att statsskuden har minskat i de undersökta länderna har även lånebehovet minskat. För att skapa stora och likvida lån krävs det att finansieringsbehovet är stort. Annars finns det inte utrymme att emittera sådana volymer som ger likvida lån varje år. För att säkra lånebehovet har länderna olika strategier.

De flesta arbetar med en förfalloprofil för att försäkra sig om tillräckligt stora förfall varje år. Lånen läggs ut så att förfallen fördelas så jämnt som möjligt varje år. I takt med att Nederländernas statsskuld under de senaste åren har sjunkit har lånebehovet minskat. För att säkra upplåningen försöker man att jämna ut förfalloprofilen så att ungefär lika mycket förfaller varje år. Även i Belgien har den strategin blivit allt viktigare.

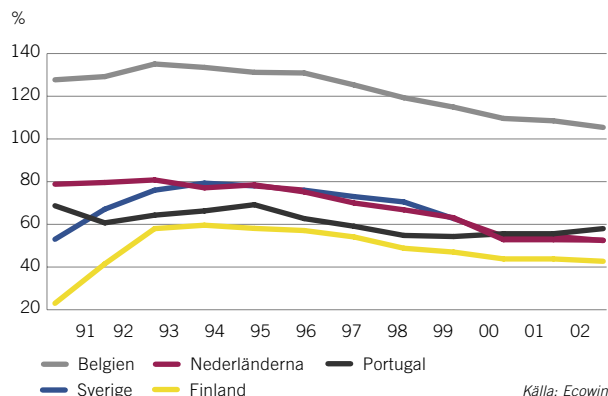
Belgien har ett uppköpsprogram och ett bytesprogram när det gäller obligationer som har tolv månader eller mindre till förfall. Uppköp och byten syftar liksom i andra länder till att jämna ut kassaflöden genom att sprida ut återbetalningen av obligationer. Dessa program kan även användas för att öka likviditeten i benchmarklån genom att det skapar ett finansieringsbehov.

Även de andra länderna har uppköpsprogram för att på så sätt säkra lånebehovet. Som nämnts ovan emitterar Finland en ny tioåring vart annat år. För att jämna ut lånebehovet mellan åren arbetar de mycket aktivt med byten och återköp.

Elektronisk plattform

Den elektroniska plattform som dominerar interbankhandeln i Europa är MTS. Användningen av ett gemensamt elektro-

Statsskuld i procent av BNP



niskt system på den europeiska statspappersmarknaden har lett till att konkurrensen mellan låntagare har skärpts ytterligare. Marknaden blir mer transparent vilket gör det lättare att jämföra olika länder. Investerare kan nu lättare handla statsobligationer från olika länder.

I Euro MTS handlas statsobligationer från länder i valutaunionen som har utestående volymer på över 5 miljarder euro. I de lokala MTS handlas statsobligationer och statsskuldväxlar i de enskilda länderna. En tendens är att mindre länder går ihop och bildar gemensamma elektroniska marknadsplatser. MTS Belgien och MTS Finland har en gemensam marknadsplats i Belgien som heter MTS Associated Markets S.A. I Nederländerna heter marknadsplatsen MTS Amsterdam.

Kort finansiering

Andelen kort finansiering har minskat något i de undersökta länderna efter inträdet i EMU. Anledningen är främst att man är tvungen att koncentrera upplåningen till obligationer för att kunna skapa stora likvida lån. Kort finansiering utgör mellan 10 och 20 procent av den totala upplåningen. Statsskuldväxelmärknaden är framförallt koncentrerad till tre-, sex-, nio- och tolv månadersväxlar.

Penningmarknaden är betydligt mer likvid på den europeiska marknaden om man jämför med länder utanför EMU. Det leder till fler motparter. Inom EMU lånar och placerar skuldkontor också i större utsträckning hos varandra.

I övrigt används den korta finansieringen för att parera fluktuationer i lånebehovet och för att sprida ut förfall jämnare under året.

Eric Morell, analytiker
Thomas Wigren, analytiker

Referenser

Belgian Debt Agency (DSA), <http://www.treasury.fgov.be/interthes/default.htm>
Dutch State Treasury Agency (DSTA), <http://www.dutchstate.nl/>
Finnish State Treasury, <http://www.valtiokonttori.fi/>
Portuguese Government Debt Agency (IGCP), <http://www.igcp.pt/>

Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen

Ett medlemskap i valutaunionen skulle innebära nya utmaningar för Riksgäldskontorets lånestrategi. Upplåning på en stor internationell marknad ställer krav på likviditet och koncentration i upplåningen. Upplåningen vid auktionerna skulle bli större och äga rum mer sällan. Nya låneformer kan komma att behövas.

Ett medlemskap i valutaunionen innebär att Riksgäldskontoret i huvudsak skulle låna utomlands. Den inhemska investerbasen skulle krympa väsentligt. Även om ett medlemskap är aktuellt först 2006 kommer anpassningen till euron att påbörjas redan i höst om det blir ett ja i folkomröstningen. I den här artikeln diskuteras några av de nya förutsättningar som upplåningspolitiken skulle ställas inför.

Ändrade valutarisker

Valutaskulden reduceras

Vid ett medlemskap kommer valutaskulden att krympa. Den del av valutaskulden som är denominerad i euro blir då inhemska valuta och valutarisken försvinner. Redan under övergångstiden fram till medlemskap, med fast växelkurs mot euron inom ERM2, minskar valutariskerna i eurosulden. Vid ett medlemskap, men även under ERM2-fasen, finns också flexibilitet att med hjälp av derivatinstrument snabbt ändra exponeringen mellan euro och andra utländska valutor som dollar och yen. Det blir då möjligt att snabbt anpassa valutaskulden till önskad nivå.

Bredare investerarbas

Investerarna får motsvarande förändring av valutaexponeringen i sina tillgångsportföljer. Valutariskerna i placeringar i europapapper försvinner för svenska placerare då euron blir inhemska valuta. Det finns inte längre något valutariskargument att välja svenska statsobligationer i stället för obligationer utgivna av andra medlemsstater. Detta kommer att påverka svenska placerares portföljsammansättning. Samtidigt kommer utländska placerare med euro som hemvaluta att kunna köpa statspapper utgivna av Riksgäldskontoret utan att ta någon valutarisk.

Ett medlemskap i valutaunionen kommer därmed att medföra anpassningar i svenska och utländska placerares obligationsportföljer. Svenska placerare kommer i större utsträckning att köpa utländska obligationer och tvärt om.

Det finns ingen tillförlitlig statistik över hur stor del av obligationsstocken som i dag ägs av utländska placerare. Riksbanken redovisar en andel på ca 50 procent. Till detta kommer den direkta valutaupplåningen på ca 14 procent.¹ Den utländska investerandelen av hela statsskulden blir därmed ca 40 procent. Sannolikt ger dock Riksbankens

statistik en överdriven bild av hur stor den utländska ägarandelen är.

I mindre euroländer brukar andelen utländska investerare i nyemissioner vara knappt 80 procent. En del av dessa placeringar brukar efter ett tag säljas till inhemska placerare. Baserat på utländska erfarenheter skulle den utländska investerandelen av obligationsstocken i Sverige så småningom, efter att gamla lån ersatts med nya, kunna bli i storleksordningen 75 procent.

Erfarenhetsmässigt finns det således en tendens att inhemska investerare håller en större andel av den inhemska statsobligationsstocken än vad som skulle vara motiverat av den svenska andelen på ca 3,4 procent av den utestående statsobligationsstocken i euro. Denna s.k. hemmabias är sannolikt ännu större när det gäller realobligationer och statsskuldväxlar.

Ökad flexibilitet

Sverige blir en medelstor låntagare på en stor marknad

Förutsatt att Sverige blir medlem i valutaunionen kommer svenska statsobligationer inte att vara referenslån vid prissättning av räntepapper. I stället kommer framför allt den tyska avkastningskurvan att vara referensräntor för svenska och andra medlemsländers ränteinstrument. I dag är avkastningskurvan för statsobligationer referenskurva för räntebildningen i kroninstrument.

Svenska staten kommer som aktör i valutaunionen att låna på en mycket större marknad med en bredare investerarbas jämfört med i dag. Riksgäldskontoret har i dag ett ansvar för att vårda den svenska obligationsmarknaden i och med att vi är den dominerande aktören. Inom valutaunionen blir vi en viktig men relativt sett mindre aktör. Det betyder att flexibiliteten kommer att öka.

Förutsägbarhet kontra flexibilitet

Argumenten är starka för att Riksgäldskontoret ska fortsätta bygga sin upplåningsstrategi på transparens, öppenhet och

¹ En stor del av skulden i utländsk valuta består av kronupplåning som via skuldbytesavtal (swappar) omvandlats till valutaexponering. Totalt är valuta-skulden ca 28 procent av den totala statsskulden uppdelad på 14 procent direkt valutaupplåning och 14 procent skuldbytesavtal.

förutsägbarhet. Upplåningen skulle därmed, liksom i dag, inriktas på att bygga upp stora och likvida benchmarklån för statsobligationer. Argumenten är att det skapar god likviditet samt en bred och stabil investerarbas. Under sådana förutsättningar bör upplåningen kunna ske till lägre kostnader än om upplåningen bedrivs helt flexibelt. Detta är också den policy som kommit att bli dominerande bland mindre statliga låntagare inom euroområdet.

Ett radikalt, men fullt tänkbart, alternativ vore annars att överge ambitionen att upprätthålla likvida benchmarklån för svenska statspapper. Upplåningen skulle i princip kunna bedrivas på ett helt flexibelt, eller opportunistiskt, sätt. Riksgäldskontoret skulle kunna sluta auktionera benchmarkobligationer och i stället ta upp lån baserat på marknads-läge, nischer och efterfrågan. Val av valuta och löptid skulle bestämmas av vad som från tid till annan är billigast. Argumenten för en sådan lånepolicy är starkast för låntagare med mycket god kreditvärdighet, ett känt namn och begränsad skuldsättning och lånebehov. Vid de tillfällen då marknaden försämrats finns i princip alltid möjlighet att ge ut stora likvida benchmarklån. Sverige är ett så pass känt namn att det med kort varsel är möjligt att ge ut sådana.

Sveriges lånebehov är dock väl stort för att detta alternativ ska vara realistiskt – åtminstone som huvudstrategi. Periodvis skulle strategin kunna fungera väl, men under marknadsmässigt mer ogynnsamma perioder skulle upplåningskostnaderna kunna bli höga. Det skulle inte finnas en stabil investerarbas som regelmässigt och aktivt köper svenska benchmarklån. Sannolikt skulle upplåningskostnaderna, under de perioder vi skulle tvingas ge ut likvida benchmarklån, bli så pass höga att strategin över tiden inte skulle vara förenlig med målet om kostnadsminimering. Strategin skulle dessutom medföra ökade risker i upplåningen.

Andra aspekter på flexibiliteten

En förutsägbar strategi innebär inte att all upplåning behöver göras mekaniskt enligt ett fastställt schema. Poängen är att strategin ska vara tydlig och förutsägbar. Vid val av t.ex. löptider och emissionsvolymen vid enskilda auktioner kan, inte minst mindre länder, tillämpa viss flexibilitet.

Inslag av mer opportunistisk upplåning kan vara ändamålsenlig och rymmas inom en strategi som i huvudsak byggs på förutsägbar upplåning med likvida benchmarklån.

Även om huvuddelen av upplåningen görs på de standardmässiga löptiderna som till exempel 10 år, finns goda möjligheter att via derivat som ränteswappar eller räntefutures skapa den exponering i duration eller fördelning på löptider som är önskvärd från risksynpunkt. Det finns med andra ord möjlighet att separera frågan om på vilka löptider det är billigast att låna och den exponering man vill uppnå med hänsyn till kostnader och risker.

Riksgäldskontoret kommer, som konstaterats, inte att bli en dominerande aktör inom valutaunionen. Vi kan därmed inte påverka benchmarkkurvan i euro. I och med

att våra egna emissionsplaner inte påverkar eurokurvan och Riksgäldskontoret inte har insideinformation om penningpolitiken så finns förutsättning att agera flexibelt när det gäller val av duration och exponering för valutakursförändringar. Det går således att argumentera för en mer aktiv hantering av t.ex. durationen beroende på lånebehov och marknads-läge än vad som är möjligt i nuläget.

Obligationsupplåning

God likviditet och bred investerarbas

Det finns goda skäl att bibehålla strategin med förutsägbarhet och transparens även vid ett medlemskap i valutaunionen. Riksgäldskontoret bör sträva efter att skapa relativt stora, likvida lån placerade hos en bred, internationell investerarkrets.

God likviditet i utestående lån ger en låg likviditetspremie och därmed låga upplåningskostnader. Likviditetspremien blir, relativt sett, en viktigare faktor för lånekostnaderna jämfört med i dag. Förväntningar om penningpolitiken påverkar exempelvis inte alls ränteskillnaderna mellan medlemsstaterna. Den rörliga växelkurspolitiken skapar i dag ett eget utrymme för den inhemska ränteutvecklingen.

För att uppnå den likviditet som behövs för att minimera likviditetspremien krävs stora lån och många, helst aktiva, investerare. Lånen bör kanske ha en storlek på 6–7 miljarder euro. En nedre gräns är 5 miljarder euro som behövs för att noteras i det mest likvida handelssystemet, Euro MTS. Det innebär att Riksgäldskontorets nuvarande statsobligationslån i princip är tillräckligt stora. Investerarbasen behöver emellertid breddas. Det gör att Riksgäldskontoret sannolikt behöver utveckla mer aktiva investerarrelationer. Även om marknads-mekanismerna i sig kommer att generera en mer internationell investerarbas, behövs information och kommunikation med investerarna för att skapa tillräcklig uppmärksamhet och kunskap om statsobligationer för att nå en tillfredsställande spridning.

Större auktioner mer sällan

Med tanke på de många emissioner som äger rum inom euroområdet måste antalet auktioner begränsas för att skapa tillräckligt intresse. I dag har Riksgäldskontoret auktioner i statsobligationer varannan vecka. Inom valutaunionen bör auktionerna ligga glesare, kanske varje eller varannan månad. Det innebär samtidigt att volymerna vid varje auktion blir större. Större auktioner vid färre tillfällen bidrar till att skapa större fokus och uppmärksamhet.

Syndikering ett möjligt komplement

Syndikering är en vanlig metod i mindre länder som deltar i valutaunionen, åtminstone vid introduktioner av nya lån. Syndikering innebär att en grupp av banker (ett syndikat) får i uppdrag att sälja ett obligationslån. Med syndikering utnyttjas bankernas specialistkompetens med ett brett kontaktnät ►

► och säljare av många instrument till olika kundkategorier. Med syndikering kan lånet redan vid introduktionen få en stor volym spridd på många investerare över i princip hela världen. Det ger också möjlighet att få uppmärksamhet och publicitet för ett nytt lån. Detta skapar förutsättningar för en likvid andrahandsmarknad och en bas för emissioner i efterföljande reguljära auktioner. Emissionerna kan också styras mot en väl avvägd blandning av slutplacering, aktiva och passiva, och banker.

Även om syndikering har blivit vanlig bland mindre länder som deltar i valutaunionen, är försäljningsformen långt ifrån oproblematisk. Trots att provisionerna till ledarbanker i syndikeringar har minskat under senare år, är det fortfarande fråga om stora belopp. Det behöver dock inte nödvändigtvis bli dyrare för emittenten om upplåningen blir framgångsrik. Många syndikeringar som genomförts under det senaste året har gett en "all-in"-kostnad, dvs. kostnader inklusive provisioner, som ligger i närheten av marknadsnoterade räntor. Den likviditet och låga likviditetspremie som skapas vid syndikeringen kan sedan utnyttjas vid efterföljande auktioner. Det kan alltså vara så att kostnaderna i slutänden till största delen bärs av investerarna.

Incitamenten för att få vara återförsäljare och få möjlighet att bli ledarbank i syndikeringar är för närvarande så starka att reguljära auktioner kan tendera att prissättas under rådande marknadsräntor, s.k. "over-bidding". Konsekvensen blir att hela emissionsvolymen köps av återförsäljarna, dvs. slutplaceringarna deltar inte i auktionerna. För investerarna blir det billigare att köpa på andrahandsmarknaden. Kostnadsfritt är detta i sig inte något problem för emittenterna, men det försämrar effektiviteten på marknaden i och med att prisbildningen snedvrids. Informationsinnehållet i räntebildningen försämrars.

Det finns goda argument för att auktionsformen, även vid ett inträde i valutaunionen, bör vara en dominerande försäljningsform. Auktioner ger en transparent och marknadsmässig upplåning med låga administrations- och försäljningskostnader. Det finns skäl för att i viss utsträckning, åtminstone vid introduktion av nya lån, använda syndikering. Det gäller särskilt för att bredda investerarsbasen. Det finns samtidigt frågetecken när det gäller negativa marknadseffekter. Mot denna bakgrund är det långt ifrån säkert att Riksgäldskontoret kommer att använda sig av denna försäljningsform.

Strategi för refinansiering och emissioner

För att genomföra en strategi med stora och likvida lån krävs att finansieringsbehovet är tillräckligt stort. Ett stort finansieringsbehov ger möjlighet att ge ut lån på flera löptider. Det kan också skapa utrymme för flexibel upplåning vid sidan av benchmarkupplåningen. I princip behövs också en relativt jämn förfalloprofil.

För att få störst utdelning i likviditet och upplåningskostnader bör emissionerna främst ske i standardlöptiderna,

dvs. framför allt 5- och 10-åriga löptider. 15-åriga löptider har även blivit relativt vanliga. Nederländerna emitterar även 3-åriga lån, vilket är ett exempel på att andra löptider är möjliga.

Den nuvarande statsobligationsstocken räcker knappt till för att ge ut en 10-årig obligation per år. Det finns naturligtvis möjlighet att ge ut tioåriga obligationer med en frekvens av t.ex. 1,5 år. Statsskuldens storlek ger dock ett begränsat utrymme för att varje år ge ut stora likvida lån på flera långa löptider. En möjlighet är att skapa finansieringsbehov via byten eller uppköp. Byten har varit en del av den Riksgäldskontorets policy för att snabbt bygga upp likviditet i nya lån. I Finland används regelmässigt stora uppköp av lån som har dålig likviditet för att skapa finansieringsutrymme och därmed stora emissioner i benchmarklån.

Realobligationsupplåning

Riksgäldskontorets långsiktiga åtagande att öka andelen realobligationer är oförändrat även vid ett medlemskap i valutaunionen. Inflationskompensationen är knuten till KPI. Detta är ett åtagande från statens sida och något byte till ett annat index är inte möjligt. Däremot finns det i princip möjlighet att emittera nya realobligationer knutna till det europeiska HIKP och eventuella genomföra byten mellan KPI och HIKP-indexerade realobligationer.

Från statens synvinkel är KPI-indexeringen en fördel. Statens inkomster och utgifter beror på den svenska prisutvecklingen. Eftersom målet för penningpolitiken i valutaunionen är prisstabilitet för hela euroområdet kan den svenska inflationen komma att avvika från den genomsnittliga inflationen. Även svenska placeringar har anledning att primärt skydda sig mot svenska prisökningar snarare än de genomsnittliga prisökningarna i valutaunionen.

Det finns således argument för att behålla realobligationerna med dess nuvarande konstruktion. Det skulle innebära att realobligationsmarknaden skulle fortsätta att vara i huvudsak domestik.

Denna policy måste naturligtvis vägas mot kostnaderna. Om det skulle visa sig att investerarna i realobligationsmarknaden i euroområdet i framtiden tenderar att föredra HIKP-indexering får detta effekter för upplåningskostnaderna.

Kort upplåning och likviditetshandling

Intresset för att emittera korta statspapper, motsvarande svenska statsskuldväxlar, tycks ha ökat i de länder som nu deltar i valutaunionen. Räntan på korta statspapper har en nära koppling till ECB:s styrränta. Korta räntepapper emitterade av stater inom valutaunionen utgör närmare substitut än obligationer med olika emittenter. Det finns en starkare tendens att växelmarknaden i huvudsak blir hemmabaserad jämfört med obligationsmarknaden.

Mot bakgrund av erfarenheterna i små euroländer

förefaller det möjligt och naturligt att Sverige fortsätter sin korta upplåning med statsskuldväxlar. Finland emitterar inte skuldväxlar i auktioner, utan använder sig av ett on tap-förfarande. Eftersom Sverige har en inarbetad tradition när det gäller statsskuldväxlar finns sannolikt förutsättningar att fortsätta med auktioner för vår del. Det finns inte heller lika starka argument att göra auktionerna mindre frekventa som det finns på obligationsmarknaden. Eftersom skuldväxlarna i huvudsak är en del av kassaförvaltningen talar detta för rätt täta auktioner.

Likviditetshanteringen förenklas på flera sätt vid ett medlemskap. Marknaden blir väsentligt djupare och Riksgäldskontoret kan vända sig till fler motparter än i dag. Inte minst kan vi använda andra skuldkontor som motparter. Det innebär även att kreditexponeringen mot enskilda motparter under perioder med kassaöverskott minskar i ett läge då Riksgäldskontoret får fler motparter i likviditetshanteringen.

Gradvis anpassning av investerarbasen

Det är rimligt att utgå från att förändringar i investerarbasen sker gradvis, även om prissättningen anpassas omedelbart efter ett ja i folkomröstningen. Anpassningen till nya marknadsförutsättningar för upplåningen kommer därmed att ske successivt. Frågan är hur snabbt och när de största förändringarna äger rum. Det går att urskilja tre faser efter ett ja i folkomröstningen.

Under perioden efter folkomröstningen och fram till medlemskap i ERM2 kommer det att råda vid osäkerhet om vilken centralkurs mot euron som EU kommer att besluta om. Denna period blir emellertid sannolikt förhållandevis kort. Under perioden på knappt två år från medlemskap i ERM2 med en fastställd centralkurs mot euron fram till beslut om konverteringskurs något halvår före medlemskapet kommer knappast några spekulationer mot valutakursen att äga rum, så länge trovärdigheten för den ekonomiska politiken är stark. Då konverteringskursen fastställs inför medlemskapet är i princip valutakursosäkerheten helt eliminerad.

För närvarande handlas 10-åriga obligationer utgivna av länder som Finland, Spanien och Belgien i stort sett på samma nivåer som Tyskland. Ränteskillnaden brukar vara 1–3 baspunkter (hundredels procent). En orsak till den begränsade ränteskillnaden är sannolikt Tysklands ekonomiska problem och den jämförbara likviditet som de andra länderna uppnått. Svenska obligationer kommer vid ett medlemskap att handla likvärdigt med dessa länder. Vid ett medlemskap och en trovärdig fast växelkurs mot euron, kommer dagens ränteskillnad på ca 50 baspunkter att krympa så att den motsvarar förväntningar om skillnader i penningpolitiska styrräntor fram till medlemskapet. Likviditeten i svenska statspapper är en annan viktig faktor.

Svenska placerare har ingen anledning att sälja ut

svenska statsobligationer i en takt som påverkar avkastningen negativt. En utförsäljning skulle öka ränteskillnaden mot Tyskland och ytterligare försvaga de ekonomiska incitamenten. Sannolikt kommer den utländska nettoefterfrågan på svenska statsobligationer att öka vid ett ja. Det betyder att ränteskillnaderna skulle tendera att minska. Om obligationsräntorna handlas ned till nivåer i närheten av de lägsta europeiska räntorna ökar incitamenten för inhemska placerare att sälja svenska statspapper.

Svenska placerare kommer sannolikt att gradvis sälja svenska statsobligationer, men endast i den takt som det finns ett starkt köpintresse från utländska placerare. Det kommer med andra ord knappast att vara något större problem att emittera obligationer vid ett ja i folkomröstningen. Det tycks därmed inte finnas något akut behov av större omedelbara förändringar av upplåningen vid ett ja till medlemskap i valutaunionen i höst.

I takt med en fortsatt internationalisering av investerarbasen kan det vara motiverat med färre auktionstillfällen redan före ett medlemskap. Det är emellertid svårt att på förhand ange en lämplig tidpunkt för en sådan förändring.

Riksgäldskontoret har i riktlinjeförslaget inför 2003 sagt att det finns argument för att reducera amorteringstakten på valutaskulden under övergångsperioden. Valutaskulden reduceras med automatik då euron blir inhemsk valuta. Vid ett medlemskap skapas också flexibilitet för att snabbt anpassa valutaexponering till en långsiktigt önskvärd nivå. Om amorteringarna minskas efter ett ja till valutaunionen, så innebär det att valutaupplåningen, som refinansieras förfallande lån, ökar. Detta påverkar inte valutaskuldens storlek utan den skulle då hållas oförändrad.

I dag är inte likviditetsaspekten eller överväganden om investerarbasens sammansättning avgörande för valutaupplåningen. Varje lån kostnadsbedöms var för sig. Under 2002 och 2003 har det inneburit att lån tagits upp huvudsakligen i dollar. Om det blir ett ja i folkomröstningen finns det anledning att se över inriktningen på valutaupplåningen. Direkta valutalån i euro är en möjlighet. Utgångspunkten för hur valutaupplåningen tas upp i detta läge blir, liksom nu, de långsiktiga kostnaderna som olika alternativ kan erbjuda.

Återförsäljare och elektronisk plattform

Riksgäldskontoret har strävat efter att bredda kretsen av återförsäljare och engagera även utländska investmentbanker. Det har emellertid visat sig svårt. I nuvarande läge bedömer de flesta utländska banker att fördelarna med återförsäljarskap inte uppväger de resursinsatser som behövs. Internationella banker upplever att de får tillräckligt god service hos de nuvarande återförsäljarna. I och med att Sverige har en egen och flytande valuta kräver ett återförsäljarskap större resurser än om Sverige deltog ▶

- ▶ i valutaunionen. Intresset för att bli återförsäljare kommer således att öka vid ett medlemskap. Priserna kan ställas av datoriserade program och direkt länkas till elektroniska plattformar för andrahandsmarknaden.

Fler återförsäljare innebär att likviditeten förbättras. Fler internationella investmentbanker skulle också bidra till att bredda investerarbasen. Samtidigt bör man ha i minnet att flera stora investmentbanker redan i dag är aktiva i handeln av svenska statsobligationer, trots att de inte är återförsäljare.

En väsentlig del av den huvudstrategi som diskuterats här är att det finns ett effektivt och väl spritt system för elektronisk handel i statsobligationer mellan återförsäljarna, dvs. interbankhandeln. Systemet bör också ha en öppenhet när det gäller de priser och räntor som obligationerna handlas på. Handeln ska vara transparent. Det finns således skäl att se över den nuvarande plattformen för elektronisk handel vid ett medlemskap i valutaunionen.

Sammanfattning

Sverige kommer att hålla en folkomröstning om medlemskap i valutaunionen den 14 september 2003. Om det blir ett ja kommer låne marknaden i vår egen valuta blir avsevärt större och djupare. Investerarbasen breddas och endast en mindre andel av statsskulden kommer att hållas av svenska placerare.

Detta får konsekvenser för upplåningen. Likviditetsaspekten blir viktigare för att minimera lånekostnaderna. Auktionerna kommer inte att kunna äga rum lika ofta,

vilket innebär att auktionsvolymerna blir större. Det kan inte uteslutas att auktioner kan behöva kompletteras med andra upplåningsformer, som t.ex. syndikerad vid introduktion av nya lån. Likviditet ställer krav på en begränsning av utestående lån och upplåningsinstrument. Kraven kommer att öka på information och kommunikation med investerarna. Återförsäljarkretsen bör vidgas och omfatta fler internationella investmentbanker. Det finns också skäl att se över frågan om elektroniska plattformar för primär- och interbankmarknad.

Thomas Olofsson, upplåningschef

Statliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk

Staten har via Riksgäldskontoret ställt ut garantier för ca 200 miljarder kronor. Ytterligare garantiåtaganden finns hos vissa andra myndigheter. Hur garantier ska hanteras regleras i budgetlagen. Ett krav är att en avgift ska betalas, antingen av garantitagaren eller med budgetmedel. Avgiften gör att kostnaden för garantin blir synlig. I denna artikel presenteras ett förslag till ändring av budgetlagens avgiftsregler. I stället för en avgift motsvarande förväntad kostnad bör staten ta ut marknadspris för alla slags garantier. Det gör att man undviker dolt statsstöd och att budgetfinansierade garantier blir direkt jämförbara med andra former för statligt stöd. Ett bra regelverk skulle därigenom bli ännu bättre.

Staten har stora åtaganden i form av kreditgarantier. Samtidigt är garantier i flera avseenden svårare att hantera än andra åtaganden, t.ex. reguljär statsskuld. Statsskuldens värde kan beräknas med någorlunda precision genom att summera alla de skuldinstrument staten har utestående. För att i motsvarande termer beräkna värdet på garantiåtaganden måste man söka uppskatta sannolikheten för infriande och kostnaderna för de garantier som infrias.

Garantier används också för att ge riktat statligt stöd. Även som stödform är garantier ofta svårare att hantera än näraliggande alternativ, t.ex. direkta bidrag. Dels är det svårt att bedöma värdet av det stöd som garantin innebär, dels kan garantier i efterhand visa sig bli dyrare (eller billigare) än riktat stöd beroende på om åtagandet måste infrias.

Mot denna bakgrund är reglerna om statliga garantier och hur dessa hanteras av stor statsfinansiell och principiell betydelse. Syftet med denna artikel är för det första att beskriva det nuvarande regelverket för statliga garantier, med tonvikt på garantiavgifters roll och syfte. För det andra diskuteras ansatser för att värdera garantier och hur dessa kan och bör tillämpas på olika typer av statliga garantier. Analysen utmynnar i slutsatsen att budgetlagens regler för hur avgifter för statliga garantier ska sättas bör modifieras. Ett bra regelverk skulle därigenom bli ännu bättre.

Garantiregelverket och dess syften

Enligt budgetlagen kan en statlig garanti ställas ut först efter ett riksdagsbeslut, där riksdagen anger ändamål och, i normalfallet, ett högsta belopp för garantin. Budgetlagen anger också att det ska tas ut en avgift för en sådan garanti. Avgiften ska "motsvara statens ekonomiska risk och övriga kostnader för åtagandet, om inte riksdagen för ett visst åtagande beslutar annat" (15 § lag (1996:1059) statsbudgeten).¹

¹ Statliga garantier ges dels inom ramen för program för vissa angivna ändamål, t.ex. för exportkrediter och bostadskrediter, dels för specifika projekt eller företag. I det senare fallet lämnar regeringen normalt uppdraget att utfärda garantin till Riksgäldskontoret. I Riksgäldskontorets uppgifter ingår bl.a. att besluta om garantiavgiftens storlek.

Avgiften ska antingen betalas av det företag för vars räkning garantin ställs ut eller, om riksdagen beslutar att avgiften ska subventioneras, med medel från statsbudgeten.

Skälen för att ta ut avgifter hänger samman dels med målet att ha effektiv styrning och kontroll av statens finanser, dels med strävan att förhindra att staten på ett oönskat sätt påverkar konkurrensen mellan företag.

När det gäller hanteringen av statens finanser har garantiavgifter två viktiga syften. För det första markeras att garantin tar resurser i anspråk, dvs. kan leda till kostnader för infrianden i framtiden. I och med att statligt stöd i form av en garanti är förknippat med en budgetmässig kostnad på samma sätt som t.ex. ett direkt bidrag blir olika stödformer möjliga att jämföra. Dessutom framgår i statsbudgeten hur mycket statligt stöd som går till en viss verksamhet.

För det andra gör avgifter att staten sätter undan resurser för att täcka framtida kostnader för infrianden. Om avgiften täcks av budgetmedel tar den i anspråk utrymme under utgiftstaket och minskar därmed övriga utgifter. Om avgiften betalas av garantitagaren får staten in medel utifrån som reducerar lånebehov och statsskuld. I båda fallen blir följden att statsskulden är mindre än den annars varit. Det ger staten utrymme att låna mer om garantin skulle behöva infrias. Garantiavgifter bidrar således till effektiv styrning och hantering av budgetmedel och statsskulden.

Garantiavgifter redovisas som inbetalningar till en garantireserv, i form av ett inlåningskonto i Riksgäldskontoret, och infrianden belastar samma konto. Det gör att infrianden hanteras vid sidan av utgiftstaket. Därigenom blir prognoser över statens takbegränsade utgifter mindre osäkra.

Det andra huvudmotivet för garantiavgifter är, som nyss nämntes, att förhindra att statliga garantier på ett oönskat sätt påverkar konkurrensen mellan företag. Grundprincipen är därför att om mottagaren av garantin är konkurrensutsatt ska avgiften betalas av mottagaren, dvs. det är inte tillåtet att anslå medel i statsbudgeten för att täcka avgiften. Dessutom ska avgiften motsvara värdet av garantin.

Dessa regler kan uppfattas som uttryck för goda ►

- ▶ principer för vilken roll staten bör spela i ekonomin. För garantier som kan ha betydelse för EU:s inre marknad finns dessutom särskilda bestämmelser i EU:s statsstödsregler, som Sverige har åtagit sig att följa. Bland dessa finns också kravet att en marknadsmässig avgift ska tas ut av det garanterade företaget.

Vad är värdet av en garanti?

Det finns alltså goda skäl för att statliga garantier ska vara förknippade med avgifter. Valet av princip för *hur* avgiften ska räknas ut innefattar svårare överväganden. Det finns två huvudprinciper för avgiftsättning. Både förekommer i det nuvarande regelverket.

Den ena principen bygger på att man beräknar hur mycket billigare ett lån på den reguljära kredit- eller obligationsmarknaden blir om ett företag får en statlig garanti.² Om företaget t.ex. normalt skulle betala 7 procents ränta på ett lån utan garanti och i stället får lån till 5 procent när staten garanterar, motsvarar värdet av garantin 2 procent av lånebeloppet (per år).

I det här fallet avläses alltså värdet av garantin genom att man undersöker hur den påverkar lånevillkoren i den reguljära kreditmarknaden. Sådan *marknadsmässig värdering* av garantier är grundprincipen i EU:s statsstödsregler. Genom att staten tar lika mycket betalt för garantin som en privat garantigivare skulle ha gjort undviker man att staten snedvrider konkurrensen. Vid denna typ av värdering ska man alltså använda sig av avgifter som motsvarar den privata marknadens värdering av garantirisk i allmänhet och de specifika riskerna i det aktuella företaget i synnerhet.

Det finns dock inte väldefinierade och lätt avläsbara marknadspriser i samband med alla slags statliga garantier. Ofta ställs statliga garantier ut därför att den privata marknaden bedöms vara oförmögen eller ovillig att ta på sig den aktuella risken. Men det minskar inte betydelsen av att ha en korrekt utgångspunkt för värdering av garantin. Marknadsmässig kan i dessa fall tolkas som att avgiften bör sättas på basis av det pris som hade uppstått på en någorlunda väl fungerande privat marknad.³

I budgetlagens bestämmelser sägs att garantiavgiften ska "motsvara statens ekonomiska risk och övriga kostnader för åtagandet". Med stöd av propositionen och garantiförordningen kan det tolkas som att huvudregeln är att avgiften ska beräknas på basis av *den förväntade kostnaden* för garantin. Om garantin exempelvis täcker ett lån på 1 miljard kronor och sannolikheten för att låntagaren inte ska kunna betala tillbaka lånet på egen hand är 10

² Värdet på en garanti påverkas av hur den är utformad, t.ex. när garantin kan tas i anspråk, huruvida avgiften är rörlig eller fast etc. Garantivillkoren är således viktiga både för värderingen och för det stöd som en viss anslagsfinansierad garanti ger till den berörda verksamheten.

³ Praktiska värderingsfrågor diskuteras ytterligare nedan.

procent, är den förväntade kostnaden 100 miljoner kronor (plus administrativa kostnader).⁴

Avgiften för den enskilda garantin sätts på förhand och kommer normalt inte att motsvara den faktiska kostnaden för just denna garanti. Med ett stort antal garantier och i genomsnitt rätt uppskattade infrianden leder denna avgiftsprincip till att garantiverksamhetens kostnader på lång sikt motsvaras av avgiftsinkomsterna, dvs. ger ett nollresultat. I så måtto kan denna regel ses som en självkostnadsprincip.

En avgift baserad på en marknadsmässig värdering är aldrig lägre än den förväntade kostnaden. Orsaken är att en privat aktör självklart begär täckning för den förväntade kostnaden. I normalfallet kräver en privat aktör därutöver kompensation för risken att den faktiska kostnaden ska bli högre än den förväntade. Även i en väl diversifierad garantiverksamhet måste en privat garantigivare ha någon form av kapitalbuffert för att kunna möta variationer i kostnaderna för infrianden. Ägarna till detta riskkapital kräver avkastning på satsade medel och detta avkastningskrav avspeglas i ett riskpåslag – en riskpremie – på den förväntade kostnaden.

Avgiftsprincipernas tillämpning

Garantier till konkurrensutsatta verksamheter

Av de föregående resonemangen följer att en marknadsmässig avgift nästan undantagslöst är högre än vad som krävs för att täcka den förväntade kostnaden. Om konkurrensutsatta företag får statliga garantier till ett pris motsvarande förväntad kostnad, gör garantin därför att det garanterade företaget subventioneras genom att den får resurser (en garantitjänst) till ett icke marknadsmässigt pris.

För verksamheter där statsstöd inte är tillåtet enligt EU-reglerna ska en marknadsmässig avgift tas ut av garantitagaren. I dessa fall finns dessutom krav på att företaget ska ha en sund finansiell ställning och en regel om att maximalt 80 procent av varje lån får täckas av en statlig garanti. Företaget måste således även kunna skaffa sig lån som inte är statligt garanterade. Ett företag som inte skulle klara sig på egen hand, t.ex. därför att det har dålig lönsamhet och/eller för litet eget kapital, kan därför normalt inte få statliga kreditgarantier.

Skillnaden mellan budgetlagens självkostnadsprincip och statsstödsreglernas krav på marknadsmässiga avgifter är inget formellt problem. Så länge det är fråga om garantier med betydelse för den inre marknaden tar EU:s regler över. Eftersom EU-reglerna i det här fallet kan anses vara uttryck för en vettig syn på statens roll i ekonomin och på hur statliga subventioner ska värderas och redovisas, finns det dock skäl att markera att marknadsmässig värdering bör vara utgångspunkten även för garantier till företag vars konkurrenter enbart finns inom Sverige.

⁴ En förväntad kostnad i kronor kan översättas till en procent av garantibeloppet så att avgiften blir jämförbar med ett procentuellt påslag på räntesatsen som i exemplet med en marknadsmässig avgift ovan.

Anslagsfinansierade garantier

Garantier som finansieras med anslag över statsbudgeten kan bara ges till verksamheter där statsstöd är tillåtet. Valet av avgiftsprincip för budgetfinansierade garantier, t.ex. till ett statligt ägt företag som satts upp för att lösa en uppgift inom ett område där statsstöd är tillåtet, styrs därför inte av statsstödsreglerna. Utgångspunkt måste i stället tas i de syften som vägleder budgetlagen.

Enligt nuvarande regler ska avgiften för en sådan garanti, som nämnts, motsvara den förväntade kostnaden. Riksgäldskontoret föreslog i en regeringsrapport i maj 2002 att denna regel omprövas och att principen om marknadsmässig värdering tillämpas även på budgetfinansierade garantier.⁵ Motivet är att en sådan ordning skulle ge ytterligare precision i styrningen av och hushållningen med statens resurser.

Grundtanken är densamma som ligger bakom det nuvarande kravet att sätta av budgetmedel för att täcka den förväntade kostnaden för en garanti. Detta är avgörande för att skapa någon grad av jämförbarhet mellan stöd i form av garantier och andra typer av stöd, t.ex. direkta anslag. Självkostnadsprincipen ger emellertid inte full jämförbarhet. Detta kan illustreras med ett enkelt exempel.

Anta att riksdagen vill ge en viss verksamhet ett anslag på 1 000. Om riksdagen anslår medel direkt kan verksamheten använda stödet till att köpa tjänster (personal, lokaler etc.) och varor (datorer, inventarier etc.) till ett sammanlagt *marknadsvärde* på 1 000. Anta att det i verksamheten behövs en kreditgaranti och att denna garanti har en förväntad kostnad på 100 och ett marknadspris på 120. Om verksamheten måste köpa garantin på samma sätt som den köper andra tjänster, dvs. till marknadspris, återstår anslagsmedel för 880 till att finansiera övriga utgifter.

Anta att riksdagen i stället beslutar att staten ska ställa ut den garanti som verksamheten behöver, inom ramen för ett anslag på 1 000. Enligt nuvarande avgiftsprincip ska då anslagsmedel motsvarande 100 (den förväntade kostnaden) reserveras som täckning för garantin. Därmed återstår 900 som kan lämnas i direkt anslag till verksamheten. Följaktligen blir det reella stödet större om det inkluderar en garanti i stället för enbart direkta bidrag (1 020 i stället för anslagsavräknade 1 000), trots att förutsättningarna för verksamheten i övrigt är identiska.

Detta förhållande kan antas påverka budgetprocessen. Stöd i form av statliga garantier framstår som budgetmässigt billigare än direkta bidrag. Det gör att statens garantiåtaganden riskerar att växa inom de anslagsramar som sätts för enskilda utgiftsområden, liksom inom utgiftstaket på totalnivå. Detta leder i sin tur till större risker i statens balansräkning än om budgetmedlen använts för direkt stöd, eftersom den slutliga avgiften för ett garantiåtagande

är osäker, och eventuellt kan bli mycket hög, medan anslagsmedel som mest kan förbrukas. Viktiga syften med budgetlagen, både i styrningen av resurser mellan utgiftsområden och i strävan att upprätthålla robusta statsfinanser, riskerar således att förfelas om garantiavgifter sätts utifrån självkostnadsprincipen.

Av exemplet framgår också vad som krävs för att rätta till denna skevhet: *Avgiften måste sättas med utgångspunkt i marknadens värdering av garantin*. Då skulle anslaget belastas med 120 som avgift för den statliga garantin och 880 återstå till övriga utgifter, precis som i fallet med enbart direkta anslag. Neutralitet mellan stödformerna skulle därmed gälla och det redovisade stödet skulle överensstämma med det faktiska, oavsett vilken stödmetod som väljs.

Betydelsen av enhetlig värdering av stöd är inte unikt för garantier. Samma effekt skulle t.ex. uppstå om staten erbjöd vissa verksamheter kontorslokaler i statligt ägda byggnader och endast tog ut ett självkostnadspris. Stödet till verksamheter som får tillgång till dessa lokaler skulle underskattas i förhållande till dem som med anslagsmedel betalar marknadshyror i privata fastigheter. Noterbart är att staten tar ut marknadshyra för statligt ägda kontorslokaler.

Avgifter för anslagsfinansierade garantier är ett medel för *internprissättning* i syfte att ge rätt underlag i beslutsprocessen. Jämfört med nuvarande regler minskar utrymmet att ställa ut garantier inom en given anslagsram. Som framgår av exemplet ovan är emellertid detta en förutsättning för att skapa jämförbarhet mellan stödformer. Syftet med marknadsmässiga avgifter är således att säkerställa att garantier används när de ger det mest effektiva stödet, inte för att de tar mindre budgetmedel i anspråk. Det är samma syfte som vägleder budgetlagens nuvarande regler.

Noteras bör också att argumenten för marknadsbaserade avgifter *inte* är kopplade till huruvida staten har eller bör ha samma syn på risk som aktörer i den privata sektorn. Inte heller spelar det någon roll huruvida staten har behov av att sätta av ett buffertkapital – utöver den förväntade kostnaden – för garantirisker. Avsikten är endast att skapa jämförbarhet mellan stödformer i budgetprocessen. Det är ett viktigt mål, oberoende av statens riskattityd och avkastningskrav.

Metoder för att bestämma avgiftens storlek

Principer måste översättas i praktiska beslut. Marknadsmässiga avgifter ger tydlig vägledning om vilken fråga det är som ska besvaras: "Vilken avgift skulle en representativ privat aktör ha begärt för att ställa ut den här garantin?" Hur man kan gå till väga för att besvara den frågan varierar från fall till fall.

Om företaget är etablerat eller t.o.m. börsnoterat, är det möjligt att göra en kreditvärdering på grundval av allmänt tillgängliga data. En utgångspunkt kan vara att åsätta före-

⁵ Rapporten kan hämtas på Riksgäldskontorets webbplats (http://www.rgk.se/oliver_upload/upl2398-riskhantering_garantier.pdf).

► taget ett kreditbetyg av det slag som anges av företag som Moody's och Standard & Poor's. Ett kreditbetyg ger normalt god vägledning för kreditrisksåslag. Om företaget inte är välkänt men verksamt i en etablerad bransch, kan ett kreditbetyg tas fram genom att jämföra med liknande företag.

Större svårigheter uppstår om företaget inte har några motsvarigheter i den privata sektorn, t.ex. har bildats av staten för att lösa en specifik uppgift. Värderingen får då göras med hjälp av en fundamental analys av företagets egenskaper. Som stöd för sådan analys finns ett antal mer eller mindre formaliserade metoder och modeller att tillgå.⁶

Man ska inte underskatta svårigheterna att beräkna rättvisande marknadsmässiga avgifter på udda projekt. Det är dock inte generellt lättare att ta fram en avgift som speg-

⁶ Riksgäldskontoret arbetar med att utveckla sådana analysredskap. Det skulle dock föra för långt att här diskutera detta modellarbete.

lar förväntad kostnad. För ett företag där jämförelse med privata motsvarigheter är möjlig är det en marknadsmässig avgift som framkommer. Då måste man uppskatta riskpremien och dra av den från den marknadsmässiga avgiften för att beräkna den förväntade kostnaden. Man kan således ofta komma långt genom att ta till vara information som finns att hämta i den privata kreditmarknaden.

Noteras bör att garantiavgifter, oavsett vilken överordnad princip som ska tillämpas, bygger på uppskattningar och bedömningar av framtida händelser som alltid är osäkra. Fullständig exakthet går därmed inte att uppnå. Vilken princip som tillämpas är ändå viktigt, i synnerhet som en avgift satt på grundval av förväntad kostnad systematiskt är lägre än en marknadsmässig avgift för samma garanti.

Sammanfattning

Erfarenheterna har visat att garantiåtaganden kan få kännbara ekonomiska följder för staten. Denna insikt gjorde att garantier inordnades i budgetlagen när den infördes 1996. Reglerna gör att det krävs riksdagsbeslut för att ställa ut garantier och att det ska tas ut en garantiavgift. Avgiften har som huvudsyfte att se till att staten sätter undan resurser för att täcka framtida förväntade infrianden. För detta ändamål är det tillräckligt att ta ut en avgift som motsvarar den förväntade kostnaden för varje garanti. Detta är också den avgiftsprincip som budgetlagen anvisar.

Avgifter baserade på förväntad kostnad har dock två brister:

- För garantier där avgiften betalas av det företag som får del av garanti uppfylls inte kravet på att avgiften ska vara marknadsmässig. En för låg avgift gör att verksamheten subventioneras, vilket kan snedvrída konkurrensen och vara i strid med EU:s statsstödsregler.
- För garantier där avgiften täcks av anslag uppfylls inte

kravet att stöd via garantier ska vara jämförbart med direkt stöd. En för låg avgift gör att garantier framstår som budgetmässigt mer fördelaktiga än direkta bidrag. Detta riskerar att öka antalet statliga garantier och därmed höja risknivån i statsfinanserna.

Följaktligen bör en marknadsmässig avgift tas ut för alla typer av statliga garantier. Budgetlagen bör justeras så att denna princip uttrycks tydligt. Det är också en huvudpunkt i ett förslag till effektivare hantering av statliga garantier som Riksgäldskontoret lämnat till regeringen.

Avslutningsvis ska noteras att allt som sägs i denna artikel om hur statliga kreditgarantier bör hanteras kan tillämpas på statliga lån med kreditrisk. Både garantier och lån innebär att staten tar på sig förlustrisken om låntagaren inte betalar. Gällande regler för lån är dock oklara, bl.a. genom att lån kan ges utan ett räntepåslag motsvarande en garantiavgift tas ut. Riksgäldskontoret anser, med utgångspunkt i budgetlagens syften och principer, att reglerna för lån med kreditrisk och garantier borde vara likformiga och har därför lämnat förslag till regeringen till en enhetlig garanti- och lånemodell.

Lars Hörngren, chefsekonom

Risker och derivat

Riksgäldskontoret (RGK) använder finansiella derivat i låneverksamheten för att sänka kostnader och risk. För att minska kreditriskerna i de individuellt förhandlade derivaten ingår RGK s.k. CSA. CSA är avtal som innebär att parterna löpande överför säkerheter mellan varandra. RGK har skapat en marknadsanpassad variant av CSA för att minska kreditriskerna så mycket som möjligt.

Börshandlade derivat

RGK använder två typer av finansiella derivat. Dels sådana som handlas över en börs, t.ex. futures, dels sådana som handlas OTC ("over-the-counter"). Börshandlade kontrakt är helt standardiserade. Det sker en daglig central avräkning av vinster och förluster och om det uppkommer en exponering på en part måste denne samma dag ställa motsvarande säkerhet. Detta system förhindrar att det uppkommer någon större kreditexponering i systemet.

OTC-handlade derivat

Den andra typen av instrument som används är OTC-handlade t.ex. swappar, terminer och optioner. Dessa typer av derivat handlas i huvudsak med banker och andra finansiella institutioner som motparter. Kontraktens innehåll kan skraddarsys utifrån parternas behov av skydd eller exponering för marknadsrisk. De baseras typiskt sett på någon form av "master agreement" vilka är individuellt förhandlade mellan parterna för att tillgodose dessas specifika önskemål. Dessa bilaterala transaktioner medför, i motsats till de börshandlade, kreditexponering på de motparter som RGK gör transaktioner med.

Exponering i OTC-transaktioner

Exponeringen mäts genom en beräkning av kontraktets marknadsvärde. Marknadsvärdet på en swap eller ett terminskontrakt utgörs av nettot av marknadsvärdet på kontraktets fordran- och skuldsida.

Exempel på exponering

	Fordran	Skuld	Marknadsvärde
Nominellt värde	1 000 000	1 000 000	–
Marknadsvärde	1 250 000	900 000	350 000

Positiv exponering = RGK har en fordran på motparten d.v.s. marknadsvärdet är positivt för RGK

Negativ exponering = RGK har en skuld till motparten d.v.s. marknadsvärdet är negativt för RGK

Om exponeringen mäts brutto är den aktuella exponeringen summan av samtliga transaktioner där RGK har en fordran på en motpart.

Om exponeringen mäts netto är den aktuella exponeringen summan av samtliga transaktioner där RGK har en fordran på en motpart reducerat med de transaktioner där motparten har en fordran på RGK.

ISDA-avtal och andra metoder

Nettingbestämmelser i ISDA-avtal

Den grundläggande och allmänt använda tekniken för att minska kreditrisken är att ingå avtal med de parter man gör affärer med. Det finns ett antal sådana utvecklade modeller av standardavtal på marknaden men det vanligast förekommande som också RGK använder är ISDA-avtalet. ISDA (International Swap and Derivatives Association) har utvecklat ett ramavtal för derivattransaktioner som kan tillämpas i flertalet utvecklade jurisdiktioner. Avtalet har bl.a. etablerat en metodik som innebär att transaktioner ingångna mellan parter ska nettas mot varandra i eller inför en konkurs eller vid vissa andra typer av konkursliknande händelser.

I avsaknad av en sådan reglering riskerar den solide parten att först behöva betala värdet av de transaktioner som är till motpartens fördel och endast därefter hoppas få ersättning för de andra transaktionerna, s.k. cherry-picking. Flera jurisdiktioner, däribland Sverige, har anpassat sin lagstiftning så att ISDA-avtalets nettingbestämmelser upprätthålls i en konkurs.

Interna limiter

RGK har ingått ISDA-avtal med nettingbestämmelser med sina derivatmotparter. Därutöver har avtalet kompletterats med en uppsättning interna limiter avseende exponering, riskbelopp och löptider i huvudsak baserade på motparternas rating av etablerade ratinginstitut. Risken beräknad som exponeringen multiplicerad med förlustrisken har också reglerats. Limiterna har etablerats för att utgöra ett skydd och en garanti för att RGK:s motparter vid var tid ska ha en god kreditvärdighet.

Dessa interna limiter har emellertid utgjort ett visst hinder för RGK att ingå transaktioner som skulle vara önskvärda för att minska kostnaderna för skuldförvaltningen och därmed för statsskulden. Exempelvis skulle en ny transaktion enligt ▶

- ▶ dessa regler ha en löptid på högst ett år om en motpart har en rating under AA-. Vidare skulle såväl löptids- som risklimiter överskridas om en part skulle få sänkt kreditbetyg vilket innebär att ett affärsförhållande kan behöva förändras eller avvecklas. Med överföring av säkerheter enligt CSA kan dessa interna regler frångås.

Något om RGK:s utformning av CSA

Credit Support Annex (CSA) är ett underavtal till ISDA avtalet som etablerar ett system för överföring av säkerheter mellan parterna för att eliminera den exponering som uppstår genom derivattransaktionerna. Den säkerhet som utväxlas är avsedd att användas i en konkurssituation eller då ISDA-avtalet av annat skäl avslutas och transaktionerna mellan parterna ska nettas och betalas ut. CSA har blivit en etablerad teknik för att reducera kreditrisker i derivattransaktioner, säkerligen också en effekt av att det system som utformats i avtalet kan tillämpas i flera jurisdiktioner i händelse av konkurs. Tekniken används såväl banker emellan som mellan banker och sofistikerade slutanvändare av derivatkontrakt. Bland den senare typen av aktörer finns t ex andra nordiska statliga aktörer såsom den Danska Nationalbanken och NIB.

CSA med alla motparter

Enligt ett beslut fattat av RGK:s styrelse i december 2001 ska RGK ingå CSA med visst innehåll med samtliga ISDA-motparter. Beslutet är fattat så att RGK ska kunna effektivisera hanteringen av kreditriskerna och möjliggöra en effektivare skuldförvaltning med längre löptider där flera av de tidigare begränsningarna tas bort. RGK har därför sedan hösten 2002 ingått nya CSA med flera viktiga motparter. Samtliga RGK:s viktiga ISDA-motparter kommer också att erhålla RGK:s nya form av CSA. Nedan följer några viktiga egenskaper hos RGK:s nya CSA.

Ömsesidighet

Bestämmelserna om överföring av säkerhet i RGK:s CSA är ömsesidiga och omfattar därmed även RGK. Denna ömsesidighet förutsätts resultera i en mer gynnsam behandling av RGK hos motparterna avseende priser och limiter än om bestämmelsen införts ensidigt för motparten.

RGK valt säkerhet i form av kontanter

Säkerhet under CSA kan ställas i form av kontanter eller värdepapper. RGK har valt en ordning där såväl RGK som motparten ställer säkerhet enbart i kontanter eftersom förvaltningen och säkerställandet av en värdepappersportfölj ökar administrationen och risken i jämförelse med den enklare hanteringen av enbart kontanter. RGK har också valt ett system med säkerhetsöverlåtelse och inte den alternativa möjligheten med pantsättning då säkerhetsöverlåtelse för

RGK:s del är mer effektivt och synes fungera väl med de jurisdiktioner där RGK:s motparter befinner sig.

System med värderingsagent

Enligt CSA ska parterna utse en värderingsagent (Valuation Agent) som vid vissa angivna tidpunkter värderar den exponering som föreligger i de transaktioner parterna ingått för att parterna ska kunna bedöma om säkerheten behöver justeras. Ena eller båda parterna kan vara värderingsagenter. I de CSA som RGK numera ingår är båda parter värderingsagenter. Det innebär att RGK inte är styrt av motpartens beräkningar utan självständigt värderar transaktionerna och beslutar om det finns behov av ytterligare säkerhet.

Ett system där båda parterna är värderingsagenter är säkrare och mindre administrativt betungande eftersom båda parterna gör sina värderingar och inte behöver ha kontakt vid andra tillfällen än de som avtalats (i RGK:s avtal var fjortonde dag) och annars vid behov. Om parterna inte är överens om storleken på exponeringen, ska den summa man är överens om föras över och parterna ska göra en ny värdering med hjälp av "Reference Market Makers" vilket utgör ett medelvärde av de värderingar som gjorts av fyra stora banker. Att vara oense i värderingen av exponeringen är inte en uppsägningsgrundande händelse.

System med tröskelvärden

De CSA-avtal som RGK ingår innehåller bestämmelser om ömsesidiga tröskelvärden enligt nedanstående tabell.

	SEK miljoner	USD/EUR miljoner
AAA	500	50
AA+	250	25
AA	200	20
AA-	125	13
A+	100	10
A	80	8
A-	50	5

Ett system med tröskelvärden innebär att RGK uppnår kontroll över kreditexponeringen gentemot varje enskild motpart och därmed över hela exponeringen. Storleken på tröskelvärdet är knutet till kreditbetyget. Ett sänkt kreditbetyg kommer automatiskt att resultera i ett sänkt tröskelvärde enligt tabellen. De skilda tröskelvärdena för de olika ratingkategorierna är en avspeglning av skillnad i s.k. defaultrisk, d.v.s. konkurs sannolikhet vid olika ratingnivåer baserat på statistik från ratinginstituten. De nivåer som framgår av tabellen innebär att den förväntade förlusten ligger på ungefär samma nivå för de olika ratingkategorierna. Tröskelvärdet är denominerat i det belopp som bestäms av avtalet.

RGK kräver att samtliga motparter är betygssatta av

minst två av de tre stora kreditvärderingsinstituten; Standard & Poor's, Moody's och Fitch. Tröskelvärdet ska följa det lägsta av de kreditbetyg som åsatts. Är motparten värderat av alla tre instituten ska det mellersta av de givna betygen gälla.

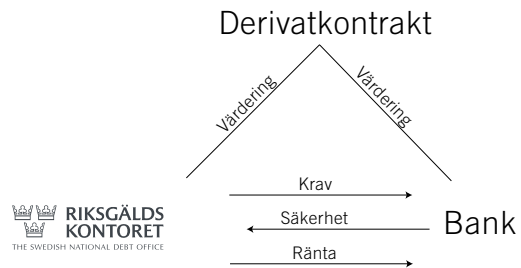
Minsta överförbara belopp

Utöver tröskelbeloppet har CSA en bestämmelse om ett minsta överförbara belopp ("Minimum Transfer Amount") motsvarande 10 miljoner SEK eller 1 miljon USD/EUR beroende på vad som avtalats mellan parterna.

Med den beskrivna utformningen på CSA har RGK en god möjlighet att kontrollera den exponering som uppstår i OTC-transaktionerna.

Alldeles oavsett om säkerheter kan ställas och administreras har RGK emellertid inte någon avsikt att ingå derivattransaktioner med motparter som har en svag finansiell ställning. En konkurs eller en konkursliknande händelse kommer ofelbart att innebära en stor administrativ påfrestning och kan förutsättas medföra ökade kostnader. RGK ingår därför endast affärer med motparter vars kreditbetyg uppgår till lägst A-. I konsekvens med detta ska RGK:s ISDA-avtal också innehålla en möjlighet för RGK att avsluta ingångna transaktioner om kreditbetyget hos en motpart skulle sjunka under acceptabel nivå.

Exempel på värdering



1. Daglig värdering av utestående derivatkontrakt (swappar, terminer och optioner) i vardera partens affärssystem.
2. Om värderingen visar på ett högre exponeringsbelopp för RGK än värdet av de säkerheter som ställts av motparten minus tröskelvärdet så ställer RGK krav på ytterligare säkerhet. Motparten ställer på motsvarande sätt krav på ytterligare säkerheter om värderingen skulle visa att denne har en exponering på RGK som är högre än vad RGK har ställt i säkerhet till motparten minus tröskelvärde.
3. Säkerheter förs till det konto som anvisats av respektive part. Säkerheten överläts till respektive part som kan disponera över dessa medel.
4. Den part som mottagit säkerhet erlägger ränta på säkerhetsmassan till den andra parten.

Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan konstateras att CSA är en mycket effektiv teknik för att reducera kreditriskerna för OTC-handlade derivatinstrument och att användandet av denna teknik på ett betydelsefullt sätt har bidragit till att minska RGK:s exponering för kreditrisker. RGK kommer i fortsättningen bara att ingå OTC-handlade derivat med motparter med vilka RGK har CSA.

Det finns emellertid även vissa nackdelar med CSA.

Tekniken binder stora mängder kapital som säkerheter och den administrativa hanteringen är omfattande. RGK följer därför de insatser som görs för att få till stånd central clearing av OTC-kontrakt med stort intresse. Dessa lösningar innebär att en börs eller motsvarande inträder som central motpart gentemot vilken alla parter hanterar sina säkerheter. Detta minskar behovet av säkerheter och effektiviserar den administrativa hanteringen. Samtidigt ställs dock krav på standardisering av kontrakten. Flexibiliteten i marknadsriskhanteringen minskar därmed något.

Anne Gynnerstedt, chefsjurist
Per-Olof Jönsson, chef för Riskkontroll

Marknadsinformation

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

Statsskulden

Statsobligationer, utestående volymer, 31 maj 2003

Nominella obligationer (nominellt belopp)

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2005-02-09	6,00	1035	69 294
2006-04-20	3,50	1044	66 595
2006-08-15	8,00	1037	65 107
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	65 389
2011-03-15	5,25	1045	45 532
2012-10-08	5,50	1046	55 970
2014-05-05	6,75	1041	65 721

Summa benchmarks 488 390**Icke benchmarks 18 249**

Realobligationer (utelöpande belopp)

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2004-04-01	–	3002	5 702
2008-12-01	4,00	3101	36 275
2014-04-01	–	3001	20 711
2015-12-01	3,50	3105	44 675
2020-12-01	4,00	3102	27 489
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	31 064

Summa realobligationer 165 920**Summa statsobligationer (nominellt och reallt) 672 559**

Statsskuldväxlar, utestående volymer, 31 maj 2003

Förfalldatum (nominellt belopp)	Miljoner kronor
2003-06-18	76 787
2003-07-16	27 507
2003-08-20	17 502
2003-09-17	73 478
2003-12-17	57 584
2004-03-17	37 695

Summa statsskuldväxlar 290 552

Kreditbetyg

	Kronskuld	Valutaskuld
Moody's	Aaa	Aaa
Standard & Poor's	AAA	AA+

Auktionsdatum

Statsobligationer

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2003-06-11	2003-06-18	2003-06-23
2003-06-25	2003-07-02	2003-07-07
2003-08-06	2003-08-13	2003-08-18
2003-08-20	2003-08-27	2003-09-01
2003-09-03	2003-09-10	2003-09-15
2003-09-17	2003-09-24	2003-09-20
2003-10-01	2003-10-08	2003-10-13
2003-10-15	2003-10-22	2003-10-27
2003-10-29	2003-11-05	2003-11-10
2003-11-12	2003-11-19	2003-11-24
2003-11-26	2003-12-03	2003-12-08
2003-12-10	2003-12-17	2003-12-22

Statsskuldväxlar

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2003-06-18	2003-06-25	2003-06-27
2003-07-02	2003-07-09	2003-07-11
2003-07-30	2003-08-06	2003-08-08
2003-08-13	2003-08-20	2003-08-22
2003-08-27	2003-09-03	2003-09-05
2003-09-10	2002-09-17	2003-09-19
2003-09-24	2003-10-01	2003-10-03
2003-10-08	2003-10-15	2003-10-17
2003-10-22	2003-10-29	2003-10-31
2003-11-05	2003-11-12	2003-11-14
2003-11-19	2003-11-26	2003-11-28
2003-12-03	2003-12-10	2003-12-12

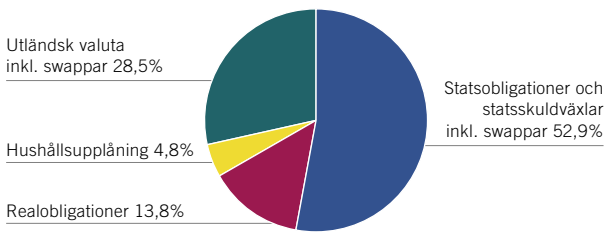
Realobligationer

Annonseringsdag	Första emissionsdag i resp. period	Första likviddag i resp. period
2003-08-21	2003-08-28	2003-09-02
2003-09-18	2003-09-25	2003-09-30
2003-10-16	2003-10-23	2003-10-28
2003-11-20	2003-11-27	2003-12-02

Skuldsammansättning

Totalt skuld 1 199 SEK miljarder

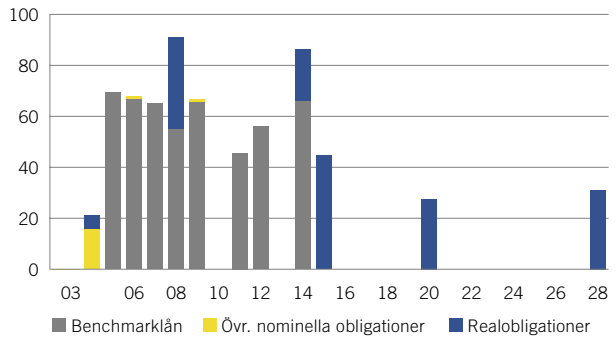
31 maj 2003



Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

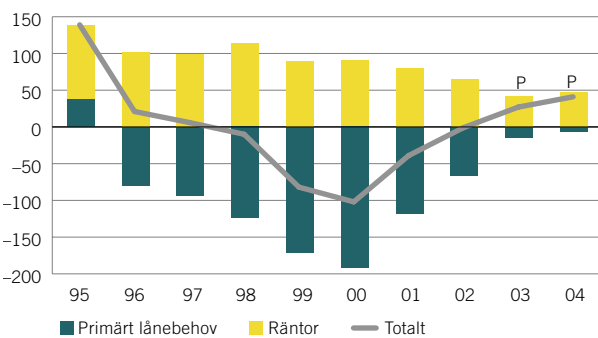
SEK miljarder

31 maj 2003



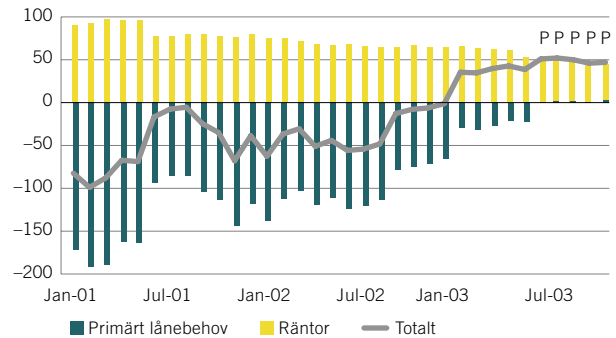
Statens lånebehov 1995–2004

SEK miljarder

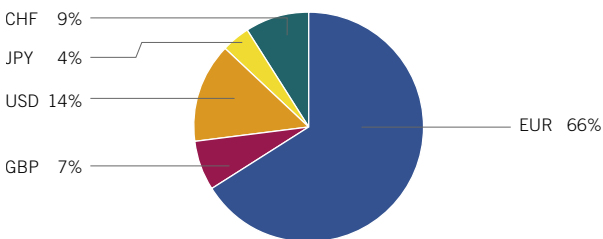


Statens lånebehov, 12-månaderstal

SEK miljarder

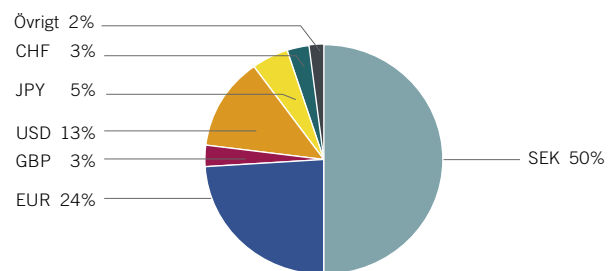


Riktmarke för valutaskuldens fördelning



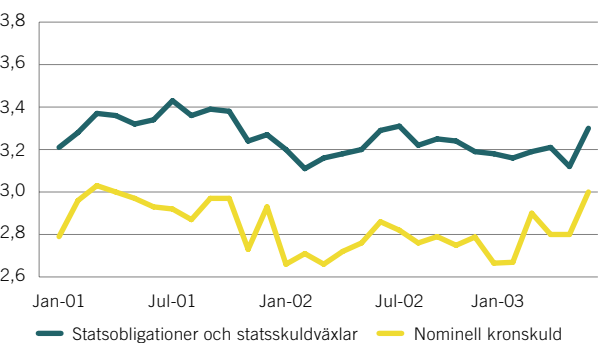
Finansiering av valutaskulden

31 maj 2003



Nominella kronskuldens duration

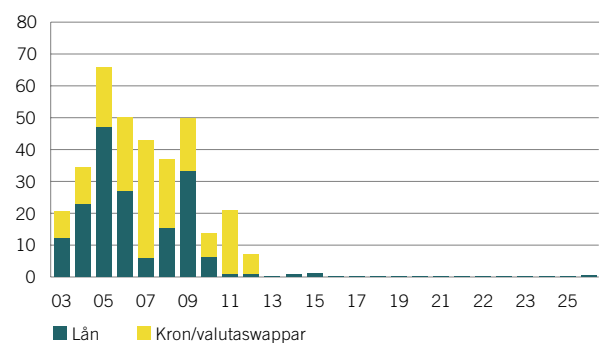
År



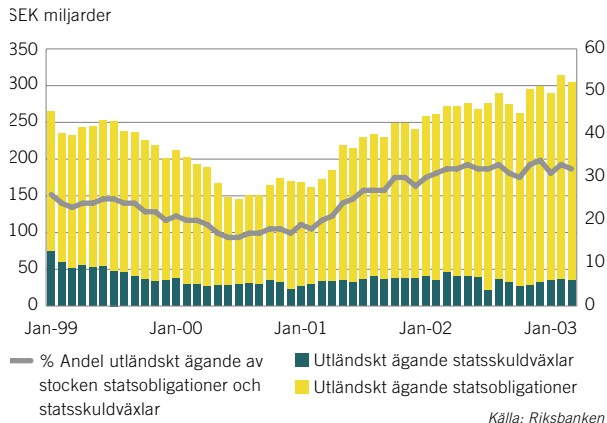
Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds

SEK miljarder

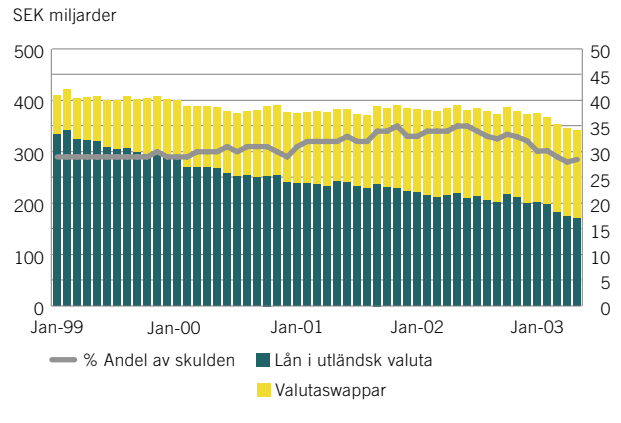
31 maj 2003



Utländskt ägande av statsobligationer och statsskuldväxlar

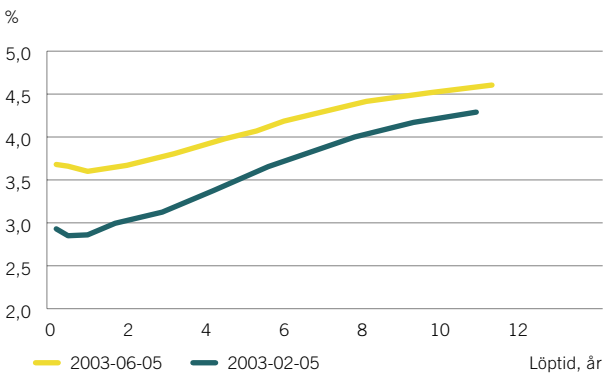


Statsskuldens exponering i utländsk valuta

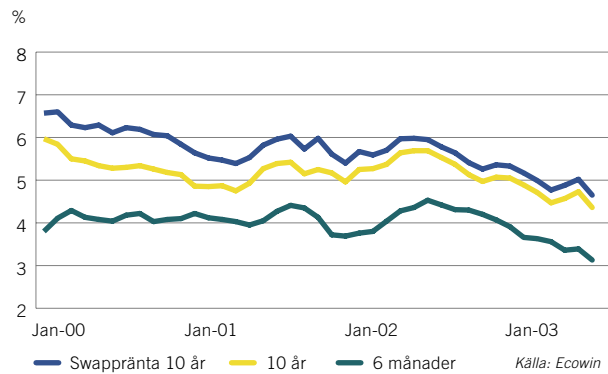


Finansmarknaden Alla värden t o m 31 maj 2003

Avkastningskurva för svenska statspapper



Ränteutveckling



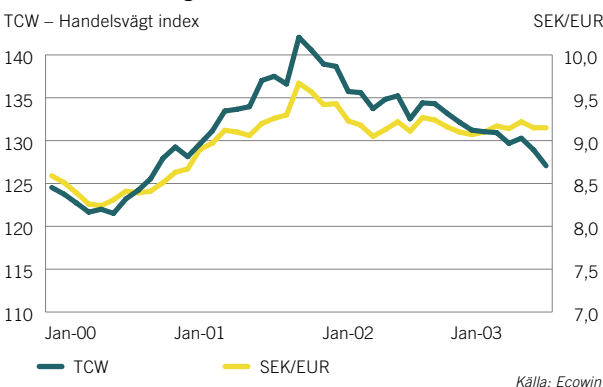
Break-even inflation



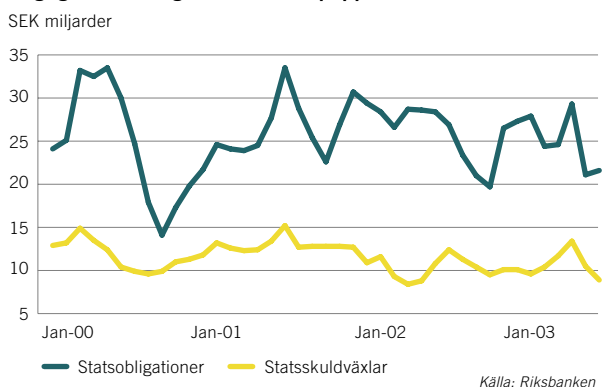
Ränteskillnad Tyskland – 10 år



Växelkursutveckling

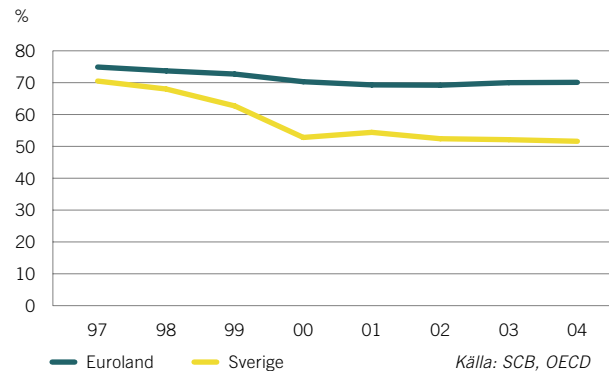


Daglig omsättning svenska statspapper



Svensk ekonomi

Alla värden t o m 31 maj 2003

Inflation:
UND1X och KPI i Sverige 1998–2003Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld
i förhållande till BNP, enligt Maastricht

Nationalräkenskaper

Procentuell förändring							
Utbud och efterfrågan		2001	2002	2003	2004		
BNP ¹		1,1	1,9	1,4	2,8		
Import av varor och tjänster		-3,5	-2,7	2,5	8,1		
Hushållens konsumtionsutgifter		0,2	1,3	2,2	2,5		
Offentliga konsumtionsutgifter		0,9	2,1	1,0	0,9		
Fasta bruttoinvesteringar		0,8	-2,5	-0,3	4,6		
Lagerinvesteringar		-0,4	-0,1	0,2	0,1		
Export		-0,8	0,4	1,9	8,0		
Andra indikatorer		Mar-03	Apr-03	2001	2002	2003	2004
KPI, årlig förändring			2,3	2,9	2,3	1,5	2,1
Arbetslöshet			4,6	4,0	4,0	4,6	4,3
Bytesbalans	4,6			4,2	4,2	3,9	4,3

¹ 2 340 mdkr (2002 års referenspriser).

Källa: SCB, Riksbanken; prognoser: Konjunkturinstitutet

Återförsäljare	Telefon	Reuter-sida
ABN Amro Bank NV	08-506 155 00	PMAA
Danske Consensus	08-568 808 44	PMCO
E Öhman J:or Fondkommission AB	08-679 22 00	PMOR
FöreningsSparbanken	08-700 99 00	PMBF
Nordea	+45-33-33 17 58	PMUB
SEB	08-506 23 151	PMSE
Svenska Handelsbanken AB Publ.	08-463 46 50	PMHD

Nästa utgåva av Statsupplåning – prognos och analys publiceras onsdagen den 22 oktober 2003, kl. 9.30.

För mer information:

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

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Riksgäldskontorets metod för riskanalys	Johan Palm	2003:1
Analys av valutaskuldens sammansättning	<i>Magnus Andersson, Lars Andrén</i>	2003:1
Lånebehov och finansiering under 2002		2003:1
Så finansieras statsskulden	<i>Thomas Olofsson</i>	2002:3
Swappar i statsskuldsvärdningen	<i>Anders Holmlund</i>	2002:3
Elektronisk handel med statspapper	<i>Tord Arvidsson</i>	2002:3
Realobligationer i teori och praktik	<i>Sara Lindberg och Joy Sundberg</i>	2002:2
Valutaväxlingar på marknaden		2002:2
Riksgäldskontorets simuleringsmodell	<i>Anders Holmlund och Sara Lindberg</i>	2002:1
Realavkastning för aktier och realobligationer	<i>Magnus Andersson</i>	2002:1
Upplåning och finansiering under 2001		2002:1
Riktlinjeförslaget i korthet		2001:3
Kontofordringar byts mot statspapper		2001:3
Ny statsskuldväxelpolicy – ett förslag		2001:3



**RIKSGÄLDS
KONTORET**

THE SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

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

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