

Statsupplåning

– prognos och analys

Statens lånebehov

Årsprognosen för 2003	3
Årsprognosen för 2004	4
Lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar	4
Månadsprognoser	6
Statsskulden	6

Finansiering

Bruttoupplåning	7
Nominell kronupplåning	7
Realupplåning	9
Valutaupplåning	11
Sammanfattning	11

Aktuellt

Realobligationsmarknaden växer	
– Italien emitterar femåring	12
Strategisk EUR/USD position avvecklad	
– valuta och räntevinst på 4,5 miljarder	13
Marknadsvård och -utveckling i Sverige	
och några andra europeiska länder	14
Prissättning av statliga garantier i praktiken	18
Statens betalningssystem och nya ramavtal	22

Marknadsinformation

Statsskulden	26
Finansmarknaden	29
Svensk ekonomi	30
Återförsäljare	30

Lånebehovet och statsskulden ökar

Efter flera år med överskott i statens finanser och sjunkande statsskuld stiger nu åter lånebehovet och statsskulden. Prognosen för lånebehovet under 2003 och 2004 visar på en sämre utveckling än vad vi bedömde i juni. För 2003 beräknas nettolånebehovet uppgå till 45 miljarder kronor, en försämring med 18 miljarder jämfört med prognosen i juni. Nästa år blir lånebehovet 56 miljarder kronor. Rensat för engångsbetalningar bedömer vi dock, tack vare att samhällsekonomin förväntas vända upp under nästa år, att lånebehovet förbättras något under 2004 jämfört med 2003. Statsskulden ökar 2003 och 2004 med sammanlagt 79 miljarder kronor. Som andel av BNP kommer skulden i princip att vara oförändrad runt 51 procent.

Att vi har underskott i statsbudgeten är enligt gällande planer. Riksdagen har angivit att den offentliga sektorn sammantaget ska visa ett överskott på 2 procent över en konjunkturcykel. Men då pensionssystemet för nävarande visar ett överskott om drygt 2 procent så innebär det att statens finanser kan uppvisa ett varaktigt underskott. Det innebär att den offentliga sektorns finansiella sparande i praktiken ligger i pensionssystemet.

Riksgäldskontorets styrelse har i sitt förslag till riktlinjer för statsupplåningen tagit upp frågan om man bör ha som mål att statens budget ska vara balanserad över en konjunkturcykel. Detta skulle beakta både det att pensionssystemet ska vara fristående samt att en åldrande befolkning kommer att innebära ansträngningar på statsbudgeten framöver. Ett mål om balans i statens finanser, med lägre skuld och ränteutgifter ökar säkerhetsmarginalerna. En ändring innebär då att målet för det sammanlagda saldot för hela den offentliga sektorn också höjs i motsvarande grad.

I början av nästa år introducerar Riksgäldskontoret en ny lång obligation med förfall 2020. En längre obligation underlättar skuldförvaltningen när lånebehoven ökar. Samtidigt har pensionsförvaltare behov att matcha sina pensionsutfästelser med långa placeringar. Den nya obligationens löptid blir densamma som en av realobligationerna, vilket gynnar likviditeten i framför allt realobligationsmarknaden.

Den garantimodell som Riksgäldskontoret började använda 1998 beskrivs i en av artiklarna. Modellen syftar till att tydligt visa – och därmed jämställa – de kostnader som en statlig garanti implicit innebär jämfört med andra statliga utgifter, exempelvis för vägbyggen eller sjukvård. Modellen främjar därför en sund finansförvaltning i staten.

Thomas Franzén
Riksgäldsdirektör



Statens lånebehov

Riksgäldskontorets lånebehovsprognos för 2003 pekar på ett underskott i statens betalningar på 45 miljarder kronor, vilket är 18 miljarder mer än i juniprognosen. Det ökade lånebehovet förklaras till stora delar av lägre skattebetalningar under tredje kvartalet samt att utbetalningarna av överskjutande skatt i augusti har varit större än prognostiserat. Lånebehovet för 2004 beräknas stiga till 56 miljarder kronor. Justerat för tillfälliga betalningar förbättras dock statsfinanserna mellan åren med 20 miljarder.

Återhämtningen av den svenska ekonomin har hittills gått långsammare än väntat. I samband med juniprognosen påtalade vi att det fanns risk för en svagare utveckling. Vikande sysselsättning har gjort att de lönebaserade skatterna har utvecklats svagare än prognostiserat. Det är en orsak till att statsfinanserna utvecklats sämre än vad vi räknade med i våras. Utbetalningarna från myndigheter har i stort sett utvecklats som vi prognostiserade. Vårt att notera är att kostnaden för sjukförsäkringen varit lägre än beräknat. Sjukersättningen minskar nu för första gången sedan 1997. Detta är till viss del en effekt av sänkta ersättningsnivåer och införandet av den tredje arbetsgivarfinansierade sjuklöneveckan.

Statens lånebehov 1995–2004

SEK miljarder



Årsprognosen för 2003

Riksgäldskontorets prognos för 2003 pekar på ett lånebehov på 45 miljarder kronor. Högre lånebehov under perioden juni till och med september samt en förväntad fortsatt svag utveckling gör att vi räknar med att lånebehovet för helåret 2003 blir 18 miljarder kronor större än vad som angavs i juniprognosen. Utfallet för lånebehovet har sedan juni varit 10 miljarder kronor större än beräknat. Den sämre utvecklingen förväntas fortsätta främst beroende på mindre skattebetalningar under resten av året och större utbetalningar av överskjutande skatt i december.

Det primära lånebehovet (alla statliga betalningar

exklusive räntor på statsskulden) beräknas till 6 miljarder kronor, vilket är 20 miljarder mer än i juniprognosen. För månaderna juni till och med september blev utfallet 12 miljarder mer än väntat. Det större lånebehovet förklaras till stora delar av mindre preliminärskattebetalningar och större skatteutbetalningar. Bland de preliminära skatterna har inbetalningarna av företagsskatt varit lägre än väntat främst till följd av återbetalning av skatt från 2002. Även inbetalningarna av lönebaserade skatter har varit mindre än väntat och beräknas även bli mindre under den resterande delen av 2003.

En ytterligare faktor som kraftigt bidragit till att öka det primära lånebehovet är utbetalningarna av överskjutande skatt. Utbetalningarna var i augusti 20 miljarder kronor, vilket är 5 miljarder mer än prognostiserat. Den överskjutande skatten härrör från inkomståret 2002 och är ett resultat av att den preliminära debiteringen har varit större än den slutliga skatten.

Bland utbetalningarna har sjukersättningen minskat sedan juniprognosen och har hittills varit 1 miljard kronor lägre än beräknat. Denna trend förväntas fortsätta under resten av 2003. Även utbetalningarna av studiemedel har varit lägre än väntat främst till följd av färre studenter. Riksgäldskontorets nettoutlåning har under perioden juni till och med september varit mindre än väntat. Nettoutlåningen beräknas till 14 miljarder kronor på helåret, vilket är marginellt lägre jämfört med juniprognosen.

Baserat på prognoser från Ekonomistyrningsverket (ESV) och Konjunkturinstitutet (KI) räknade vi i våras med att regeringen under hösten skulle återkomma med kassamässiga utgiftsminskningar på 2 miljarder kronor för att klara utgiftstaket. Vi bedömer nu att regeringen inte behöver vidta några ytterligare besparingsåtgärder i år.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas uppgå till 39 miljarder kronor, vilket är 2 miljarder mindre än föregående prognos. Den lägre prognosen beror främst på att kursförluster antas bli mindre än vad som tidigare beräknats. Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för den aktuella prognosen är den 13 oktober 2003.

▸ Årsprognosen för 2004

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2004 pekar på att statens betalningar kommer att ge ett underskott på 56 miljarder kronor, vilket är 15 miljarder mer än i föregående prognos. Trots att ekonomin förväntas utvecklas starkare 2004 än 2003 ökar lånebehovet. Justerat för tillfälliga betalningar förbättras dock statsfinanserna med 20 miljarder mellan åren. Under 2003 minskar de tillfälliga betalningarna statens lånebehov med 20 miljarder medan de 2004 ökar lånebehovet med 10 miljarder. En mer detaljerad beskrivning av hur de tillfälliga betalningarna påverkar lånebehovet finns i avsnittet *Lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar nedan*. 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	6	4
Räntor på statsskulden	65	39	52
Lånebehov, netto	-1	45	56
Skuldkorrigeringar	51	-22	0
IGN, KAF och PPM	39	-	-
Omvärdering valutalån m.m.	-32	-22	0
Nytt skuldmått*	44	-	-
Kortfristiga placeringar	-2	0	0
Statsskuldens förändring	48	23	56
Statsskulden vid årets slut	1 204	1 227	1 283

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

Det primära lånebehovet beräknas till 4 miljarder kronor för 2004. Det är 10 miljarder mer än vad vi räknade med i juniprognosen. Ökningen beror till stora delar på att skatteintäkterna har reviderats ner. Den svagare konjunkturutvecklingen gör att lönesummetillväxten förväntas bli lägre än vad vi räknade med vid det senaste prognostillfället. Detta gör att de lönebaserade skatterna beräknas minska. I motsatt riktning verkar ökade fyllnads- och kvarskatteinbetalningar. Detta beror bland annat på att reavinsterna under 2003 beräknas bli större än 2002.

Eftersom lönesumman ökar långsammare, minskar kommunskatteutbetalningarna. Detta är ett resultat av att kommunernas skatteinkomster samlas in av staten för att sedan betalas ut till kommunerna. De statliga utbetalningarna för sjukförsäkringar har också reviderats ner sedan juniprognosen. En jämförelse mellan 2003 och 2004 visar att utbetalningarna för dagersättningen, som i huvudsak består av sjukpenning, förväntas minska för första gången sedan 1997. Sänkta ersättningsnivåer och färre antal sjukpenningdagar, delvis till följd av införandet av den tredje arbetsgivarfinansierade sjuklöneveckan, gör att utbetalningarna för sjukpenning minskar.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och bolag beräknas uppgå till 21 miljarder kronor. Det är 2 miljarder kronor mer än i juniprognosen. Ökningen beror på att regeringen meddelat att amorteringar på lån för infrastrukturprojekt kommer att senareläggas samt på ökad utlåning till SJ AB.

Enligt prognoser från ESV och KI kommer utgiftstaket 2004 att överskridas med 8 miljarder respektive 1 miljard kronor om inte regeringen vidtar åtgärder. Delar av de åtgärder som regeringen förväntas vidta beräknas leda till kassamässiga besparingar. Vi räknar med kassamässiga utgiftsminskningar på 4 miljarder kronor. 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 budgetpropositionen, men i linje med erfarenheterna från senare år, då utförsäljningsinkomsterna har uteblivit.

Räntebetalningarna på statsskulden för 2004 beräknas uppgå till 52 miljarder kronor. Ökningen jämfört med 2003 förklaras av att överkurserna vid emissioner minskar och att kursförlusterna vid återköp ökar. Nettoeffekten medför en ökning av räntebetalningarna på 14 miljarder kronor under 2004 jämfört med 2003. Räntebetalningarna kommer därmed att ligga på en nivå som är mer normal, i förhållande till statsskuldens storlek och nuvarande räntenivå.

Jämfört med föregående prognos beräknas räntorna under 2004 öka med 5 miljarder kronor. Även denna ökning förklaras av att överkurserna minskar samtidigt som kursförlusterna ökar. Under 2004 planerar Riksgäldskontoret att introducera tre nya lån. Introduktionerna kommer att innefatta byten mellan gamla och nyemitterade obligationer. Bytena påverkar räntebetalningarna genom att det uppstår kursförluster alternativt kursvinster. Omfattningen och formerna för dessa byten kommer att bestämmas senare. Det innebär att det finns en viss osäkerhet hur det kommer att påverka räntebetalningarna under 2004. För mer information om de nya lånen se avsnittet *Finansiering*.

Prognosförutsättningar: Riksgäldskontoret baserar prognosen på den makroekonomiska bild som Konjunkturinstitutet (KI) presenterade i Konjunkturläget i augusti. I KI:s rapport från augusti spås en fortsatt svag konjunkturutveckling under 2003, medan konjunkturläget beräknas förbättras under 2004. Riksgäldskontoret gör emellertid bedömningen att återhämtningen blir långsammare än vad KI räknade med i augustirapporten. Denna bild återspeglas även i septemberpublikationen av KI:s konjunkturbarometer.

Lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar

Vid en långsiktig analys av statsfinanserna ger lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar en mer rättvisande bild av utvecklingen. Under perioden 2000 till 2004 försämras de underliggande statsfinanserna med 95 miljarder.

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
Lönesumman ¹	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-2
Öppen arbetslöshet	4
Räntenivån 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 – tidshorizonten i tabellen – är större än den permanenta effekten.

Lånebehovet under 2003 prognostiseras till 45 miljarder kronor och 56 miljarder nästa år. Justerat för tillfälliga betalningar visar beräkningarna ett lånebehov på 65 miljarder kronor i år och 45 miljarder nästa år. Det underliggande lånebehovet minskar därmed med 20 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 lånebehovet med runt 20 miljarder 2003 medan tillfälliga betalningar nästa år ökar lånebehovet med runt 10 miljarder kronor.

Årets tillfälliga betalningar på 20 miljarder kronor utgörs i huvudsak av förfallande bostadsobligationer motsvarande 13 miljarder, som överförs från AP-fonderna och av överkurser vid emissioner 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 2000 – 2004.

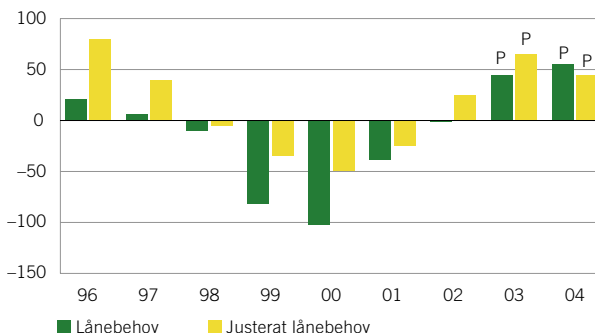
Lånebehov justerat för tillfälliga betalningar, miljarder kronor

	2000	2001	2002	2003	2004
Lånebehov	-102	-39	-1	45	56
Försäljning statlig egendom	76				
Extrautdelning Riksbanken			20		
Överföring från AP-fonden	45	42	7	13	4
In- och utlåning	-56	-25	-3	-12	-19
Statsskuld räntor	-14	-5	-1	15	5
Övrigt	1	2	-2	4	0
Justerat lånebehov	-50	-25	20	65	45

För 2004 beräknas de tillfälliga utbetalningarna vara större än de tillfälliga inbetalningarna. Totalt räknar vi med att staten måste låna 10 miljarder kronor för att finansiera tillfälliga utbetalningar. Under 2004 förfaller bostadsobligationer till ett värde av 4 miljarder kronor och överkurser vid emissioner beräknas uppgå till 5 miljarder kronor. De tillfälliga utbetalningarna från Riksgäldskontorets nettoutlåning beräknas uppgå till 19 miljarder kronor.

Redovisat och justerat lånebehov

SEK miljarder



Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett lånebehov på 45 miljarder kronor, vilket är 1 miljard kronor mer än regeringen. KI och ESV räknar med ett lånebehov på 33 respektive 38 miljarder kronor. Justerat för kända skillnader i försäljnings- och ränteantaganden visar Riksgäldskontorets prognos ett högre lånebehov än KI, ESV och regeringen. Skillnaderna gentemot KI och ESV är förhållandevis stora med tanke på att större delen av året redan gått. KI redovisade en prognos för statens lånebehov i augusti, ESV och regeringen i september.

Jämförelse mellan lånebehovsprognoser, miljarder kronor

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	03	04	03	04	03	04	03	04
Primärt lånebehov	6	4	2	-6	-9	-9	-4	6
Räntor på statsskulden	39	52	42	48	42	45	42	47
Lånebehov	45	56	44	42	33	36	38	53
Lånebehov med RGK-räntor och försäljningsinkomster	45	56	41	61	30	43	35	58

Riksgäldskontorets prognos för 2004 visar på ett lånebehov på 56 miljarder kronor, vilket är något högre än ESV, och betydligt högre än såväl regeringen som KI. Rensat för kända skillnader i försäljnings- och ränteantaganden är lånebehovet 2 miljarder lägre än vad ESV prognostiserat, 5 miljarder kronor lägre än regeringens beräkning, men 13 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 särskilt mycket, vilket är förvånande med hänsyn till bortfallet av tillfälliga inbetalningar 2004. Regeringens lägre prognos beror till största delen på antagandet om 15 miljarder i försäljningsinkomster.¹ Dessutom räknar RGK med högre räntebetalningar på statsskulden.

¹ Riksgäldskontoret antar, liksom ESV och KI, inga försäljningsinkomster under 2003 och 2004. Regeringen antar att dessa uppgår till 15 miljarder kronor 2004.

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 månadsskifte. Prognosen för lånebehovet i oktober 2003 är 5,2 miljarder kronor, vilket är 2,5 miljarder mer än föregående prognos. Det stora underskottet i januari förklaras av den årliga utbetalningen till premiereservsystemet. Stora skatteinbetalningar är förklaringen till överskottet i februari.

Statens lånebehov 2003, miljarder kronor

	Okt.	Nov.	Dec.	Jan.	Feb.
Primärt lånebehov	4,4	1,2	14,4	34,1	-32,8
Räntor på statsskulden	0,8	-0,2	7,4	5,6	8,1
Lånebehov	5,2	1,0	21,8	39,7	-24,7

Statsskulden

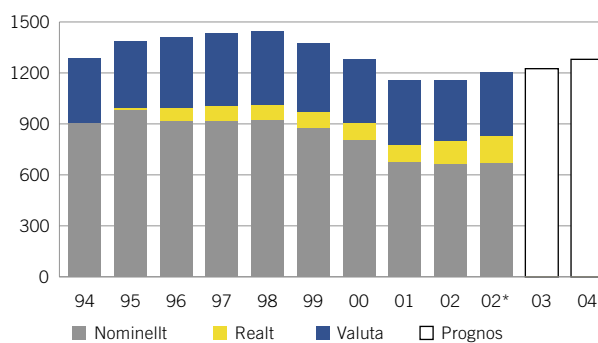
Statsskulden var vid utgången av september månad 1 199 miljarder kronor, vilket är en minskning sedan årsskiftet med 5 miljarder kronor. Skulddispositioner har minskat skulden med 22 miljarder medan lånebehovet har ökat skulden med 17 miljarder sedan årsskiftet.

Bland skulddispositionerna har omvärdering av valutaskulden till följd av en starkare kronkurs har minskat skulden med 17 miljarder kronor och övriga skulddispositioner med 5 miljarder kronor.

Framöver finns inga andra kända statsskuldspåverkande effekter än nettolånebehovet, vilket för resterande delen av 2003 beräknas uppgå till 28 miljarder. Detta innebär att statsskulden vid det kommande årsskiftet beräknas uppgå till 1 227 miljarder kronor. Vid utgången av 2004 beräknas statsskulden uppgå till 1 283 miljarder.

Statsskulden 1994–2004

SEK miljarder*



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

Finansiering

En ny sjuttonårig obligation, med samma förfalldatum som en av realobligationerna, introduceras i januari och en ny femårig obligation i mars 2004. Emissionsvolymen i nominella statsobligationer kommer att behållas oförändrad på 4 miljarder kronor per auktion. Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att även fortsättningsvis emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Valutaupplåningen kommer att minska från 20 till 8 miljarder kronor nästa år.

Bruttoupplåning

Nettolånebehovet beräknas, som framgår av tidigare avsnitt, bli 45 miljarder kronor 2003 och stiga till 56 miljarder kronor nästa år. Riksgäldskontoret behöver dessutom finansiera förfallande obligationslån och uppköp. Det sammantagna finansieringsbehovet beräknas bli 135 miljarder kronor i år och 178 miljarder kronor 2004, varav 136 respektive 111 miljarder kronor finansieras med obligationsupplåning i kronor och utländsk valuta.

Finansiering 2003 och 2004, miljarder kronor

	2003	2004
Nettolånebehov	45	56
Förändring av kassabehållning ¹	-3	20
Förfallande obligationslån, samt byten och uppköp	93	102
Förfall, statsobligationer	10	16
Förfall, valutalån ²	30	22
Uppköp och byten av obligationer till skuldväxlar	53	64
Summa	135	178
Privatmarknadsupplåning	2	2
Nettofinansiering med statsskuldväxlar ³	-3	65
Obligationssupplåning, brutto	136	111
Utländsk valuta ²	14	4
Reala statsobligationer ⁴	17	15
Nominella statsobligationer ⁵	105	92
Finansiering	135	178

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor.

² Direkta valutalån, avista, värderade till anskaffningskurser.

³ Förändring av statsskuldväxelsstocken.

⁴ Emissionsvolym per auktionsmånad, genomsnitt 1,9 1,5

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 tabellen redovisas även den fördelning av obligationsupplåningen under 2003 och 2004 på nominella statsobligationer, realobligationer och valutaupplåning som Riksgäldskontoret beräknar göra för att uppnå målen för duration och valutaamorteringstakt.

Nominell kronupplåning

Nominella statsobligationer

Tre nya obligationslån nästa år

Riksgäldskontoret kommer den 28 januari 2004 att introducera en ny statsobligation med längre löptid än tio år. För närvarande finns inte någon sådan. Obligationen kommer att ha en löptid på ca 17 år och samma förfalldatum som realobligationen 3102, dvs. den 1 december 2020.

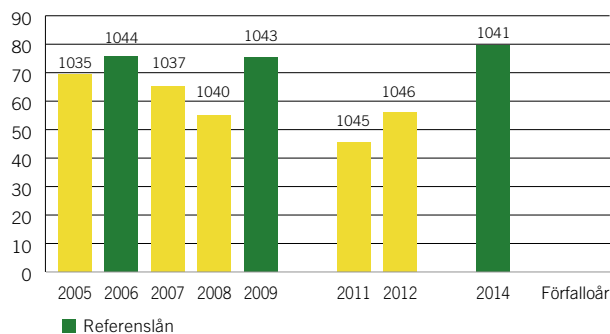
En sådan obligation kommer att underlätta styrningen av durationen med begränsade ändringar av emissionsvolymerna under perioder med växande lånebehov. Prisbildningen på den svenska obligationsmarknaden underlättas genom att det blir lättare att jämföra svenska och utländska långa räntor. Genom valet av samma förfallotidpunkt som för en realobligation bör likviditeten på bägge marknaderna kunna stärkas. Utvecklingen av marknaden för längre swappar gynnas också.

Reaktionerna från investerare har varit positiva. Bland annat kan investerare lättare matcha åtaganden på skuldsidan med motsvarande nominella räntetilgångar i svenska kronor. Placeringsutredningens¹ förslag skulle, om det genomförs, sannolikt stärka ett sådant behov. I och med att efterfrågan på en lång obligation bedöms bli stark och dessutom bidra till utvecklingen av marknaden, är introduktionen av en lång obligation kostnadsmissigt motiverad. ▶

¹ Förslag till ett moderniserat solvenssystem för försäkringsbolag, Slutbetänkande av Placeringsutredningen, SOU 2003:84.

Nominella statsobligationer (benchmarklån)

SEK miljarder



- ▶ Ett nytt femårigt lån med förfall den 1 december 2009 kommer att introduceras den 10 mars 2004. Lånet kommer att fylla en lucka mellan lån 1043 (januari 2009) och 1045 (mars 2011). I annat fall skulle det femåriga referenslånet ha blivit alltför kort och senare alltför långt under en stor del av nästa år.

De två nya lånen kommer att introduceras med auktioner. Under efterföljande bankdagar kommer andra obligationer att kunna bytas mot de nya. Villkoren för bytena kommer att annonseras i ett pressmeddelande den 4 december 2003.

I början av hösten 2004 planeras ett nytt tioårigt lån att ges ut. Mer information kommer att presenteras i kommande Statsupplåningsrapport.

Nya obligationer – förfall och emissionsdatum

Obligation	Förfall	Introduktion
17-årig (1047)	1 dec 2020	28 jan 2004
5-årig (1048)	1 dec 2009	10 mar 2004
10-årig (1049)	2015 eller 2016	början av hösten 2004

Tidsplan

Datum	Aktivitet
4 dec	Pressmeddelande om byten av 1047 och 1048
7 jan	Pressmeddelande om byten av 1035 mot statsskuldväxlar
14 jan	Villkor för emission av 1047
28 jan	Emission av ny 17-årig obligation 1047
29 jan-3 feb	Byten av obligationer mot 1047
9-13 feb	Byte av obligation 1035 mot statsskuldväxlar
25 feb	Villkor för emission av 1048
10 mar	Emission av ny femårig obligation 1048
11-16 mar	Byten av obligationer mot 1048

Fyra lån aktuella vid emissionerna

Obligationssupplåningen har huvudsakligen gjorts i de referenslån med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektroniska interbankmarknaden. Dessa lån har därmed vad som internationellt brukar kallas "on the run"-status.²

² De lån som räknas som referenslån i den elektroniska handeln avgörs av vilka lån som löptidsmässigt ligger närmast två, fem eller tio år. Referenslån ändras emellertid endast vid IMM-datum (tredje onsdagen i mars, juni, september och december) med kriteriet att lånen löptidsmässigt ska ligga närmast två, fem eller tio år vid efterföljande IMM-datum. Med denna ändring kommer ett underliggande lån i terminskontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

Upplåningsinstrument och swappar

Riktlinjerna för statsskuldspolitiken innebär något förenklat att Riksgäldskontoret ska uppnå en viss exponering i kort- respektive lång upplåning och mellan kronor respektive utländsk valuta (i termer av en viss amorteringstakt av valutaskulden). Dessa mål kan uppnås genom att fördela upplåningen mellan 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 swappmarknaden innebär att RGK i ett första steg emitterar en obligation i svenska kronor. Därefter görs en ränteswapp i svenska kronor, där RGK mottar fast ränta och betalar rörlig ränta (Stibor). Vinsten i transaktionen är att låneräntan på obligationen är lägre än den ränta RGK mottar i ränteswappen (skillnaden kallas 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 obligationsmarknaden som upplåningskälla (kron/swappupplåning). Först emitteras en obligation som swappas till kort ränta (se ovan). Sedan görs en s.k. basswapp, som innebär

att man byter rörlig ränta i kronor mot rörlig ränta i en utländsk valuta (skuldbytesavtal). Samtidigt köper RGK den utländska valutan avista då transaktionen ingås och säljer valutan då den stängs. Basswappen har samma löptid som ränteswappen men räntebetalingarna baseras på tre- eller sexmånaders rörlig ränta. I basswapparna mottar RGK rörlig Stiborränta, och betalar rörlig ränta i euro, Euribor. Med denna teknik kan RGK tillgodogöra sig swappspreaden minus en mindre kostnad för att genomföra basswappen. Upplåningskostnaden blir i princip den rörliga Euriborräntan minus swappspreaden.

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

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

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

I och med introduktionen av ett sjuttonårigt lån kommer även denna obligation att emitteras under nästa år.

Lån 1043 (5,00 %, jan 2009) med en utestående volym på 75 miljarder kronor handlas för närvarande som femåring i det elektroniska systemet. Den nya femåringen 1048 kommer att handlas som femåring i det elektroniska systemet från och den 16 juni 2004. Den nya obligationen kommer dock att emitteras redan i mars.

Lån 1041 (6,75 %, maj 2014) med utestående volym på 80 miljarder kronor handlas för närvarande som tioåring. Den nya tioåringen 1049 som emitteras i början av hösten blir referenslån den 15 december 2004.

Under våren kommer huvudsakligen de nya fem- och sjuttonåriga lånen att emitteras vid auktionerna. Under hösten kommer i huvudsak det sjuttonåriga och det nya tioåriga lånen att emitteras. I genomsnitt kommer en emission per kvartal att ske i det tvååriga segmentet.

Emissionsvolymen per auktion oförändrad

Riksgäldskontoret räknar med ett finansieringsbehov i nominella obligationer på 105 miljarder kronor under innevarande år och 92 miljarder kronor 2004. Det nya sjuttonåriga lånet håller uppe durationen. Det större nettolånebehovet nästa år kan därför finansieras med kortare lån.

Emissionsvolymen var 5 miljarder kronor per auktion från mars 2003 och minskade till 4 miljarder kronor i september. De planerade obligationsemissionerna 2004 innebär en oförändrad emissionsvolym på 4 miljarder kronor per auktion.

Strippning av nominella obligationer slopas

Riksgäldskontoret införde 1999 så kallad strippning för nominella obligationer. Strippning innebär att man delar upp vissa nominella obligationer i kuponger och kapitalbelopp, som sedan kan handlas separat från varandra. Strippning infördes efter internationellt mönster, men intresset i den svenska marknaden har hittills varit nästan obefintligt. Riksgäldskontoret kommer därför att upphöra med denna facilitet.

Nettoupplåning med statsskuldväxlar

Statsskuldväxelfinansiering ökar

Statsskuldväxelstocken beräknas öka, både i kronor och som andel av statsskulden, under 2004.³ Detta är en spegling av den minskade obligationsupplåningen under 2004. För att den nominella kronskulden inte ska få för lång genomsnittlig löptid krävs att upplåningen med statsskuldväxlar ökar.

Hur stor ökningen av statsskuldväxelstocken blir är

beroende av flera relativt osäkra parametrar.⁴ Förändringen av statsskuldväxelstocken mellan 2003 och 2004 kan således komma att avvika väsentligt från uppskattningen i tabellen på sidan 7.

Ränteswappar motsvarande 30 miljarder kronor

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta räntebindningstiden.⁵ Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, ger denna upplåningsteknik möjlighet att sänka statens lånekostnader. Det finns också utrymme för denna teknik, i och med det begränsade behovet av att använda swappar i valutaupplåningen. Vi räknar med att det är kostnadsmässigt motiverat med att ca 25 miljarder kronor av den korta upplåningen tas upp på detta sätt nästa år.

Det innebär att den totala omfattningen av ränteswappar, med och utan koppling till valutaupplåningen bör begränsas till i storleksordningen 30 miljarder kronor i årstakt. Om marknadsförhållandena ändras kan emellertid den faktiska omfattningen avvika från denna uppskattning.

Swapparna kommer att genomföras i relativt jämn takt under året och på löptider som är kostnadseffektiva.

Realupplåning

Emissionspolicy

Oförändrad emissionstakt

Efterfrågan på realobligationer har hittills i år varit fortsatt god. Ränteskillnaden mellan nominella och reala obligationer har legat i linje med inflationsförväntningar och inflationsmål. Hittills i år har realobligationer för 13,5 miljarder kronor eller i genomsnitt ca 1,9 miljarder per emissionsmånad emitterats.

Realobligationer ger ett unikt inflationsskydd för investerare. I takt med att marknaden för realobligationer utvecklas finns det skäl att utgå från 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).

Riksgäldskontoret räknar med att bibehålla emissions-takten på 15 miljarder kronor. Årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning av vad marknadsförhållandena medger. Givet att efterfrågan fortsätter att växa i samma takt som hittills i år finns förutsättningar att emittera något större volymer. ▶

³ I tabellen på sidan 7 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.

⁴ Det kortfristiga finansieringsbehovet och hur mycket statsskuldväxlar som emitteras över årsskiftet påverkar förändringens storlek. Omfattningen av det planerade bytet av en kort obligation till växlar och villkoren för byten vid introduktionen av de nya obligationerna kommer också att vara en viktig faktor. Förändringen mäts mellan den sista bankdagen respektive år, vilket gör att förändringen inte nödvändigtvis ger en rättvisande bild av hur stockens genomsnittliga storlek ändras.

⁵ Se faktarutan om upplåningsinstrument och swappar.

► Ökad förutsägbarhet

Riksgäldskontoret anpassar emissionsvolymerna vid enskilda auktioner till marknadsläget. Syftet med policyn har varit att göra det möjligt för investerare att under en rimlig tidshorisont öka den reala portföljandelen.

Emissionerna i realobligationer har därmed inte riktigt haft samma förutsägbarhet som i de nominella emissionerna. Det är naturligt att lägga större vikt vid förutsägbarheten i takt med att marknaden för realobligationer utvecklas. Fler investerare samt bättre likviditet och djup i marknaden förbättrar förutsättningarna för större förutsägbarhet. Riksgäldskontoret avser att fortsättningsvis minska variationerna i emissionsvolym mellan auktionstillfällena, även om större avvikelser inte kan uteslutas vid tillfällena då marknadsförhållande är mycket speciella. De annonserade emissionsvolymerna kommer således i normalfallet att vara ungefär lika stora vid varje auktion.

Auktion varannan vecka

För närvarande använder sig Riksgäldskontoret av två emissionsdagar, torsdag och fredag, under sista veckan i varje emissionsmånad. Detta har varit motiverat för att uppnå tillräcklig fokus på auktionerna då emitterade volymer varit relativt små. Så pass glesa emissioner gör emellertid att både vi och investerare blir exponerade för ränteläget och ränteskillnader vid ett tillfälle per månad. Detta bidrar till osäkerhet och ibland viss dramatik inför auktionerna.

Riksgäldskontoret kommer att från årsskiftet genomföra auktioner varannan vecka. Emissionsvolymerna är numera större vilket har förbättrat förutsättningarna för tätare auktioner. Detta bör kunna bidra till att minska osäkerheten och ge kortare tid till nästa tillfälle att bjuda i en auktion. Beroendet av räntenivåerna under begränsade perioder skulle också minska.

Riksgäldskontorets bedömning av värdet av tätare auktioner gäller realobligationsmarknaden. På betydligt mer likvida marknader, som t.ex. den för nominella obligationer, är argumenten inte lika starka.

Auktioner i realobligationer kommer att hållas på torsdagar de veckor, dock inte alla, som Riksgäldskontoret emitterar statsskuldväxlar. (Se Auktionsdatum sidan 26.)

Avveckling av reallån med kort återstående löptid

Realobligationer tenderar att förlora i likviditet och få en volatil prisbildning när den återstående löptiden börjar bli kort. Lånen förlorar successivt karaktäristiska egenskaper som instrument för långsiktigt inflationsskydd.

I Statsupplåning 2003:2 diskuterades möjligheten att införa en tydlig policy för hur korta realobligationer ska avvecklas. Policyn skulle ge bättre förutsägbarhet och transparens.

Vi föreslog att en maximal volym på t.ex. 10 miljarder kronor byts mot ett eller flera längre reallån under varje år som avvecklingen pågår. Ett sådant schema skulle inne-

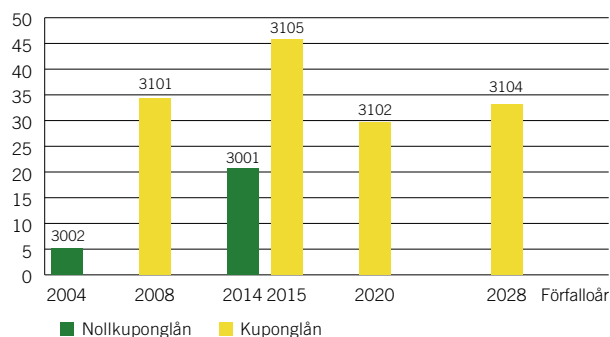
bära att den utestående stocken reduceras i den takt som investerarna vill byta till sig längre realobligationer, men inte snabbare än med 10 miljarder kronor per år. Utgångspunkten för en mer ordnad avveckling av korta reallån bör vara att när bytesprogrammet är avslutat så upphör Riksgäldskontorets åtagande för likviditet och andrahandsmarknad helt och hållet. Reaktionen på förslaget har varit positiva.

Lån 3101, med förfall i december 2008, bedöms för närvarande och under nästa år ha goda marknadsförutsättningar och kunna bidra med likviditet och prisbild i det korta segmentet av realräntekurvan. Riksgäldskontoret bedömer därför att en avveckling i syfte att ge investerare möjlighet att byta till sig längre och mer likvida lån bör påbörjas först 2005.

En mer detaljerad avvecklingsplan annonseras senare.

Reala statsobligationer

SEK miljarder



Aktuella lån vid emissionerna

Fortsättningsvis kommer lånen 3105, 3102 och 3104 att vara emissionskandidater (se diagram för information om förfalloår och utestående volymer). Vi räknar inte med att emittera i lån 3101.

Villkoren vid emissionerna bestäms efter förslag från återförsäljare och investerare och baseras på det rådande efterfrågeläget och prisbilden. Både investerare och återförsäljare är välkomna att föra en löpande dialog med RGK kring realobligationer och lämna förslag inför enskilda emissioner.

De annonserade emissionsvolymerna kommer, som diskuterades ovan, att normalt vara i samma storleksordning vid varje auktion. Riksgäldskontoret avser dock att, vid de tillfällen då efterfrågan bedöms som stark men osäker, fortsätta använda flexibla emissionsvolym. 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.

Ingen strippning av realobligationer

Strippning innebär att man delar upp obligationerna i kuponger och kapitalbelopp, som sedan kan handlas separat från varandra. Genom strippning av realobligationer kan instrument med riktigt lång duration skapas, vilket är intressant för aktörer som vill förlänga sin duration markant. Efter en dialog med marknadsaktörerna konstaterar vi att efterfrågan inte är tillräckligt stark för att i dagsläget införa en strippningsmöjlighet.

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 44 miljarder kronor. För att uppnå målet för amorteringstakten behöver RGK således ta upp lån motsvarande 20 miljarder kronor i utländsk valuta.

Under 2004 minskar förfallande lån till 33 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas därmed minska till 8 miljarder kronor. Detta är något lägre jämfört med förra prognosen i juni.

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 beror på vilka räntevillkor som kan uppnås.

Valutaupplåning 2003 och 2004, miljarder kronor

	2003	2004
Valutalånebehov, brutto	20	8
Riktmärke för valutaamortering	-25	-25
Förfall, valutalån ¹	30	22
Förfall, valutaswappar	10	11
Realiserade valutakursdifferenser	4	0
Valutaupplåning, brutto	20	8
Direkt valutaupplåning ¹	15	4
Kortfristig valutaupplåning, netto ²	-1	0
Valutaswappar, brutto	6	4

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

² Commercial paper (statsskuldväxlar i utländsk valuta)

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

Det har varit möjligt att ta upp en något större andel direkt valutaupplåning än vad som tidigare prognostiserats eftersom det varit möjligt att uppnå gynnsamma lånevillkor. Hittills i år har valutalån motsvarande 11 miljarder kronor tagits upp och motsvarande 6 miljarder kronor i kron/swappupplåning.

För 2004 har en schablonmässigt fördelning angivits mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika väsentligt från detta scenario.

Sammanfattning

En ny sjuårig obligation, med samma förfalldatum som en av realobligationerna, kommer att introduceras den 28 januari 2004. En ny femårig obligation introduceras den 10 mars. Under början av hösten 2004 introduceras en ny tioårig obligation.

Trots ett större finansieringsbehov nästa år kommer obligationsupplåningen att minskas från 105 till 92 miljarder kronor. Emissionsvolymen kommer att hållas oförändrad på 4 miljarder kronor per auktionstillfälle. Den nya sjuåriga obligationen håller uppe statsskuldens löptid (duration). För att den nominella kronskulden inte ska få för lång genomsnittlig löptid krävs att upplåningen med statsskuldväxlar ökar.

Riksgäldskontoret kommer att göra ränteswappar för ca 30 miljarder kronor i årstakt. Huvuddelen av dessa görs i stället för upplåning i statsskuldväxlar.

Efterfrågan på realobligationer har varit fortsatt god under året. Riksgäldskontoret bedömer att det även fortsättningsvis finns förutsättningar att emittera ca 15 miljarder kronor i årstakt.

Från årsskiftet kommer realobligationer att emitteras i en auktion varannan vecka i stället för som nu i två auktioner mot slutet av varje månad. Förutsägbarheten kommer även att stärkas. Utbudet volym kommer normalt att vara i ungefär samma storleksordning vid varje auktion.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Det innebär att valutaupplåningen i år begränsas till 20 miljarder kronor och nästa år till 8 miljarder kronor.

Den strippningsfacilitet (uppdelning av obligationer i kuponger och kapitalbelopp) som nu finns för vissa nominella obligationer slopas mot bakgrund av det obefintliga intresset. Någon motsvarande facilitet för realobligationer är inte heller aktuell.

Realobligationsmarknaden växer – Italien emitterar femåring

Marknaden för realobligationer fortsätter att växa och utökades under september med ett nytt femårigt reallån utgivet av Italien. Det är första gången som Italien ger ut realobligationer. Den globala realobligationsmarknaden har vuxit från 190 miljarder USD 1998 till 440 miljarder i oktober 2003.

I dag existerar förutom nationella marknader även en euro-marknad för realobligationer. Frankrike var det första landet att länka reallån till harmoniserat index för europeisk inflation, och har hittills introducerat en 10-åring och en 30-åring. I och med Italiens lansering är den europeiska realkurvan nu utökad med en femåring. Dessutom gav Grekland ut ett mindre reallån tidigare i år, med 20 års löptid, länkat till samma inflationsmått.

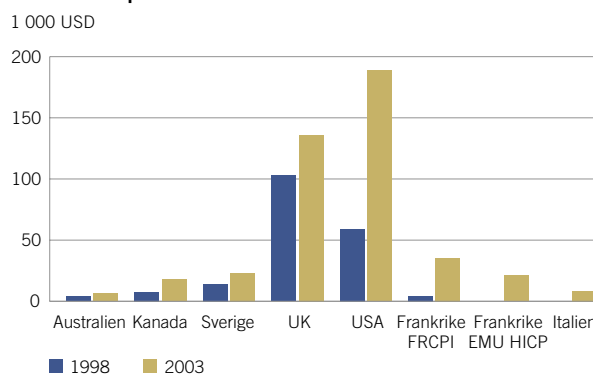
Den internationella marknaden för realobligationer har vuxit kraftigt de senaste fem åren. Marknaden för realobligationer bestod för fem år sedan huvudsakligen av Storbritannien, USA, Sverige, Kanada, Frankrike och Australien. Totalt var marknadsvärdet cirka 190 miljarder USD, där Storbritannien stod för hälften av den befintliga stocken.

Realmarknaden som från början var en udda nisch-marknad har kommit att bli en betydande internationell marknad för en separat tillgångsklass. Fortsatt fokusering på realupplåning bland majoriteten av de tidiga emittenterna och tillkomsten av nya emittenter har fått marknadsvolymen att öka. Fram till oktober i år har den mer än fördubblats till nuvarande cirka 440 miljarder USD.

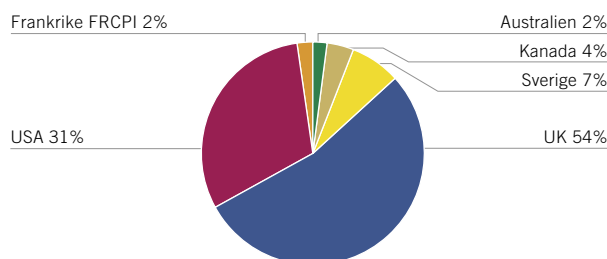
Mot bakgrund av att fler länder nu är aktiva och fortsätter att öka sin realupplåning som andel av total statsskuld och att även Japan uttalat avsikten att komma in i realmarknaden kommer den totala volymen troligtvis att fortsätta växa i storlek och betydelse.

Att nya emittenter etablerar sig i realmarknaden bidrar positivt till dess utveckling. Ett bredare och större utbud av realobligationer förbättrar tillgängligheten och likviditeten. Fler investerare börjar se realobligationer som en etablerad tillgångsklass vilket gynnar efterfrågan.

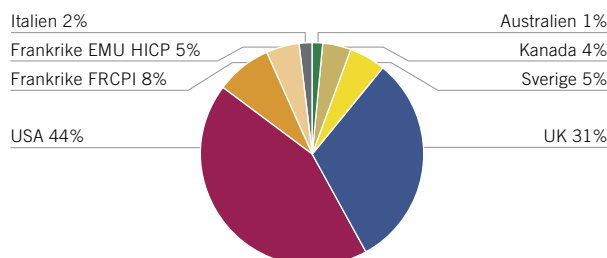
Den internationella realobligationsmarknadens storlek har fördubblats på fem år



Den internationella realobligationsmarknadens fördelning 1998



Den internationella realobligationsmarknadens fördelning 2003



Strategisk EUR/USD position avvecklad – valuta- och räntevinst på 4,5 miljarder

RGK har under knappt tre års tid haft en högre andel dollar- och en lägre andel eurosuld än normalt. Denna position är nu avvecklad och kursvinster motsvarande 4 200 miljoner kronor har låsts in. Till detta ska läggas den positiva räntedifferens som RGK tjänat med en större skuld i dollar och en mindre tillgång i euro. Detta har uppskattningsvis gett ett positivt tillskott på 300 miljoner kronor. Totalt sett har RGK därmed realiserat en vinst på 4 500 miljoner kronor. Denna vinst har i takt med att den realiserats bidragit till lägre räntekostnader för valutaskulden.

Efter introduktionen av euron i januari 1999 försvagades den nya gemensamma valutan i stort sett utan uppehåll under två års tid. I slutet av år 2000 hade dock euron kommit tillbaka något från bottennoteringen då det endast krävdes 82,5 amerikanska cent för en euro.

Riksgäldskontoret beslöt då att ta en position i valuta- relationen euro mot dollar. Beslutet fattades mot bakgrund av det redan då mycket stora amerikanska bytesbalansunderskottet. På lång sikt ansåg RGK att dollarn måste försvagas för att korrigera den externa obalansen. De flesta bedömningar av en rimlig växelkurs låg vid tillfället i spannet 1,10-1,20, en åsikt som RGK också delade.

För att positionera sig köpte RGK den 20 och 21 december år 2000 euro och sålde dollar till ett värde motsvarande sex procent av den totala valutaskulden.¹ Dessa köp gjorde RGK på termin och på det viset minskade skulden exponeringsmässigt i euro och ökade i dollar. Köpen gjordes till en genomsnittlig kurs på 0,8970 dollar per euro.

Det skulle komma att dröja ungefär ett och ett halvt år innan den förutspådda korrigeringen inleddes. För att hantera positionen på ett disciplinerat sätt inleddes en stegvis avvecklingen den 26 juni 2002 då en tolfedel av ursprungspositionen stängdes till en kurs kring 0,99. Veckan innan jul samma år låstes ytterligare en tolfedel in till en kurs strax över 1,0150.

¹ Den underliggande låneportföljen består till en större del än det beslutade riktmärket av dollardenominerade obligationer. För att nå den exponeringsmässigt önskade andelen dollar måste RGK därför köpa dollar och sälja de andra benchmarkvalutorna. Genom att RGK i och med den nya positionen sålde dollar och köpte euro på termin har dessa terminer kunnat nettas mot redan existerande terminskontrakt. På detta vis har RGK under en period kunnat dra ner terminsboken och sparat transaktionskostnader. Besparingen kan uppskattas till mellan 10 och 20 miljoner kronor för perioden.

Hanteringen av Riksgäldskontorets strategiska position



Därefter stängdes positionen successivt på nivåer kring 1,05, 1,09, 1,12, 1,15 och strax under 1,17. Efter denna mycket snabba och kraftiga försvagning av dollarn vidtog en konsolideringsfas, framför allt ledd av bättre statistik över utvecklingen i den amerikanska ekonomin och förhoppningar om att de stora finans- och penningpolitiska stimulanserna av ekonomin skulle få effekt. Konsolideringen av dollarn var förvånansvärt stark samtidigt som de ursprungliga målnivåerna för positionen redan var uppnådda. För att säkra de stora vinster som redan uppnåtts valde RGK under den tidiga hösten 2003 att stänga den kvarvarande fjärdedelen av den ursprungliga positionen till en kurs strax under 1,10.

Hela positionen är nu stängd och kursvinster motsvarande 4 200 miljoner kronor har låsts in. Till detta ska läggas den positiva räntedifferens som RGK tjänat med en skuld i dollar och tillgång i euro. Detta har uppskattningsvis gett ett positivt tillskott på 300 miljoner kronor. Totalt sett har RGK därmed realiserat 4 500 miljoner kronor. Denna vinst har i takt med att den realiserats bidragit till lägre räntekostnader för valutaskulden.

Marknadsvård och -utveckling i Sverige och några andra europeiska länder

Målet för Riksgäldskontoret är att minimera kostnaden för statsskulden. En del i arbetet mot detta mål är att vårda och utveckla den svenska statspappersmarknaden. I detta ligger en mängd insatser som ska öka likviditeten och minska osäkerheten i statspappersmarknaden. Riksgäldskontoret har genomfört två undersökningar för att utvärdera hur marknadsvården fungerat de senaste åren.

Det är omöjligt att mäta exakt vilka besparingar marknadsvård ger, eftersom man inte vet vad räntenivån skulle ha varit om den inte utförts. RGK har därför valt att i stället göra en kvalitativ utvärdering av marknadsvården och den svenska marknadens funktion sådan den sett ut under de senaste åren. I korthet är slutsatserna av utvärderingen att:

- RGK:s system med benchmarklån och återförsäljare följer väl etablerad praxis från många länder. Antalet återförsäljare i den svenska marknaden är dock lägre än i andra länder.
- RGK:s marknadsvårdande repofacilitet utnyttjas betydligt oftare än motsvarande faciliteter i andra länder. Pris-sättningsstrukturen är också mer komplicerad i Sverige än i jämförelseländerna.
- RGK anses vara ett av de mest öppna skuldkontoren i världen. Marknadsaktörerna anser att informationen från RGK blivit allt bättre sedan mitten av nittio-talet.

- RGK:s direkta kontakter med investerare kan bli mer strukturerade.

Marknadsvård är en viktig del av RGK:s löpande arbete. Ett skäl är att Sverige är en relativt liten marknad. Det ökar behovet av en aktiv emittent som exempelvis stöder likviditeten. Större marknader har högre naturlig likviditet och klarar sig oftast utan emittentens medverkan. I stora statspappersmarknader, som Frankrike och USA, behöver emittenten därför inte stödja och utveckla marknaden på samma sätt eller i samma omfattning som emittenter i mindre länder.

RGK:s arbete för att öka likviditeten

Riksgäldskontorets åtgärder för att öka likviditeten i den svenska statspappersmarknaden har tre fundamentala delar: benchmarklån, återförsäljarsystem och repofaciliteter.

Riksgäldskontorets marknadsvårdsundersökning

Utvärderingen av Riksgäldskontorets marknadsvårdsarbete baseras på två undersökningar: dels en enkät om marknadsvårdsarbete riktad till andra statliga låntagare, dels en intervjuundersökning med aktörer i den svenska statspappersmarknaden.

Enkäten skickades till fem europeiska skuldförvaltare: Belgien, Danmark, Frankrike, Holland och Storbritannien. Detta urval är visserligen litet, men täcker ändå in både små och stora låntagare, samt länder som är med i respektive står utanför EMU.

De olika skuldförvaltarna fick svara på frågor om bland annat repoaktiviteter, låneplaner och kommunikation med marknaden.

Intervjuundersökningen omfattade sammanlagt 16 personer från 12 institutioner. I gruppen ingick traditionella förvaltare, hedgefonder och internationella investmentbanker.

Enkäten skickades till ett litet men representativt urval länder i Europa

	Marknadsstorlek	
	Liten/Medel	Stor
EMU	Belgien Nederländerna	Frankrike
Icke-EMU	Danmark	England

Intervjuerna genomfördes kring ett antal teman, som:

- Likviditet och prisbildning i den svenska marknaden
- Riksgäldskontorets aktiviteter i och kommunikation med marknaden
- Exempel från andra emittenter som RGK bör ta efter.

Ett system med *benchmarklån* innebär att man koncentrerar lånestocken till ett litet antal lån och därigenom ökar förutsättningarna för likvid handel i andrahandsmarknaden.

Återförsäljare fungerar i Sverige dels som intermediärer mellan Riksgäldskontoret och investerarna i auktioner, dels som marknadsгарanter i andrahandsmarknaden.

Repofaciliteten innebär slutligen att RGK kortfristig lånar ut statspapper. Det minskar risken för brist i enskilda statspapper och bidrar till bättre likviditet och prisbildning på andrahandsmarknaden. En repa innebär att RGK tar upp ett kort lån och räntan är därför kopplad till de kortaste marknadsräntorna.

Benchmarklån

Riksgäldskontorets nominella obligationsstock är jämnt fördelad på nio benchmarklån med löptider mellan två och drygt tio år. Emissionerna koncentreras enligt ett vanligt internationellt mönster till vissa löptider, i Sverige två, fem och tio år. Den totala volymen fördelas med hänsyn till durationsmålets krav, förfallostrukturens utveckling och marknadens efterfrågan.

Riksgäldskontorets benchmarkfilosofi följer väl etablerad praxis från många länder. Särskilt bland små och medelstora låntagare dominerar systemet med stora benchmarklån som byggs upp löpande.

Även Riksgäldskontorets metoder för att introducera nya och fasa ut gamla lån genom olika former av byten får gott betyg av investerare och banker: metoderna har använts i flera år, är väl beskrivna och fungerar bra.

Återförsäljarsystem

De flesta statspappersmarknader är organiserade med återförsäljare och marknadsгарanter. Det beror på att orderflödet i statspappershandel kännetecknas av större men mindre frekventa transaktioner än i t.ex. aktiehandel. Därför behövs intermediärer som kan jämnar ut temporära skillnader mellan utbud och efterfrågan.

En annan uppgift för återförsäljarna är att hjälpa till att bredda investerarbasen, både när det gäller antal och kategorier av investerare. Ju större och mer heterogen investerarbasen är, desto större är sannolikheten att det ska finnas motgående intressen, vilket ökar likviditeten i marknaden.

I intervjuundersökningen pekar flera investerare på att antalet återförsäljare i den svenska marknaden minskat kraftigt de senaste fem åren, från tretton till sju stycken, och att detta varit negativt för likviditeten.

Sverige har också i ett internationellt perspektiv få återförsäljare. Länderna i enkätundersökningen har i genomsnitt 15 återförsäljare, varav en stor del är utländska. Danmark saknas i tabellen eftersom de inte hade ett system med återförsäljare när undersökningen genomfördes.

Sverige har få återförsäljare jämfört med referensländer

	Totalt	Utländska
Belgien	16	13
Frankrike	22	11
Nederländerna	13	10
Storbritannien	16	13
Sverige	7	1

Källa: *Nätplatser och OECD [2002a] (utländska återförsäljare).*

Många marknadsaktörer anser att fler återförsäljare skulle vara positivt för likviditeten, förutsatt att de har tillgång till en annan investerarbas än de nuvarande återförsäljarna. Ur det perspektivet vore det bra att kunna lägga ytterligare utländska banker till gruppen av återförsäljare.

Samtidigt visar RGK:s erfarenhet att utländska intermediärer ibland har ett ganska sporadiskt engagemang i marknaden och bara bidrar marginellt till ökad likviditet, ett mönster som också funnits i Danmark. Dessutom kan man notera att även om Riksgäldskontoret bara har en stor internationell investmentbank som återförsäljare (ABN Amro), så fungerar flera andra som ett slags semi-återförsäljare utan att vara formellt bundna av återförsäljaravtal och utan att ha samma direkta kanal till RGK.

Marknadsvårdande repofacilitet

De intervjuade marknadsaktörerna anser överlag att den svenska repomarknaden under lång tid varit mycket bra och att Riksgäldskontorets repofaciliteter bidragit till detta.

Flera av marknadsaktörerna anser dock att repomarknaden periodvis fungerat sämre under det senaste året. En förklaring till detta är att flera aktörer med stora innehav av statspapper av olika skäl inte deltagit i repomarknaden (och därmed inte lånat ut sina innehav).

Jämför man RGK:s marknadsvårdande repofacilitet med referensländernas motsvarigheter ser man två skillnader.

Fler marknadsvårdande repor i Sverige än i referensländerna

	Pris (bps under reporäntan)	Antal/år (2002)	Volym som andel av nominell obligationsstock
Belgien	25	30	0,5%
Danmark	50	85	3,8%
Nederländerna	25	<10	0,5%
Frankrike	10-200	1	0%
Storbritannien	360	15	1,7%
Sverige	60	300	10%

Källa: Riksgäldskontoret. Data gäller i första hand nominella obligationer.

Den första är att RGK:s repofacilitet har en komplicerad struktur. Det finns till exempel maxlimer per lån, motpart och totalt. Prissättningen är inte fixerad utan varierar beroende på efterfrågan. Nya lån och lån som handlas i det elektroniska handelssystemet tillhandahålls med bättre prissättning och större volymer. För realobligationer och statsskuldväxlar gäller ytterligare andra regler. ▶

- Den andra skillnaden mot referensländerna är att RGK:s repofacilitet utnyttjas betydligt oftare än i andra länder. Det gäller trots att prissättningen i Sverige inte är markant bättre än på andra håll (undantag England). Däremot erbjuder Riksgäldskontoret större volymer och verkar rent allmänt ha en mer positiv inställning till att delta i repomarknaden än en del andra skuldkontor.

Dessutom finns det en koppling mellan marknadens storlek och behovet av repor. Sverige och Danmark är de två länder som gör flest marknadsvårdande repor i enkätundersökningen. I större marknader är den naturliga likviditeten större, och möjligtvis deltar också en större del av innehavarna direkt i repomarknaden.

Det är inte givet att RGK bör sträva efter att minska omfattningen av de marknadsvårdande reporna, t.ex. till samma nivå som i länderna ovan. RGK:s repofacilitet kan tvärtom vara en viktig förklaring till att den svenska statspappersmarknaden är så likvid som den är, trots att den är relativt liten.

RGK anser däremot att det är motiverat att se över och förenkla prissättningen för reporna, i första hand för att få ett mer transparent system, men också för att förenkla administrationen kring reporna.

Åtgärder för att minska osäkerhet

Vid sidan av insatserna för ökad likviditet arbetar Riksgäldskontoret också aktivt för att minska osäkerheten i den svenska statspappersmarknaden. Detta arbete handlar mycket om information och kommunikation.

Emissionsplaner

Riksgäldskontorets framförhållning och information i fråga om emissionsplaner ligger väl i linje andra länders. Prognoser för lånebehovet och implikationer för upplåningen presenteras tre gånger per år med som längst 18 månaders horisont. Vilka lån som kan emitteras följer väl kända regler och hur mycket som emitteras vid varje auktion anges med god framförhållning. Med början i juni 2003 anger RGK också en ungefärlig fördelning av emissionsvolymen på olika lån.

Information om upplåning via auktioner i Sverige och referensländerna

	BE	NL	FR	UK	SE
Planerad lånevolym/år (mån.)	12	12	12	12	12
Auktionsdatum (mån.)	12	12	12	12	6
Aktuella lån (mån.)	12	3	12	12	6
Exakt information (dagar)					
lån	7	90	4	90	7
volym	1	6	4	7	7
Antal auktioner/år (2002)	4	10	21 ¹	6 ¹	22¹

¹ I nominella obligationer.

Danmark saknas i tabellen eftersom de inte emitterar via auktioner

Källa: Riksgäldskontoret, nätplatser.

Man bör notera att det är lite vanskligt att jämföra olika länder på detta rent kvantitativa sätt. Aktörer i de olika marknaderna har erfarenhet och kunskap om respektive marknad som gör att de ofta kan bedöma lån och volymer längre i förväg än vad tabellen indikerar.

Information och kommunikation med marknaden

Deltagarna i intervjuundersökningen anser att RGK är ett av de mest öppna skuldkontoren i världen. Det hänger sannolikt samman med att många viktiga policydokument är offentliga handlingar, till exempel regeringens årliga riktlinjebeslut.

Riksgäldskontorets tertialrapport, *Statsupplåning – prognos och analys*, får gott betyg från framför allt bankerna, och är en bra kanal för att förklara hur Riksgäldskontoret tänker och vad som styr upplåningen. Tertialrapporten fyller en lucka som Riksgäldskontoret haft där andra länder, till exempel Storbritannien och Danmark, haft fylliga årsredovisningar riktade till marknadsaktörerna.

Riksgäldskontorets nätplats anses vara välfylld, men något svår att söka på.

Uppfattningen i marknaden är att Riksgäldskontoret under de senaste åren blivit mer medvetet om kommunikationens betydelse och lyckas väl med ambitionen att vara konsekvent och transparent. En marknadsaktör karakteriserar utvecklingen i Riksgäldskontorets kommunikationspolicy som en resa "från ECB till Fed."

Information från Riksgäldskontoret skapar sällan volatilitet i marknaden. Undantaget gäller Telia-utförsäljningen 2000, då många aktörer anser att RGK borde ha väntat med att ange hur stora volymer som skulle köpas upp tills man var säker på att lämna ett korrekt och slutgiltigt besked.

Direkta kontakter med investerare

I jämförelse med ett par andra länder är Riksgäldskontorets investerarkontakter mindre strukturerade. Till exempel har engelska DMO ett väl etablerat system, med kvartalsvisa möten. Engelsmännen arbetar också med skriftliga så kallade consultation papers inför större förändringar.

Riksgäldskontoret träffar alla återförsäljare enskilt minst en gång per år. På samma sätt skulle man också kunna träffa stora investerare bilateralt årligen. Även consultation papers kan övervägas. En nackdel med dessa är dock att emittenten kan känna sig allt för bunden av (det skriftliga) resultatet.

En annan intressant möjlighet är att man utvecklar verksamheten med seminarier kring olika frågor. Denna idé har fått positiv kritik av personerna i intervjuundersökningen – "man träffas när man har något viktigt att diskutera." De seminarier RGK redan haft kring auktionsmetoder, realobligationer och EMU har också varit uppskattade.

Övriga synpunkter på Riksgäldskontoret

Marknadsaktörerna uppfattar Riksgäldskontoret som lyhört och marknadstillvänt. RGK är alltid berett att lyssna, men går inte alltid på marknadens önskemål, vilket anses vara bra. I och med rörligheten mellan privat och statlig sektor i Sverige finns också goda personliga kontakter mellan Riksgäldskontorets medarbetare och aktörer i marknaden.

Ett par aktörer tycker att Riksgäldskontoret varit för snart att anpassa sig och hjälpa marknaden att hantera mindre störningar i utbud och efterfrågan. De efterlyser en rakare linje med färre ad hoc-insatser. Vissa anser också att realobligationsmarknaden varit lite för mycket av experimentverkstad. Flertalet aktörer tycker dock att Riksgäldskontorets insatser är värdefulla och nödvändiga – ”man vet att Riksgäldskontoret inte lämnar marknaden eller vissa lån åt sitt öde.”

Ett förslag från en av marknadsaktörerna är att inrätta ett råd för statspappersmarknaden med representanter för Riksgäldskontoret, Stockholmsbörsen, återförsäljare och investerare, och diskutera frågor av gemensamt intresse. RGK har tidigare gjort försök med denna typ av råd, dock med svagt resultat. En risk med råd av detta slag är att det inte finns så många gemensamma frågor att diskutera och att det därför blir ett forum för särintressen.

Ett alternativ är återigen att utveckla formen med seminarier kring specifika frågor, dit vi kan bjuda in myndigheter och representanter för olika marknadsaktörer.

*Anders Holmlund
Analyschef*

Referenser och vidare läsning

RGK:s rapport till regeringen

- Arvidsson, T, Holmlund, A och Morell, E, [2003], ”Riksgäldskontorets marknadsvård i internationellt perspektiv”, rapport, dnr 2003/307, Riksgäldskontoret.

Ett urval referenser

- BIS, [1999], *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications*, Report of Study Group, Committee on Global Financial System of the Central Banks of the G10 Countries, Bank for International Settlements, Basel.
- IMF & Världsbanken, [2001], *Developing Government Bond Markets – A Handbook*, Washington.
- OECD, [2002a], *Debt Management and Government Securities Markets in the 21st century*, OECD Working Party on Debt Management, Paris.
- OECD, [2002b], *OECD Public Debt Markets – Trends and Recent Structural Changes*, OECD Working Party on Debt Management, Paris.

Andra skuldkontor

- På RGK:s webbplats www.rgk.se finns länkar till andra skuldkontor där arbete med marknadsvård och -utveckling i dessa länder beskrivs.

Prissättning av statliga garantier i praktiken

För att statens ekonomiska risk vid garantigivning ska kunna kontrolleras krävs att riskerna prissätts på ett korrekt sätt. Det är prissättningen som avgör hur mycket resurser staten sätter undan för att kunna möta framtida infrianden. Riksgäldskontoret använder sig av tre olika typer av prissättningsmetoder. De tre metoderna är optionsprissättning, implicit garantivärdering och simuleringar.

Riksgäldskontorets (RGK) garantiportfölj uppgår i dagsläget till cirka 166 miljarder kronor. En stor del av volymen består av kreditgarantier. En statlig kreditgaranti gör att ett riskfyllt lån blir i stort sett riskfritt för långgivaren. För en långgivare är en statlig garanti den bästa formen av säkerhet vilket också avspeglas i de låga räntekostnader som statligt garanterade projekt och bolag erhåller. Att bankens risk reduceras innebär inte att risken försvinner utan endast att den flyttats över till staten.

För att de risker som är förenade med statens garantigivning ska hanteras på ett ekonomiskt ansvarsfullt sätt infördes en ny *garantimodell* i budgetlagen (1996:1059). En grundläggande princip för garantimodellen är att alla garantier ska prissättas. Att prissättningen av garantier görs på ett korrekt sätt är av avgörande betydelse för att garantimodellen ska fungera som tänkt. Prissättningen avgör hur mycket resurser staten sätter undan för att kunna möta framtida infrianden.

Syftet med denna artikel är att presentera de tre metoder som RGK använder vid prissättning av garantier. Artikeln är disponerad på följande sätt: vi inleder med att beskriva vad det är som ska prissättas vid statlig garantigivning, dvs. om prissättningen ska bygga på en *självkostnadsprincip* eller en *marknadskostnadsprincip*. Därefter beskriver vi de ekonomiska utfall som en garanti ger upphov till. Slutligen presenteras de tre metoderna för prissättning.

Vad ska prissättas?

Utöver budgetlagen regleras statens garantigivning av garantiförordningen (1997:1006) och EU:s statsstödsregler. I Hörngren (2003) beskrivs hur detta regelverk fungerar och hur principerna för prissättningen kan förändras så att regelverket förbättras ytterligare. Här nöjer vi oss med att beskriva regelverket i korthet så att läsaren ska kunna förstå hur de tre metoderna för prissättning förhåller sig till gällande regelverk.

Budgetlagen anger att den avgift som tas ut för garantiåtagandet ska motsvara statens ekonomiska risk och övriga kostnader för åtagandet, om inte riksdagen beslutar annat. Vid värdering och prissättning av garantiåtaganden använder RGK den definition av ekonomisk risk som används i förarbetena till budgetlagen, dvs. att ett garantiåtagandes ekonomiska risk likställs med dess *förväntade kostnad*. Det innebär

att den garantimodell som RGK tillämpar bygger på en försäkringsmässig självkostnadsprincip, i meningen att avgifterna i genomsnitt ska täcka kostnaderna för infrianden och garanti- verksamheten därmed på lång sikt ska gå jämnt ut.

Självkostnadsprincipen leder till en lägre avgift än vad som skulle vara fallet om marknadskostnadsprincipen tillämpats, eftersom en privat aktör för att ställa ut en garanti skulle kräva en *riskpremie*, utöver täckning för de förväntade kostnaderna. Riskpremien är den kompensation som investerare vill ha för att bära risken för att kostnaden ska bli högre än förväntat. Den lägre avgiften som fastställs under självkostnadsprincipen kan ses som en *indirekt subvention*. Subventionens storlek varierar mellan olika garantier men kan vara betydande. Studier av den amerikanska marknaden för företagsobligationer, med kreditrisk, kan ge en hänvisning om storleken på denna indirekta subvention.¹ Studierna indikerar att den riskpremie som inte inkluderas i prissättningen av garantier under självkostnadsprincipen kan överstiga värdet av den förväntade kostnaden för garantiåtagandet.

I de fall EU:s statsstödsregler är tillämpbara ska dock ett marknadsmässigt avkastningskrav användas vilket innebär att även en riskpremie debiteras. För en diskussion om fördelarna kring marknadskostnadsprincipen hänvisar vi läsaren till Hörngren (2003).

De ekonomiska utfallen av en garanti

När en garantigivare utfärdar en kreditgaranti övergår risken från långgivaren till garantigivaren. Det innebär förenklat att garantigivaren tar risken i de fall låntagarens egna kapital inte räcker för att täcka eventuella förluster. Samtidigt har garantigivaren inte rätt till några eventuella vinster, förutom den premie garantitagaren betalar för garantin. Man brukar säga att en garantigivare tar på sig en investerings nedsida utan att få del av dess uppsida. Faktarutan på nästa sida beskriver hur utfallen för de olika intressenterna skiljer sig åt beroende på om en garanti finns eller ej.

Med tanke på hur de ekonomiska utfallen fördelar sig mellan de olika intressenterna blir relationen mellan andelen eget kapital och skulder av stor betydelse för garanti-

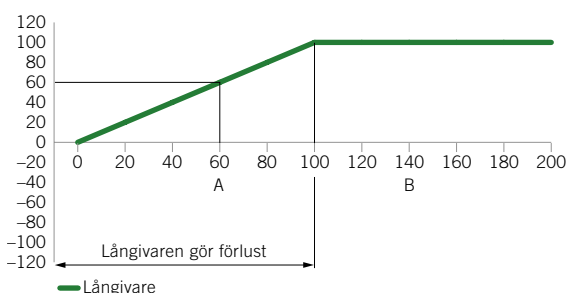
¹ Se t.ex. Elton, Gruber, Agrawal och Mann (2001).

Ekonomiska utfall med respektive utan garanti

Utan garanti

Återbetalningen till långgivaren beror på projektets lönsamhet

Värde, (MKr)



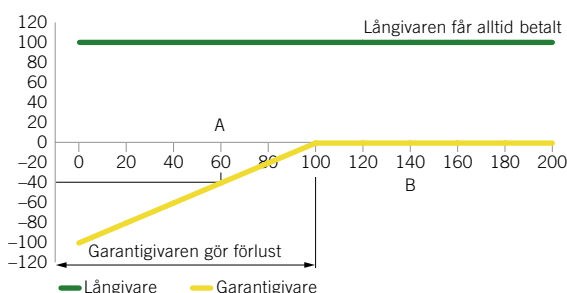
Ovan visas ett förenklat exempel på hur återbetalningar till en långgivare beror av utfallet i ett projekt. I exemplet antas att det nominella beloppet som ska återbetalas är 100.

Den gröna linjen visar hur mycket långgivarna får tillbaka. Om projektet utfaller väl kommer låntagaren att kunna betala av alla sina skulder. Vid punkt B genererar projektet 140 och långgivarna får då tillbaka sitt kapital. Överskottet på 40 tillfaller aktieägarna. Men om utfallet istället hamnar vid punkt A får långgivaren endast tillbaka 60, vilket ger långgivaren en kreditförlust på 40.

Med garanti

Garantigivaren tar över risken

Värde, (MKr)



Här ovan ser vi samma exempel med den skillnaden att staten utfärdar en kreditgaranti. Långgivaren är här garanterad att få tillbaka 100, vilket visas av den vågräta gröna linjen.

Den gula linjen visar utfallet för staten som garantigivare. Om projektet genererar minst 100 så gör staten ingen förlust (t ex vid punkt B), men om utfallet blir lägre än 100 gör staten en förlust.

givarens risk. En större andel eget kapital minskar risken för att garantin behöver infrias. Hur pass väl ett företag eller projekt är kapitaliserat kommer därför att påverka vilken risk garantiåtagandet medför och därmed priset på garantin.

En annan viktig faktor är den risk eller osäkerhet som finns i företaget eller projektets kassaflöden och tillgångsvärden. En större osäkerhet ökar både möjligheten för stora vinster men också risken för stora förluster. Det faktum att garantigivaren är exponerad mot eventuella förluster utan att få del av eventuella vinster medför att osäkerheten endast är negativ för garantigivaren. Större osäkerhet kring det framtida ekonomiska utfallet medför därför att risken och priset på garantin ökar.

En garanti kan liknas vid en säljoption

För den läsare som är bekant med hur en option fungerar framgår att det finns stora likheter mellan garantier och optioner. En köpoption är ett finansiellt instrument som ger innehavaren rätten, men inte skyldigheten, att till ett i förväg avtalat pris förvärva en speciell tillgång. En säljoption ger spegelvänt innehavaren rätten, men inte skyldigheten, att till ett i förväg avtalat pris sälja en speciell tillgång. Den som utfärdar en säljoption kommer därför att behöva köpa tillgången från innehavaren vid en given tidpunkt till det avtalade priset, om innehavare så önskar. Eftersom innehavaren kommer att välja att utnyttja sin option när det aktuella marknadsvärdet understiger det avtalade priset, kommer utfärdaren att erhålla en tillgång vars värde understiger det han lovat att betala.

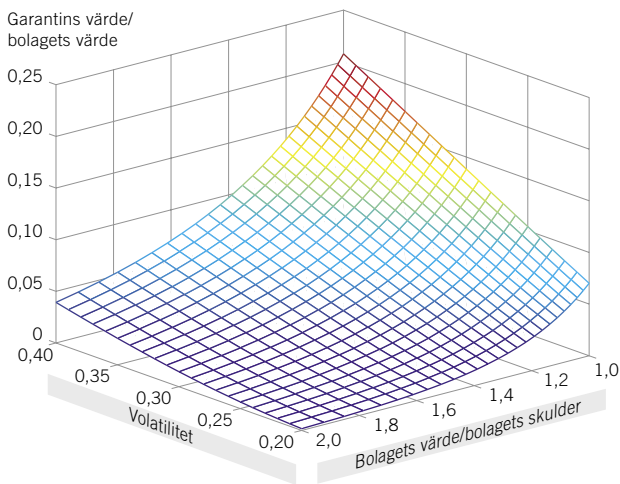
På motsvarande sätt kommer den som utfärdar en kreditgaranti att behöva lösa lånet, när innehavaren av garantin så önskar, och därmed erhålla en regressfordran vars värde sannolikt är lägre än lösenbeloppet för lånet.

Under de trettio år som passerat sedan Fisher Black och Myron Scholes publicerade sin banbrytande artikel² om optionsvärdering har stora framsteg gjorts inom forskningen kring optionssprissättning. Insikten att en garanti går att jämföra med en säljoption innebär att den kunskap som byggts upp rörande prissättning av optioner även kan användas vid prissättning av garantier. Genom användandet av optionsmodeller kan vi därmed prissätta garantier, men även få insikt om hur olika faktorer påverkar priset.

Två av de faktorer som enligt optionsprissättnings-teorin påverkar en kreditgarantis värde berördes tidigare; nämligen relationen mellan andelen eget kapital och andelen skulder samt den risk (i optionssammanhang ofta benämnd *volatilitet*) som är förenad med garantiobjektets värde. Två andra faktorer som påverkar priset är löptiden på garantin och nivån på den riskfria räntan.

I **Bild 1** (sid 20) illustrerar vi hur priset på en garanti varierar med andelen skulder och garantiobjektets volatilitet. Från bilden framgår att dessa två parametrar har mycket stor påverkan på garantins värde. Om ett bolag som erhåller en garanti inte har sunda finanser, kommer garantiavgiften därför att bli mycket hög. Av samma skäl är det extra viktigt att ett bolag har sunda finanser om bolagets verksamhet kan karaktäriseras som riskfylld. ▶

² Se Black and Scholes (1973).

Bild 1: Värdet på en garanti vid olika skuld- och risknivåer (volatilitet)

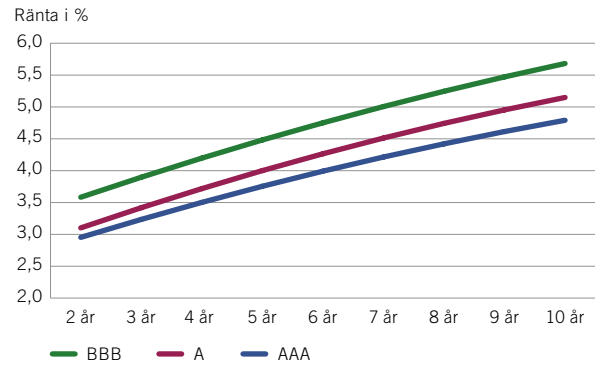
- Optionsprissättning bygger på en riskneutral värdering. Det innebär att optioner prissätts utan att hänsyn tas till någon riskpremie. Principen utgår från att man kan handla med den underliggande tillgången kontinuerligt och på det sättet hantera den risk som en utställd option medför. Denna möjlighet till riskhantering existerar dock inte för RGK och andra garantimyndigheter vilket innebär att grunden för riskneutral värdering vid prissättning av garantier kan ifrågasättas. Det ska påpekas att detta i de flesta fall inte leder till några problem så länge huvudregeln är att garantier ska prissättas enligt självkostnadsprincipen, dvs. utan att en riskpremie adderas.

Implicita garantivärden

En annan typ av värdering bygger på insikten att marknadsvärdet av ett riskfyllt lån (utan garanti) plus värdet av en garanti är lika med värdet på ett riskfritt lån. Annorlunda uttryckt kan värdet på en garanti beskrivas som skillnaden mellan värdet på ett riskfritt lån och värdet på ett riskfyllt lån. Mer formellt kan detta skrivas som:

Värdet på en garanti = Värdet på ett riskfritt lån – Värdet på ett riskfyllt lån.

Innebörden är att värdet av en garanti kan fastställas genom att värdet på en av garantiobjektet emitterad obligation utan garanti subtraheras från värdet på ett riskfritt statspapper. Det värde som erhålls med hjälp av denna metod innehåller också den så kallade riskpremien. I praktiken är metoden ofta svår att använda då den förutsätter att garantiobjektet har emitterat marknadsnoterade obligationer. Dessutom förutsätter metoden att garantiobjektet inte redan har en garantin och att de marknadsaktörer som värderar obligationen inte förväntar sig att garantiobjektet kommer att få en garanti. Ett ytterligare problem är att marknadsaktörer ofta antar att statliga bolag har så kallade implicita garantier.

Bild 2: Ränta beroende av kreditbetyg och löptid på europeiska obligationer

Källa: Reuters

Dessa implicita garantier har sin grund i att marknaden förväntar sig att staten kommer att agera på ett sätt som gör att statliga bolag inte går omkull, vilket i sin tur påverkar värderingen av dessa bolags obligationer.

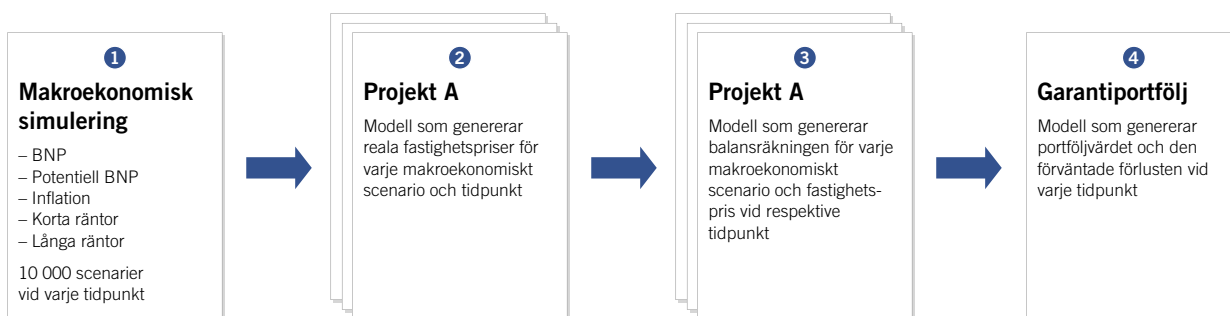
En variant på metoden är att använda en obligation som är emitterad av ett jämförbart företag. Med jämförbar menas att risken hos obligationsinnehavaren är av samma storlek och karaktär som hos garantiobjektet. Prissättningen innebär i praktiken att man uppskattar ett kreditbetyg för garantiobjektet. Därefter avläses hur mycket högre ränta en obligation med detta betyg (dvs. risk) har jämfört med ett statspapper.

Bild 2 illustrerar hur stor ränteskillnaden är beroende på löptid och kreditbetyg. Ett problem med tillvägagångssättet är att statens garantiobjekt i många fall är unika till sin karaktär. Följaktligen är det svårt att hitta jämförbara företag och därmed uppskatta ett kreditbetyg för garantiobjektet.

Simuleringsmodeller

Ett alternativ till de två ovanstående tillvägagångssätten är att använda en simuleringsmodell. Denna metod har fundamentala likheter med optionsprissättning, men är mindre restriktiv i den bemärkelsen att man kan ta hänsyn till många olika överväganden. Exempelvis kan en modell konstrueras så att hänsyn tas till företagsledningens agerande, utifrån antaganden om deras beteende. Simuleringsmodeller är också lämpliga om man är intresserad av att studera risker i relation till olika makroekonomiska utfall.

Syftet med simuleringsmodellen är att generera en sannolikhetsfördelning över den förväntade förlusten. Den fördelningen kan därefter användas till att prissätta garantin och dessutom skatta de maximala förluster som kan uppstå vid en given sannolikhet. En simuleringsmodell består normalt av ett antal moduler. Den första modulen genererar ett antal makroekonomiska utfall vilka används i de efter-

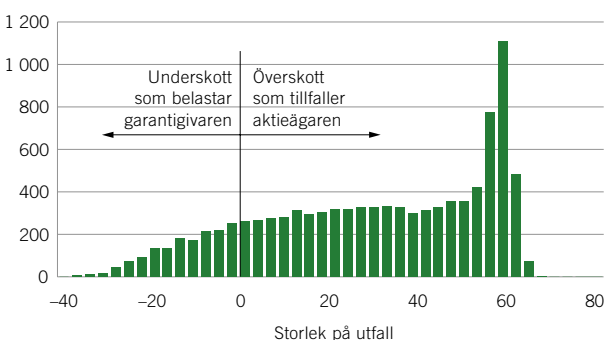
Bild 3: Illustration av RKG:s simuleringsprocess

följande modulerna för att beskriva hur garantiobjektet utvecklas över tiden.

Bild 3 beskriver hur en simuleringsmodell för ris-kutvärdering och prissättning kan designas. Den aktuella modellen skattar den risk som RGK står genom de kreditgarantier som är utställda till företaget Venantius. Venantius är ett statligt helägd finansieringsinstitut vars tillgångar huvudsakligen består av lån till bostadsrättsföreningar. Som säkerhet har banken pantträtt i de fastigheter som låntagaren äger.

RGK:s risk beror på bankens ekonomiska ställning, vilken i sin tur är beroende av värdet på de underliggande lånen där pantvärdet på fastigheterna utgör ett viktigt element. Den modell RGK använder lägger därför stor vikt på att simulera hur dessa pantvärden utvecklas över tiden.

I **Bild 4** illustreras resultaten av en simulering för ett fiktivt bolag. Mer specifikt illustrerar bilden den simulerade fördelningen över bolagets nettokapital (tillgångar minus skulder) vid tidpunkten för garantins förfall. I de fall skulderna är större än tillgångarna tillfaller underskottet garantigivaren och i de fall tillgångarna är större än skulderna tillfaller överskottet aktieägaren. I vissa fall är staten också aktieägare.

Bild 4: Exempel på resultat från en simulering av ett fiktivt garantiobjektets nettokapital vid utgången av garantin

Vilken metod ska användas?

Vilken av de tre metoderna använder sig RGK av? Svaret är att vi använder samtliga metoder men de lämpar sig olika bra vid olika tillfällen. Metoderna skiljer sig exempelvis åt i frågan om riskpremie, men det innebär vanligen inte något problem då det ofta är relativt enkelt att justera för detta. De faktorer som påverkar valet av metod är förekomsten av jämförbara objekt och ekonomiska hänsyn.

När garantiobjektets verksamhet och risk kan betecknas som någorlunda "normal" är det relativt lätt att finna jämförbara företag. I dessa fall utgör den metod som beräknar implicita garantivärden ett viktigt inslag i RGK:s analys. Om liknande referensobjekt är svåra att finna är simuleringsmodeller ofta en framkomlig väg. Att utveckla en simuleringsmodell är dessvärre både tidskrävande och dyrt. För att motivera en sådan resursinsats krävs att det garanterade beloppet är stort. I de fall garantierna är relativt små, och det därför inte är aktuellt att ta fram en simuleringsmodell, kan en optionsprissättningsmodell utgöra ett bra substitut.

Avslutningsvis bör det poängteras att RGK:s prissättning inte uteslutande baseras på någon enskild modell. I praktiken görs prissättningen ofta med hjälp av flera olika modeller. Utöver de kvantitativa bedömningarna påverkas prissättningen också av kvalitativa bedömningar.

Niclas Hagelin
Senioranalytiker

Magnus Thor
Kreditriskanalytiker

Referenser

- Black, F och M Scholes (1973), "The pricing of options and corporate liabilities," *Journal of Political Economy*, vol 27, s 399–418.
- Elton E J, M J Gruber, D Agrawal och C Mann (2001), "Explaining the rate spread on corporate bonds," *Journal of Finance*, vol 56, s 247–277.
- Hörngren, L (2003), "Statliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk," *Statsupplåning – prognos och analys*, nr 2, s 21–25.

Statens betalningssystem och nya ramavtal

Sveriges 270 myndigheter gör sammanlagt ca 100 miljoner betalningar per år. I pengar handlade det om ca 4 200 miljarder kronor under 2002. Merparten av betalningarna är på relativt små belopp som utbetalas regelbundet, t.ex. pensioner, barnbidrag och andra förmåner och stöd, s.k. transfereringar. Beloppsmässigt representerar inbetalningarna skatter en stor andel av betalningsflödena. Från 2004 kommer varje enskild myndighet att via avgifter betala för sina in- och utbetalningar. Detta ökar drivkraften att rationalisera betalningarna hos varje myndighet och därmed sänka kostnaden för staten som helhet.

Statens betalningssystem 2002

Användare: 270 myndigheter
Banker med ramavtal: 3 banker
Antal statliga bankkonton: 5 400
Antal betalningstransaktioner: 100 miljoner
Antal lönebetalningar: 215 000 st/månad
Total betalningsvolym: 4 200 miljarder kronor

Staten använder i princip det kommersiella banksystemet. Det innebär att myndigheterna kan välja mellan olika banker som sinsemellan konkurrerar.

För att tillgodose hela statens intresse finns vissa särskilda regler. Den statliga centrala likviditetshanteringen, via Riksgäldskontoret, ställer krav på ett koncernkonto, där alla myndigheters bankkonton samordnas. Myndigheterna har också skilda konton för in- och utbetalningar.

Samlad daglig likviditetshantering för hela staten

Alla myndigheters bankkonton är sammankopplade inom respektive bank i koncernliknande kontostrukturer. Saldona på myndigheternas transaktionskonton överförs till

och samlas på toppkonton, först inom respektive bank och sedan vidare till Statsverkets checkräkning i Riksbanken, SCR. Detta sker vid ett antal fastställda tidpunkter under dagen. Summan av gjorda inbetalningar går alltså till SCR. Finansiering av utbetalningar sker också från SCR.

På SCR kan man alltså avläsa resultatet av de samlade betalningarna in och ut från staten oberoende av vilka myndigheter som gjort utbetalningar eller mottagit inbetalningar och oberoende av vilken bank som har förmedlat betalningarna. Hanteringen av det under- eller överskott i likviditeten som detta leder till kan därmed ske centralt.

Om en dags samlade in- och utbetalningar netto leder till ett underskott finansierar RGK detta genom upplåning på kapitalmarknaden, vilket ökar statsskulden och statens räntekostnader. Om betalningarna i stället ger ett nettoöverskott placeras detta på samma marknad och ger ränteintäkter till staten. En annan möjlighet är att använda överskottet för att amortera på statsskulden. Vid dagens slut är saldot noll på alla konton – både på SCR och på myndigheternas bankkonton som är räntelösa.

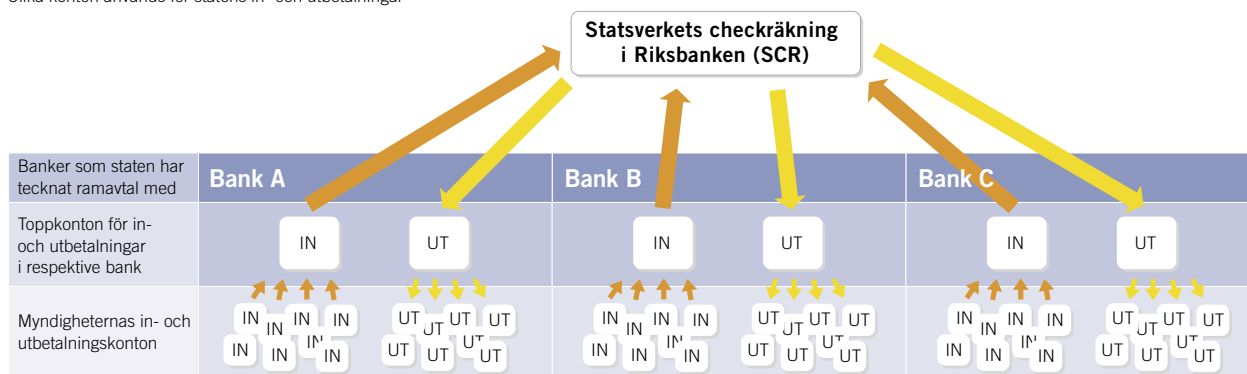
Grundprinciper och särdrag

Olika konton för in- och utbetalningar

En myndighet ska ha skilda konton för inbetalningar till myndigheten och för utbetalningar från myndigheten. Denna

De statliga likvidflödena (principmodell)

Olika konton används för statens in- och utbetalningar



bruttoprincip karaktäriserar det statliga betalningssystemet och tillämpas mycket strikt. Inte ens för att rätta till felaktigheter får motbokningar göras på samma konto.

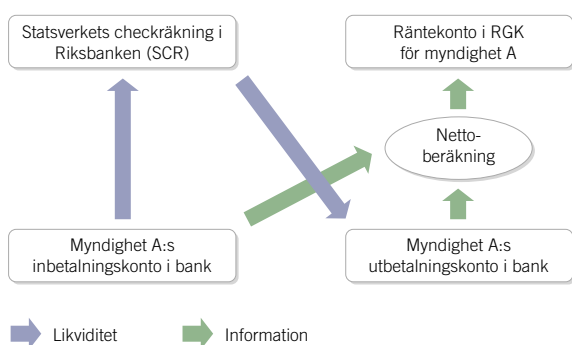
Ett skäl till att in- och utbetalningar ska ske på skilda konton är att det på ett enkelt sätt ger den information som behövs för prognoser över de statliga betalningarna och det statliga lånebehovet. En annan motivering utgår från att betalningarna har en nära koppling till statsbudgeten där utgifter och inkomster ska redovisas brutto, dvs. var för sig på skilda anslag respektive inkomstitlar. Även redovisningen hos myndigheter och statens koncernredovisning har utformats enligt denna bruttoprincip.

Olika konton för räntebärande och icke räntebärande medel

Vid sidan om likvidflödet mellan bankkontona och SCR – bokförs för varje myndighet de anslagsmedel som statsmakterna har beslutat om för myndighetens verksamhet. Det gäller sådana medel som får användas för att betala t.ex. löner, hyror, datorer och kontorsmateriel. De bokförs på myndighetens konto, benämnt räntekonto. Normalt tillförs räntekontona varje månad 1/12 av det årsbelopp som riksdagen har beslutat om.

På kontot bokförs också nettot av en dags in- och utbetalningar. Saldot på kontot visar myndighetens tillgohavande eller skuld. På saldot på kontot beräknar RGK den ränta som ska debiteras eller krediteras myndigheten; därav benämningarna räntekonto, ränteflöde etc. Syftet med räntebeläggningen är att stimulera till effektiv kassahållning (cash management) och aktiv likviditetsplanering lokalt hos varje myndighet.

Likviditet och information i ränteflödet



En myndighet kan emellertid också hantera betalningar som inte gäller den egna organisationen eller förvaltningen. Det kan gälla t.ex. uppbörd av skatt och utbetalningar av pensioner, barnbidrag och studiemedel. Det är den typ betalningar som syftar till att omfördela medel mellan olika grupper i samhället, mellan regioner i landet samt för individen över tiden. Dessa medel är inte räntebärande.

Vid betalningar ska därför olika bankkonton användas för räntebärande och icke räntebärande medel.

Internstatliga betalningar

Med internstatliga betalningar avses betalningar inom en myndighet eller mellan myndigheter. Sådana betalningar får inte påverka statens likviditet. Oberoende om en betalning skickas mellan konton i en och samma bank eller mellan konton i två banker ska den kunna identifieras och slutföras enligt särskilda rutiner så att statens likviditet inte påverkas.

Betalningar till och från utlandet

I det statliga betalningssystemet används i princip bara svenska kronor – även vid utlandsbetalningar. Vid betalning från utlandet till en myndighet ska betalningsförmedlaren växla till svenska kronor enligt gällande valutakurs avista. Kronbeloppet placeras på myndighetens inbetalningskonto. Vid betalning till utlandet växlar betalningsförmedlaren på motsvarande sätt till utländsk valuta varefter myndighetens utbetalningskonto belastas med kronbeloppet.

Undantag från dessa normalrutiner gäller endast då betalning kan göras till eller från t.ex. ett eurokonto i en svensk bank eller ett konto i en bank i utlandet. Efter tillstånd av RGK kan en myndighet under vissa förutsättningar få öppna sådant konto. Dessa konton, som är få till antalet, ligger utanför den statliga likviditetshanteringen (se avsnittet om denna).

En myndighet kan ha behov av denna typ av konton om den är s.k. koordinatormyndighet i ett EU-projekt. Det rör sig då normalt inte om medel från svenska staten som hanteras på dessa konton. Och behov av att växla till svenska kronor finns bara för myndighetens egen verksamhet i projektet. Övriga medel ska utbetalas till samarbetsparter i utlandet.

Myndigheter som är engagerade i längre utlandsprojekt såsom t.ex. biståndsinsatser i U-länder eller fredsbevarande insatser i FN:s regi kan ofta också ha behov av konton i banker i utlandet.

Elektroniska betalningar i regel

Betalningarna från myndigheterna överförs normalt på elektronisk väg till betalningsförmedlarna. Det sker huvudsakligen genom att datafiler skickas över telenätet eller internet. Möjlighet finns också att skicka enstaka betalningar via terminal. Icke elektroniska rutiner – t.ex. blankettbetalningar eller checkar som skickas i kuvert till betalningsförmedlarna – får bara användas undantagsvis i reserv.

Huvuddelen av mottagarna av de statliga betalningarna får dessa till sig genom insättning på sitt konto. Både bankerna och RGK vill begränsa användningen av utbetalningskort genom att få betalningsmottagarna att lämna uppgifter om konton dit betalningar kan göras. År 2001 var det fem procent av betalningarna som gick via utbetalningskort. ▶

► Nya ramavtal från 2004

Nya ramavtal träffades i början av juli 2003. Dessa avtal gäller fram till den 31 mars 2006 med möjlighet för RGK att begära förlängning med ett år åt gången fram till den 31 mars 2008. Under hösten 2003 ska banker och myndigheter förbereda sig tekniskt och avtalsmässigt så att betalningar grundat på de nya avtalen kan ske från den 1 januari 2004.

De nya ramavtalen träffades med FöreningsSparbanken, Nordea och SEB. FöreningsSparbanken är helt ny som ramavtalsbank. Nordea och SEB hade även tidigare ramavtal med staten. Postgirot som också hade ramavtal tidigare övertog 2002 av Nordea.

Från början anmälde sex banker sitt intresse att vara med i upphandlingen men avtal har slutligen träffats med tre.

Avgifter ersätter float

De nya ramavtalen innebär bl.a. nya ersättningsformer. Bankerna kommer inte såsom tidigare att få ränteutgifter när pengar förflyttas inom och mellan bankerna. Denna s.k. float har ingått i statens räntekostnad generellt, men den enskilda myndigheten har i sin betalningsverksamhet inte sett eller märkt av kostnaden. Myndigheterna kommer nu i stället att betala avgifter för sina betalningar. Kostnaderna blir då synliga vilket skapar en mer affärsmässig relation mellan myndigheterna och bankerna. Det bör också öka myndigheternas drivkraft att effektivisera betalningsverksamheten.

Ramavtalen ersätter flera specialavtal

Ramavtalen täcker nu också in flertalet av de avtal vid sidan om ramavtalen som några enskilda myndigheter tidigare har haft med bankerna för att tillgodose speciella krav och behov som de tidigare ramavtalen inte täckt in. Detta – kombinerat med bredare tjänsteutbud inom ramavtalen – bidrar till att öka valmöjligheterna och valfriheten för myndigheterna. Konkurrensen om de statliga betalningarna bör därmed öka vilket i sin tur förväntas bidra till att effektivisera betalningsverksamheten och minska kostnaderna för staten totalt sett.

Ramavtalens tjänster

Ramavtalen omfattar dels tjänster för traditionella faktura-betalningar, lönebetalningar o.d., dels tjänster anpassade för den särskilda typen av betalningar som staten har av skatter och transfereringar (sambetalningar), dels andra banktjänster än rena betaltjänster. Exempel på de senare är internetjänster, hantering av dagskassor, kortinlösen, e-arkiv, depåjänster, resevaluta och rembursar.

Genom ramavtalen fastställs de priser och betalningsvillkor som gäller för tjänsterna samt regler om när och hur yrkanden om eventuella prisjusteringar får göras.

Grundprinciper och regler för betalningssystemet

Ramavtalen innehåller också grundläggande principer och regler för det statliga betalningssystemet. Det är krav som inte är produktspecifika som därmed fastläggs genom ramavtalen. Hit hör frågor om teknik och säkerhet, kontostruktur, likviditetshantering, återrapportering och vidareutveckling av betaltjänsterna. Kraven är omfattande och bitvis mycket detaljerade. Här ska endast inriktningen på dem och vissa exemplifieringar ges. I sin helhet finns avtalen på RGK:s hemsida www.rgk.se.

Teknik och säkerhet

De tekniska och säkerhetsmässiga kraven tar sikte på att banken funktionellt och med hög tillgänglighet och säkerhet ska kunna tillhandahålla de avtalade tjänsterna i ramavtalen med hjälp av relevanta IT-system. Banken ska tillhandahålla tekniska system som möjliggör säker handläggning hos myndigheterna. God beredskap ska också finnas för driftavbrott och krissituationer. Det ska finnas god tillgång till teknisk kundservice. Regler och rutiner vid driftavbrott och driftstörningar och om testverksamhet m.m. uppmärksammas också i teknik- och säkerhetsavsnitten i ramavtalen.

Kontostruktur

I ett särskilt avsnitt om kontostruktur anges regler och villkor för de konton av olika slag som bankerna ska tillhandahålla. Bankerna ska kunna tillhandahålla transaktionskonton för insättningar och uttag för såväl räntebärande som

Fakta om ramavtal

Avtal som ingås mellan en upphandlande enhet och en eller flera leverantörer i syfte att fastställa samtliga villkor för avrop som görs under en viss period

För betalningsförmedlingen till och från staten är RGK upphandlande enhet. Statliga myndigheter gör avrop under något av ramavtalen genom skriftligt avtal med berörd ramavtalsbank.

Ramavtalen ska tillgodose alla myndigheters behov oberoende av hur stora de är eller hur omfattande deras betalningsverksamhet är. Skillnaderna är stora:

- Den myndighet som har mest inbetalningar mottar 1 240 miljarder kronor/år. Den minsta myndigheten bara 2 000 kronor.
- Utbetalningarna varierar från 660 miljarder kr för den största utbetalningsmyndigheten till 139 000 kr för den minsta.

inte räntebärande betalningsflöden. Skattebetalningar ska kunna särredovisas. Koncernkonton, klientmedelskonton och valutakonton ska kunna tillhandahållas.

För de särskilda täcknings- och tömningstransaktionerna – vilka utgör förutsättning för den centrala likviditetshanteringen – ska myndigheternas konton kunna identifieras som statliga konton och ingå i den koncernstruktur som RGK anger. Dessutom fastläggs att banken ska svara för de täcknings- och tömningstransaktioner som ska ske mellan myndigheternas konton och toppkontona i banken.

Hantering av likviditet ¹

Likviditetshanteringen mellan banken och RGK, dvs. tömnings- och täckningsrutinerna mellan toppkontona i banken och statsverkets checkräkning i Riksbanken, liksom mellan myndigheternas transaktionskonton och toppkontona regleras också. Huvudprincipen från 2004 blir att tömning och täckning mellan myndigheternas konton och toppkontona i kontostrukturerna ska ske samma dag som likvid kommer in eller betalning sker, dvs. samma bankdag. Aveckling mellan banken och RGK ska ske vid överenskomna tidpunkter under dagen. Antalet avvecklingar per dag ökas jämfört med tidigare. Om tömning eller täckning fördröjs ska räntekompensation betalas till motparten. Avecklings-

¹ **Täckning** Överföring av likvid från Statsverkets checkräkning i Riksbanken till RGK:s toppkonto i en ramavtalsbank för utbetalningar eller överföring av likvid från detta toppkonto till en myndighets transaktionskonto.

Tömning Överföring av likvid från en myndighets transaktionskonto till RGK:s toppkonto i banken eller överföring av likvid från detta toppkonto till Statsverkets checkräkning i Riksbanken.

Aveckling (eng.: settlement) En slutlig reglering av ett skuld- eller fordringsförhållande

rutiner och avvecklingsscheman ingår i ramavtalen. Dessa skiljer sig något åt mellan bankerna.

En annan viktig princip som nu också läggs fast är att banken ska göra insättning på myndigheternas konton med minsta möjliga fördröjning och att det ska ske samma bankdag som banken fått likviden. Vid utbetalning ska på motsvarande sätt överföring ske till mottagarens konto eller bank samma dag som myndigheten angett som betalningsdag.

Dessa regler om täckningar, tömningar och insättningar är viktiga förutsättningar för den nya ersättningsmodellen, dvs. att ersättning ska ske genom tydligt fakturerbara avgifter (se avsnittet Avgifter ersätter float). Banken ska inte som tidigare kunna få intäkter genom att disponera pengarna en viss tid innan de blir tillgängliga för mottagaren.

Återrapportering

För redovisning, prognoser och för clearing och avveckling mellan RGK och bankerna är fortlöpande återrapportering och information om betalningar viktig. Genom ramavtalet stadgas skyldighet för banken att dagligen återredovisa till myndigheterna deras in- och utbetalningar. Möjligheter ska finnas till såväl pappersbaserad som elektronisk redovisning. För avstämningar och kontroller ska också ackumulerade uppgifter lämnas månatligen och årsvis.

För avvecklingen ska RGK under bankdagen kunna få online-information. Till RGK ska banken också lämna produktstatistik samt förteckningar över de konton som tillhör statliga myndigheter.

Lennart Sundquist
Statens internbank

Marknadsinformation

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

Statsskulden

Statsobligationer, utestående volymer, 30 september 2003

Nominella obligationer (nominellt belopp)

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2005-02-09	6,00	1035	69 294
2006-04-20	3,50	1044	75 596
2006-08-15	8,00	1037	65 205
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	75 418
2011-03-15	5,25	1045	45 532
2012-10-08	5,50	1046	55 970
2014-05-05	6,75	1041	79 721

Summa benchmarks 521 518**Icke benchmarks 15 019**

Realobligationer (utelöpande belopp)

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2004-04-01	–	3002	5 125
2008-12-01	4,00	3101	34 419
2014-04-01	–	3001	20 726
2015-12-01	3,50	3105	45 772
2020-12-01	4,00	3102	29 722
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	33 213

Summa realobligationer 168 980**Summa statsobligationer (nominellt och reallt) 705 517**

Statsskuldväxlar, utestående volymer, 30 september 2003

Förfalldatum (nominellt belopp)	Miljoner kronor
2003-10-15	23 235
2003-11-19	27 383
2003-12-17	80 771
2004-03-17	58 515
2004-06-16	30 008
2004-09-19	15 000

Summa statsskuldväxlar 234 912

Kreditbetyg

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

Statsobligationer, auktionsdatum

Nominella obligationer

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2004-01-07	2004-01-14	2004-01-19
2004-01-21	2004-01-28	2004-02-02
2004-02-04	2004-02-11	2004-02-16
2004-02-18	2004-02-25	2004-03-01
2004-03-03	2004-03-10	2004-03-15
2004-03-17	2004-03-24	2004-03-29
2004-03-31	2004-04-07	2004-04-14
2004-04-14	2004-04-21	2004-04-26
2004-04-28	2004-05-05	2004-05-10
2004-05-12	2004-05-19	2004-05-25
2004-05-26	2004-06-02	2004-06-07
2004-06-09	2004-06-16	2004-06-21
2004-06-23	2004-06-30	2004-07-05

Realobligationer

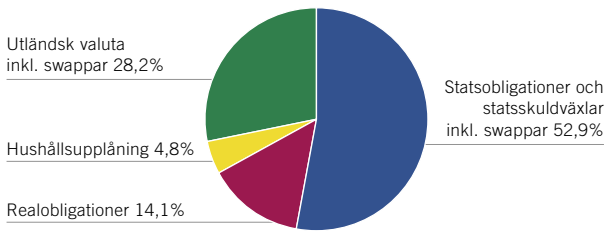
Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2003-10-16	2003-10-23	2003-10-28
2003-11-20	2003-11-27	2003-12-02
2004-01-15	2004-01-22	2004-01-27
2004-01-29	2004-02-05	2004-02-10
2004-02-12	2004-02-19	2004-02-24
2004-02-26	2004-03-04	2004-03-09
2004-03-11	2004-03-18	2004-03-23
2004-03-25	2004-04-01	2004-04-06
2004-04-08	2004-04-15	2004-04-20
2004-04-22	2004-04-29	2004-05-04
2004-05-06	2004-05-13	2004-05-18
2004-05-19	2004-05-27	2004-06-02
2004-06-03	2004-06-10	2004-06-15

Statsskuldväxlar, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2003-12-31	2004-01-07	2004-01-09
2004-01-14	2004-01-21	2004-01-23
2004-01-28	2004-02-04	2004-02-06
2004-02-11	2004-02-18	2004-02-20
2004-02-25	2004-03-03	2004-03-05
2004-03-10	2004-03-17	2004-03-19
2004-03-24	2004-03-31	2004-04-02
2004-04-07	2004-04-14	2004-04-16
2004-04-21	2004-04-28	2004-04-30
2004-05-05	2004-05-12	2004-05-14
2004-05-19	2004-05-26	2004-05-28
2004-06-02	2004-06-09	2004-06-11
2004-06-16	2004-06-23	2004-06-25

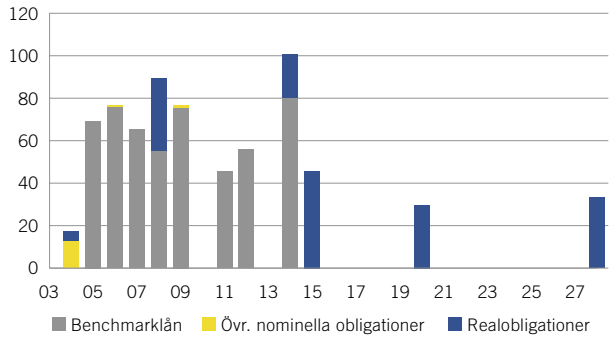
Skuldsammansättning

Totalt skuld 1 199 SEK miljarder 30 september 2003



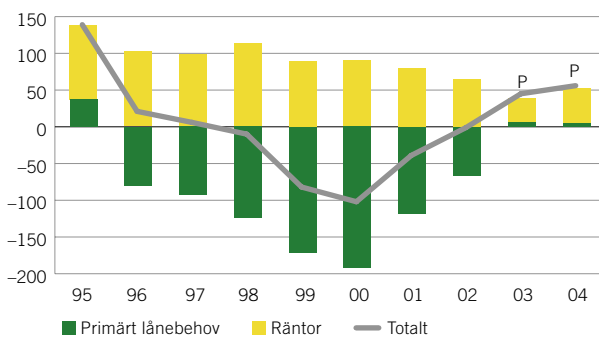
Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

SEK miljarder 30 september 2003



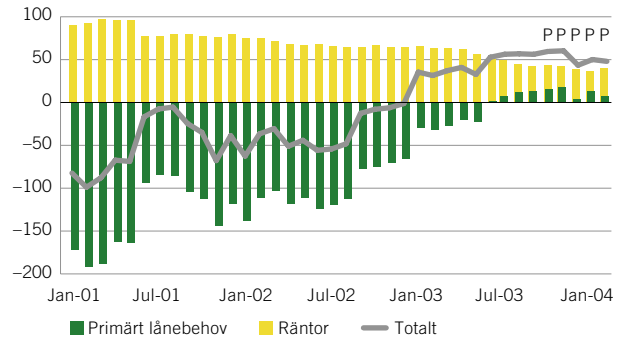
Statens lånebehov 1995–2004

SEK miljarder



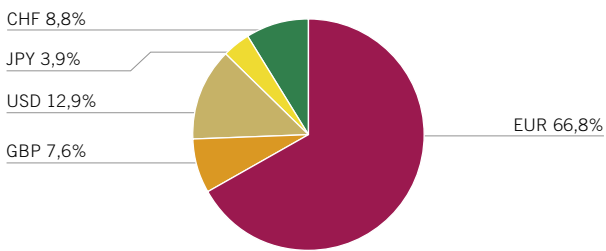
Statens lånebehov, 12-månaderstal

SEK miljarder



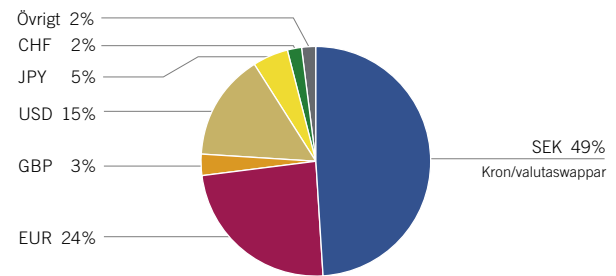
Riktämärke för valutaskuldens fördelning

30 september 2003



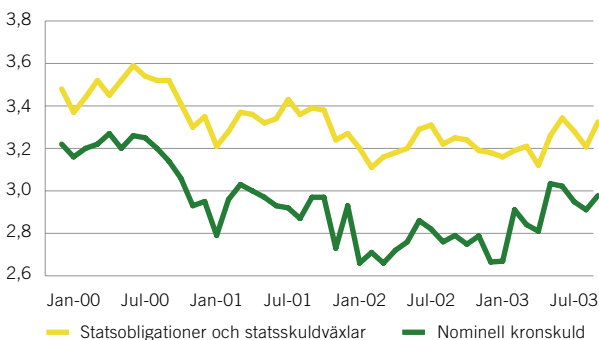
Finansiering av valutaskulden

30 september 2003



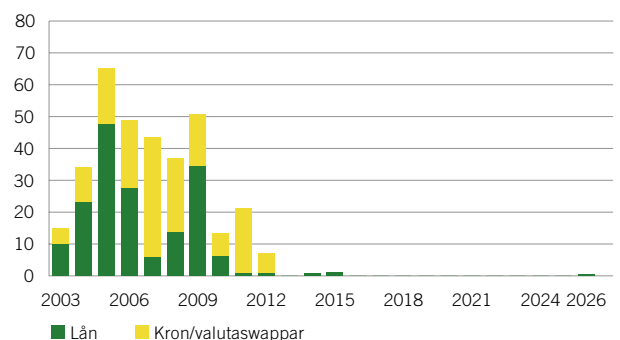
Nominella kronskuldens duration

År



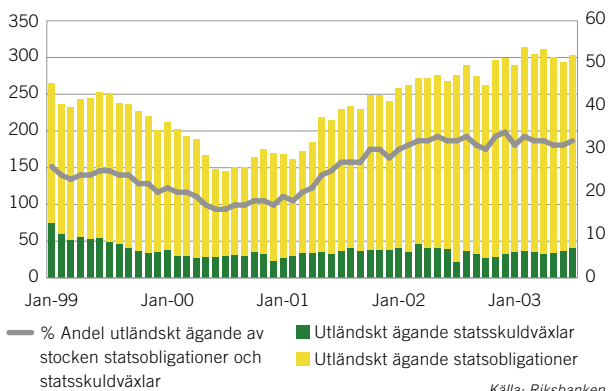
Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds

SEK miljarder 30 september 2003



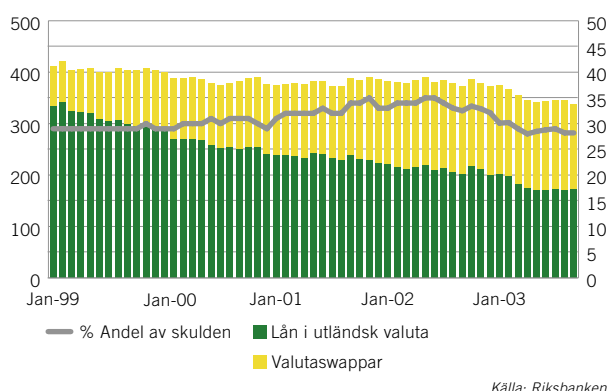
Utländskt ägande av statsobligationer och statsskuldväxlar

SEK miljarder



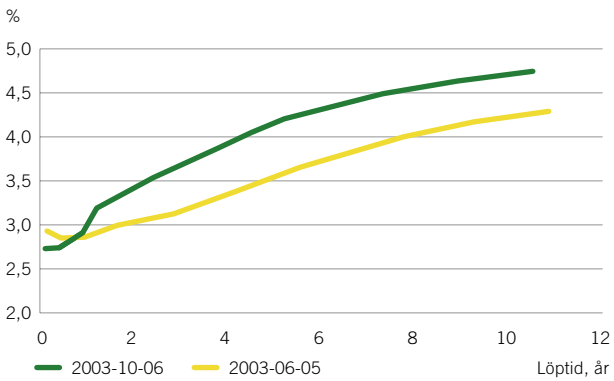
Statsskuldens exponering i utländsk valuta

SEK miljarder

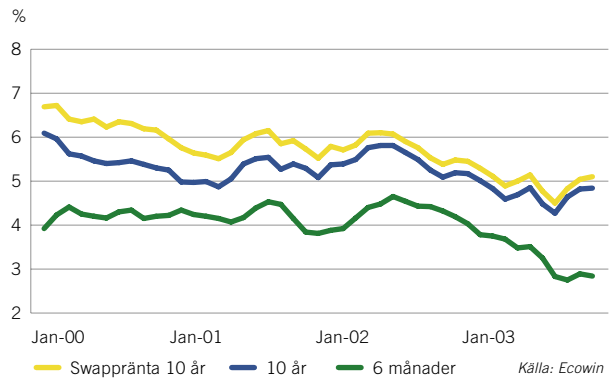


Finansmarknaden Alla värden t o m 30 september 2003

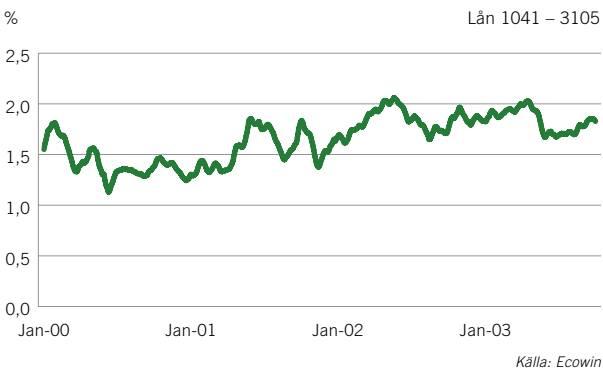
Avkastningskurva för svenska statspapper



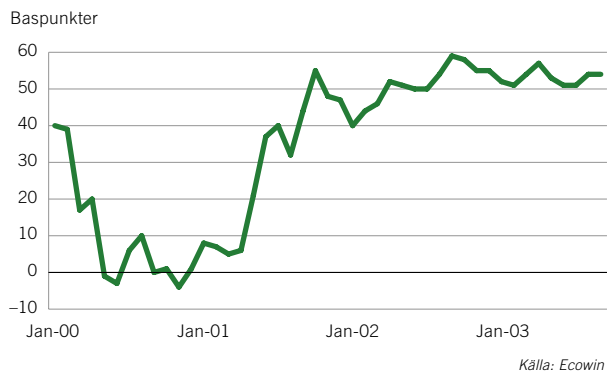
Ränteutveckling



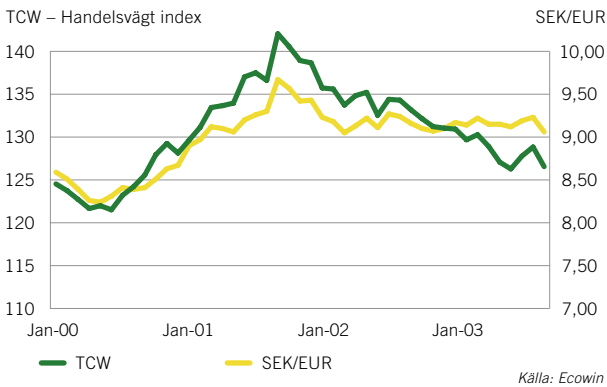
Break-even inflation



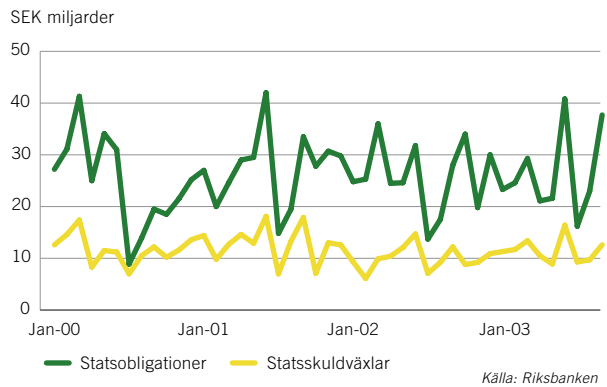
Ränteskillnad Tyskland - 10 år



Växelkursutveckling

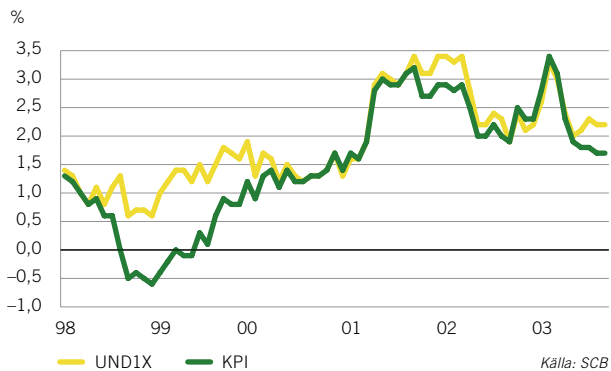
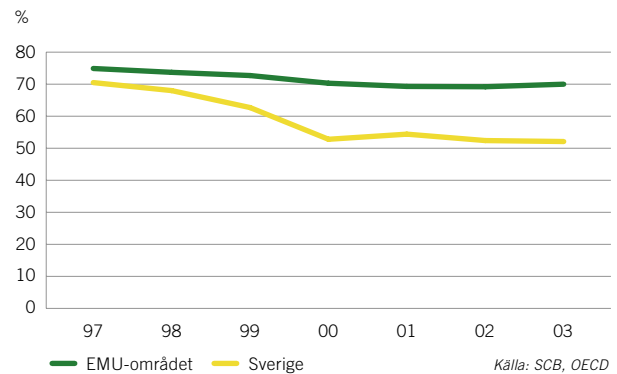


Daglig omsättning svenska statspapper



Svensk ekonomi

Alla värden t o m 30 september 2003

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

Nationalräkenskaper

Procentuell förändring	2001	2002	2003	2004		
Utbud och efterfrågan						
BNP1	1,1	1,9	1,3	2,5		
Import av varor och tjänster	-3,5	-2,7	4,0	7,3		
Hushållens konsumtionsutgifter	0,2	1,3	2,0	3,3		
Offentliga konsumtionsutgifter	0,9	2,1	0,7	0,8		
Fasta bruttoinvesteringar	0,8	-2,5	-1,4	3,1		
Lagerinvesteringar	-0,4	-0,1	0,2	0,0		
Export	-0,8	0,4	3,8	6,5		
Andra indikatorer						
	Jun-03	Sep-03	2001	2002	2003	2004
KPI, årlig förändring		1,7	2,9	2,3	1,2	1,4
Arbetslöshet		4,8	4,0	4,0	4,7	4,6
Bytesbalans	4,1		4,2	4,2	3,8	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 25 februari 2004, kl. 9.30.

För mer information:

Lånebehov och statsskuld:	Gunnar Forsling	08-613 45 35 eller 08-613 47 40
Finansiering:	Thomas Olofsson	08-613 47 82

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Små låntagares upplåning i EMU	<i>Eric Morell och Thomas Wigren</i>	2003:2
Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen	<i>Thomas Olofsson</i>	2003:2
Statliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk	<i>Lars Hörngren</i>	2003:2
Risker och derivat	<i>Anne Gynnerstedt och Per-Olof Jönsson</i>	2003:2
Riksgäldskontorets metod för riskanalys	<i>Johan Palm</i>	2003:1
Analys av valutaskuldens sammansättning	<i>Magnus Andersson, Lars André</i>	2003:1
Lånebehov och finansiering under 2002		2003:1
Så finansieras statsskulden	<i>Thomas Olofsson</i>	2002:3
Swappar i statsskuld förvaltningen	<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