

Statsupplåning

– prognos och analys

Statens lånebehov

Årsprognosen för 2004	3
Årsprognosen för 2005	4
Jämförelser	5
Månadsprognoser	6
Statsskulden	6

Finansiering

Bruttoupplåning	7
Nominell kronupplåning	7
Realupplåning	9
Valutaupplåning	10
Sammanfattning	10

Aktuellt

Riktlinjeförslaget i korthet	11
Privatmarknadsupplåning i Sverige och jämförelser med andra länder	13

Marknadsinformation

Statsskulden	17
Finansmarknaden	20
Svensk ekonomi	21
Återförsäljare	21

Fortsatta underskott i statsbudgeten

Riksgäldskontoret beräknar statens lånebehov 2004 till 57 miljarder kronor, vilket är 7 miljarder kronor mindre än i juniprognosen. Det beror främst på mindre utbetalningar från RFV och Försvarsmakten och från staten till kommunerna. Det totala lånebehovet 2005 beräknas bli 46 miljarder kronor. Minskningen jämfört med innevarande år är främst ett resultat av lägre räntebetalningar, i hög grad på grund av valutakursvinster som inte återkommer 2006.

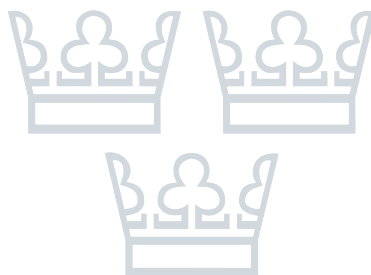
Enligt budgetpropositionen förblir statens budgetsaldo negativt såväl 2006 som 2007. Regeringen räknar med underskott på 52 respektive 37 miljarder kronor respektive år. Det innebär att staten 2007 kommer att ha haft budgetunderskott fem år i rad. Att staten måste fortsätta att låna trots att ekonomin under den här perioden väntas utvecklas väl understryker behovet av att komplettera taket för statens utgifter med ett saldomål som Riksgäldskontoret tidigare föreslagit.

Med hänsyn till behovet av att finansiera förfallande lån och uppköp beräknas bruttoupplåningen bli 90 miljarder kronor för 2004 och 115 miljarder kronor för 2005. I det förslag till riktlinjer för statsskuldspolitiken som Riksgäldskontoret lämnade till regeringen i september förordar vi en förkortning av durationsriktvärdet för den nominella skulden från 2,7 till 2,5 år. Motivet är minska kostnaden för statsskulden i enlighet med målet om lägsta kostnad med beaktande av risk. Till det kan läggas att den ökande andelen realobligationer i sig lett till en förlängning av löptiden i den totala skulden.

Under förutsättning att regeringen följer Riksgäldskontorets riktlinjeförslag kommer emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänkas med en halv miljard kronor till 3,5 miljarder kronor per auktion. Detta har lett till en diskussion om att det skulle uppstå en "brist" på obligationer med längre löptider. I bakgrunden finns bl.a. förslag om att försäkringsbolagen måste se till att deras tillgångar bättre motsvarar deras åtaganden. Eftersom åtaganden för t.ex. pensionsförsäkringar är långsiktiga, skulle bolagen i så fall efterfråga mer långa obligationer.

Jag menar att den här diskussionen bygger på en alltför statisk bild av både statspappersmarknaden och hur svensk statsskultförvaltning fungerar. Det är inte rimligt att tala om "brist" på en marknad där priser (räntor) hela tiden anpassas så att efterfrågan är lika stor som utbudet. Vill placerarna ha mer långa obligationer så kommer avkastningskurvan att bli mindre brant. Därmed blir det relativt sett billigare för staten att ge ut långa obligationer. Eftersom regeringens riktlinjer och Riksgäldskontorets agerande inom riktlinjernas ramar vägleds av en strävan att minimera kostnaderna med beaktande av risk kommer en sådan utveckling i sin tur att påverka framtida emissionsbeslut. Statsskuldspolitiken är alltså flexibel och tar hänsyn till förändringar i omvärlden. Men det är skattebetalarnas intresse av låga räntekostnader som vägleder oss. Därför kan vi lyssna på placerarnas önskemål först när de avspeglas i en flackare avkastningskurva.

*Bo Lundgren
Riksgäldsdirektör*



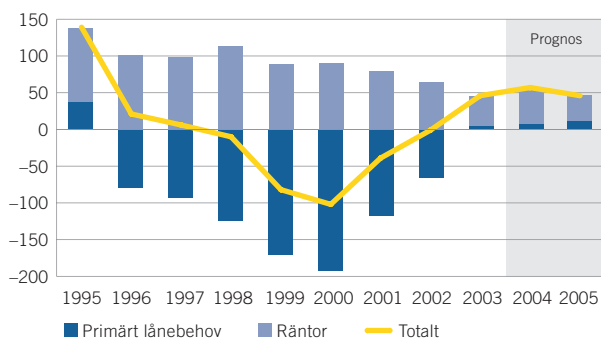
Statens lånebehov

Riksgäldskontorets lånebehovsprognos för 2004 pekar på ett underskott på 57 miljarder kronor. Det är 7 miljarder kronor mindre än i juniprognosen. För 2005 beräknas lånebehovet bli 46 miljarder kronor. Minskningen i lånebehovet mellan åren förklaras i huvudsak av lägre räntebetalningar på statsskulden samt växande skattebaser.

En starkare konjunktur leder till ökade inkomster från såväl konsumtions- som lönebaserade skatter 2005. Ökningen av skatteintäkter bromsas dock av de förslag till skattesänkningar som presenteras i budgetpropositionen. Samtidigt begränsas utrymmet för utgiftsökningar av det av riksdagen fastställda utgiftstaket. Räntebetalningarna på statsskulden minskar med 15 miljarder kronor mellan 2004 och 2005. Nedgången beror på tillfälliga effekter från valutakursvinster på förfallande lån.

Figur 1. Statens lånebehov 1995–2005

SEK miljarder



Årsprognosen för 2004

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2004 pekar på ett lånebehov på 57 miljarder kronor. Jämfört med i juni har vi sänkt prognosen med 7 miljarder kronor. Det beror främst på att lånebehovet under perioden juni till september har varit ca 4 miljarder kronor lägre än vad vi räknat med. Anledningen är att utbetalningarna från några större myndigheter varit lägre. Därutöver räknar vi med att utbetalningarna till kommunerna kommer att bli lägre, vilket bidrar till ett lägre lånebehov även för den resterande delen av året.

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas till 7 miljarder kronor. Det är 8 miljarder kronor lägre än i juniprognosen. Även det beror i huvudsak på lägre utbetalningar från Försvaret och RFV samt lägre utbetalningar till kommunerna.

Skattebetalningarna är däremot i stort sett oförändrade i förhållande till föregående prognos. Bland de olika skatteslagen har det endast varit mindre avvikelse. Bland

annat har inbetalningar av företagsskatter varit högre. Under slutet av året beräknas dessutom kompletteringsbetalningarna bli högre framför allt till följd av något högre kvarskatteinbetalningar. Den högre kvarskatten förklaras dels av att den slutliga skatten för företag och hushåll nu beräknas bli högre, dels av att fyllnadsbetalningar varit låga tidigare under året. Samtidigt var dock utbetalningen av överskjutande skatt i augusti drygt 1 miljard kronor högre än beräknat. Även de utbetalningar som görs i december beräknas bli något högre än i juniprognosen.

Vi antar liksom i tidigare prognoser att det inte kommer att ske några försäljningar av statlig egendom. Även regeringen har tagit bort antagandet om försäljningsinkomster på 15 miljarder kronor för i år.

På utbetalningssidan beräknas utbetalningarna till kommunerna bli ca 2,6 miljarder kronor lägre i år. Kommunerna fick behålla en för stor del av statsbidraget när den nya garantipensionen infördes 2003. Detta justeras nu genom lägre utbetalningar under andra halvåret 2004.

För årets resterande månader har vi även tagit hänsyn till de begränsningar i myndigheternas rätt att utnyttja tilldelade anslag som regeringen presenterade i budgetpropositionen i syfte att klara utgiftstaket för 2004. Försvaret är den myndighet som har fått de största totala begränsningarna. Vi bedömer därmed att det inte behövs några ytterligare utgiftsminskningar i år för att klara statens utgiftstak. Därför har vi tagit bort den post för ospecificerade utgiftsminskningar på 2 miljarder kronor som vi hade med i juniprognosen.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till ca 23 miljarder kronor. Det är ca 5 miljarder kronor högre än vid förra prognostillfället. Förändringen beror på att kontot för individuellt kompetenssparande, där medel har satts av från inkomsttitel sedan 2000, kommer att avslutas i år. Behållningen på kontot är ca 6 miljarder kronor och det beloppet kommer att tas ut. Ett lika stort belopp kommer dock att bokföras som en intäkt för staten varför lånebehovet totalt sett inte påverkas av att kontot avslutas.

Räntebetalningarna på statsskulden beräknas uppgå till ca 50 miljarder kronor. Det är en ökning med 1 miljard kronor sedan förra prognostillfället.

▸ Årsprognosen för 2005

Riksgäldskontorets prognos för 2005 pekar på att statens betalningar kommer att visa ett underskott på 46 miljarder kronor. Det är 3 miljarder kronor högre än i juni-prognosen. I förhållande till 2004 innebär detta att lånebehovet minskar med 11 miljarder kronor. Att skillnaden mellan åren inte blir större, trots att räntebetalningarna beräknas minska med 15 miljarder kronor och den starkare konjunkturen ger upphov till ökade skatteintäkter, beror i huvudsak på de skattesänkningar som föreslås i budgetpropositionen. Utrymmet för ökade statliga utbetalningar är sedan tidigare begränsat av ett fastställt utgiftstak för staten.

Tabell 1. Statens lånebehov och statsskulden 2003–2005, miljarder kronor

	2003	2004 (prognos)	2005 (prognos)
Primärt lånebehov	4	7	11
Räntor på statsskulden	42	50	35
Lånebehov, netto	46	57	46
Skuldkorrigeringar	-28	-3	0
Omvärdering valutalån	-18	-2	0
Kortfristiga placeringar	7	-7	0
Statsskuldens förändring	25	47	46
Statsskulden vid årets slut	1 229	1 276	1 322

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas till 11 miljarder kronor. Det innebär en liten försämring med 4 miljarder kronor mellan åren trots att konjunkturen stärks nästa år. En av förklaringarna är att skatteinkomsterna minskar till följd av en rad olika förslag till skattesänkningar.

Skattebetalningarna följer normalt den nominella ekonomiska utvecklingen, där lönesumman och den privata konsumtionens utveckling har stor betydelse. Tillsammans står löneskatterna och momsens för ca 85 procent av de totala skattebetalningarna. Redan i juni-prognosen räknade vi med ökade skatteintäkter på ca 30 miljarder kronor mellan 2004 och 2005 främst till följd av en starkare utveckling av lönesumman i näringslivet. Nu ser utsikterna för nästa år ännu bättre ut. De förslag som presenterades i budgetpropositionen avseende skattesänkningar leder dock till att inkomsterna inte ökar lika mycket nästa år som de annars skulle ha gjort. Hälften av det fjärde och sista steget i inkomstskattereformen leder till att skatteintäkterna beräknas minska med ca 6 miljarder kronor. Dessutom ges kommunerna ett extra tillskott nästa år genom en skattereduktion på 6 miljarder kronor.

Precis som för 2004 räknar vi inte med några försäljningsinkomster från statlig egendom under 2005. Jämfört med föregående prognos har vi dock antagit att statens utdelningsinkomster från bolag blir 5 miljarder kronor högre. Den största delen kommer från TeliaSonera som har indikerat att de kommer att göra extra utdelningar till aktieägarna.

För 2004 bedömer vi att de samlade utgiftsbegränsningarna (anslag som myndigheter inte får förbruka) kommer att uppgå till ca 7 miljarder kronor. Vi har gjort bedömningen att de anslagen kommer att dras in 2005 eller förskjutas fram till 2006. Vi har även gjort bedömningen att det inte kommer att behövas några nya utgiftsbegränsningar för att klara utgiftstaket 2005. Detta trots de ytterligare utgifter som annonserades i budgetpropositionen. Att läget på arbetsmarknaden har stabiliserats om än på en dålig nivå är den viktigaste orsaken till vår bedömning. En risk för ett överskridande av utgiftstaket kan dock vara att kostnaderna för sjukskrivningar och förtidspensioner blir högre än regeringen har beräknat.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till ca 15 miljarder kronor. Investeringar för infrastruktur uppgår till ca 4 miljarder kronor.

Räntebetalningarna för 2005 beräknas bli 35 miljarder kronor. Jämfört med 2004 minskar räntebetalningarna med 15 miljarder kronor. Den främsta förklaringen är att

Prognosförutsättningar

På de områden som prognosen för lånebehovet kräver makroekonomiska bedömningar utgår Riksgäldskontoret från Konjunkturinstitutets (KI) makrobild. I den här prognosen utgår vi från den makroprognos som KI presenterade i Konjunkturläget i augusti 2004. Viss ny information har kommit från KI efter det som också vägts in i prognosen.

KI räknar med att BNP växer med 3,8 procent i år. Det är drygt 1 procentenhet högre än när vi gjorde lånebehovsprognosen i juni. Ökningen förklaras av att exporten går mycket starkt. För lånebehovet har det dock inte så stor betydelse eftersom den direkta effekten av ökad export inte ger särskilt stora skatteintäkter, så länge sysselsättningen inte ökar. För 2005 spår KI en tillväxt på 3,3 procent. Tillväxten nästa år förväntas vara driven av investeringar och konsumtion, vilket har en mer positiv inverkan på lånebehovet. Utvecklingen på arbetsmarknaden är den enskilt viktigaste variabeln för lånebehovet. Läget på arbetsmarknaden tycks ha stabiliserats och KI spår en liten förbättring 2005. Ökningstakten för lönesumman, den viktigaste skattebasen, förväntas 2005 bli drygt 1 procentenhet högre än 2004. Sammantaget delar Riksgäldskontoret i stora drag Konjunkturinstitutets makroekonomiska bedömning.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppsdatum för den aktuella prognosen är den 18 oktober 2004.

valutakursdifferenser vänder från förlust på ca 4 miljarder kronor 2004 till vinst på ca 7 miljarder kronor 2005. Vinsten är en redovisningsmässig effekt av att valutalån som togs upp i US-dollar 2002 förfaller nästa år. Lånen togs upp till en betydligt högre dollarkurs än den som råder idag. Eftersom Riksgäldskontoret fördelar riskerna mellan olika valutor med derivat är dock den verkliga vinsten under lånens hela löptid väsentligt lägre. Jämfört med prognosen i juni minskar räntebetalningarna med 2 miljarder kronor. Det förklaras av större överkurser vid emission vilket i sin tur beror på den lägre räntenivån.

Känslighetsanalys

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

Tabell 2. 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	4
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

¹ Kommunala lönebaserade skatter betalas ut till kommunerna med ett års eftersläpning. Detta gör att effekten på statens lånebehov på ett års sikt – tidshorisonten i tabellen – är större än den permanenta effekten.

Jämförelser

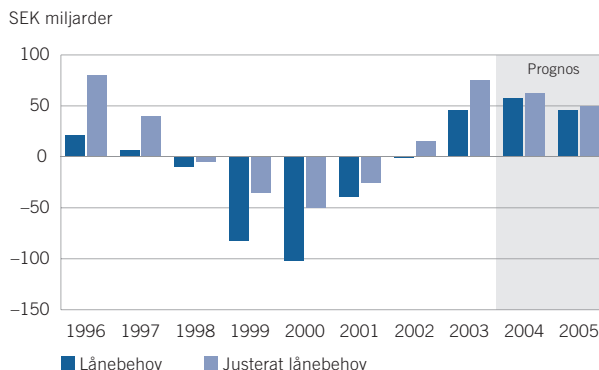
Lånebehovet justerat för tillfälliga betalningar

En del av de betalningar som påverkar lånebehovet kan betraktas som tillfälliga. Tidigare exempel på sådana betalningar är likvider för de förfallande bostadsobligationer som fördes över från AP-fonderna till staten och utförsäljning av statlig egendom. Under 2005 räknar vi med att statens andel i TeliaSonera kommer att ge ca 4 miljarder kronor i extra utdelning.

Lånebehovet under 2004 beräknas bli 57 miljarder kronor. Med justering för tillfälliga betalningar blir lånebehovet ca 62 miljarder kronor. 2003 var det justerade lånebehovet ca 75 miljarder kronor.

2005 beräknas lånebehovet uppgå till 46 miljarder kronor och det justerade lånebehovet till ca 50 miljarder kronor.

Figur 2. Redovisat och justerat lånebehov



Tabell 3. Lånebehov justerat för tillfälliga betalningar, miljarder kronor

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Lånebehov	-102	-39	-1	46	57	46
Försäljning statlig egendom	76					
Extrautdelning Riksbanken			20			
Överföring från AP-fonden	45	42	7	14	4	2
In och utlåning	-56	-25	-9	-3	-8	-9
Statsskuld räntor	-14	-5	-1	15	10	7
Övrigt	1	2	-2	4	0	4
Justerat lånebehov	-50	-25	14	75	62	50

Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett lånebehov på 57 miljarder kronor, vilket är 7 miljarder kronor mindre än regeringens beräkning i budgetpropositionen. Ekonomistyrningsverket (ESV) och KI räknar med ett lånebehov på 59 respektive 49 miljarder kronor.

De kända skillnaderna i försäljnings- och ränteantaganden är väldigt små för KI och ESV. Regeringen har tagit bort antagandet om 15 miljarder kronor i försäljningsinkomster för 2004. Skillnaderna i lånebehov förklaras därmed sannolikt delvis av det relativt låga primära lånebehovet under de senaste månaderna. ESV och KI redovisade sina prognoser för statens lånebehov i augusti och regeringen i september.

Tabell 4. Jämförelse mellan lånebehovsprognoser, miljarder kronor

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	04	05	04	05	04	05	04	05
Primärt lånebehov	7	11	14	-1	0	-3	10	-9
Räntor på statsskulden	50	35	50	39	49	39	49	39
Lånebehov	57	46	64	38	49	36	59	30
Lånebehov med RGK-räntor och försäljningsinkomster	57	46	64	50	50	32	60	25

För 2005 räknar vi med ett högre lånebehov än KI och ESV, men lägre än regeringen, justerat för kända skillnader. Regeringen räknar 2005 med försäljningsinkomster på 15 miljarder kronor, vilket minskar det primära lånebehovet. ▶

- Gemensamt för alla prognosmakarna är att de tror på en förbättring mellan 2004 och 2005. En starkare konjunktur under 2005 avspeglar sig i lägre primära lånebehov. ESV och KI spår en kraftigare förbättring mellan åren, vilket säkert delvis kan förklaras av att de inte haft möjlighet att ta hänsyn till de förslag till skattesänkningar som publicerades i budgetpropositionen.

Månadsprognoser

Riksgäldskontoret publicerar årsprognoser tre gånger per år. Samtidigt publiceras månadsprognoser för mellanliggande månader. Mellan ordinarie publiceringar görs revideringar av års- och månadsprognoserna endast i undantagsfall. I så fall görs de samtidigt som månadsutfallet för lånebehovet presenteras, vilket sker fem arbetsdagar efter varje månads-skifte.

Prognosen för lånebehovet i oktober 2004 är 6,2 miljarder kronor. Det är i stort sett lika stort lånebehov som beräknat i föregående prognos. Det stora lånebehovet i januari förklaras av den årliga utbetalningen till premiereservsystemet. Stora skatteinbetalningar är förklaringen till överskottet i februari.

Tabell 5. Statens lånebehov 2004, miljarder kronor

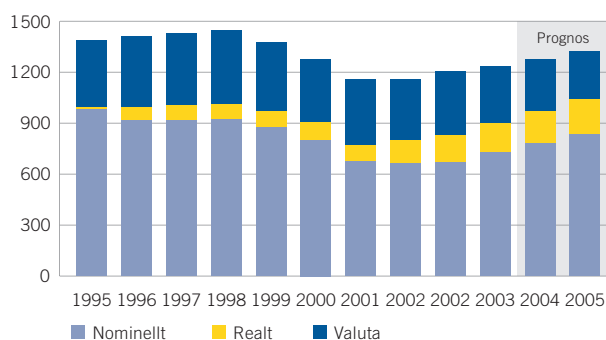
	okt	nov	dec	jan	feb
Primärt lånebehov	6,0	-1,1	17,4	25,1	-23,0
Räntor på statsskulden	0,2	-0,7	11,3	3,1	0,7
Lånebehov	6,2	-1,8	28,7	28,2	-22,3

Statsskulden

Statsskulden uppgick vid utgången av september till 1 243 miljarder kronor. Det är en ökning sedan årsskiftet med 14 miljarder kronor. Lånebehovet har ökat statsskulden med 24 miljarder kronor. Skulddispositioner och kortfristiga placeringar har samtidigt minskat statsskulden med 10 miljarder kronor. Exempel på en skulddisposition är omvärdering av valutaskulden, vilket påverkar skuldens storlek men inte lånebehovet. Riksgäldskontoret väger inte in skulddispositioner i prognosen på statsskuldens utveckling. Statsskulden beräknas därför öka i samma takt som lånebehovet. Vid utgången av 2004 beräknas statsskulden uppgå till 1 276 miljarder kronor och vid utgången av 2005 till 1 322 miljarder kronor.

Figur 3. Statsskulden 1995–2005*

SEK miljarder



* Ett nytt statsskuldsmått infördes vid årsskiftet 2002–2003.

Finansiering

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 4 till 3,5 miljarder kronor per auktion. Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att även fortsättningsvis emittera realobligationer för i storleksordningen 20 miljarder kronor i årstakt. Stora förfall i valutaskulden gör att valutaupplåningen beräknas öka från 11 miljarder kronor under 2004 till 28 miljarder kronor under 2005. Finansieringsprognosen förutsätter att regeringen beslutar att förkorta durationen till 2,5 år och att förkortningen sker gradvis under 2005, samt att valutaskulden amorteras med 25 miljarder kronor även nästa år.

Bruttoupplåning

Under 2004 och 2005 beräknas nettolånebehovet uppgå till 57 respektive 46 miljarder kronor. Dessutom behöver Riksgäldskontoret finansiera förfallande lån och uppköp. Sammanlagt beräknas finansieringsbehovet bli 90 miljarder kronor under 2004. Under 2005 beräknas finansieringen öka till 115 miljarder kronor.¹ Den viktigaste anledningen till att finansieringsbehovet ökar, trots minskat nettolånebehov, är stora förfall i utländsk valuta.

Tabell 1. Finansiering 2004 och 2005, miljarder kronor

	2004	2005
Nettolånebehov	57	46
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning ¹	-4	6
Förfallande obligationslån och uppköp ²	36	63
Statsobligationer	15	19
Obligationer i utländsk valuta	22	43
Summa	90	115
Statskuldväxelupplåning, netto ³	-30	0
Obligationssupplåning, brutto ⁴	120	115
Obligationer i utländsk valuta	9	14
Realobligationer ⁵	20	20
Nominella statsobligationer ⁶	91	81
Finansiering	90	115

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor. Privatmarknadsupplåningen antas vara oförändrad under 2004 och 2005.

² Inga uppköp är planerade under 2004 och 2005.

³ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

⁴ Nominella belopp. Över- och underkurser (inklusive inflationskompensation) och valutakursdifferenser vid emissioner ingår som räntebetalningar i nettolånebehovet.

⁵ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 1,0 1,0

⁶ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 4,0 3,5

I tabell 1 redovisas en bedömning av fördelningen av finansieringen mellan obligationer och statskuldväxlar såväl som fördelningen av obligationsupplåningen på nominella

¹ I Statsupplåning – prognos och analys 2004:2 inkluderades även byten av statsobligationer till statsskuldväxlar i den totala finansieringen. Bytena är exkluderade i denna prognos. Vid bytena emitteras statsskuldväxlar samtidigt som Riksgäldskontoret köper tillbaka statsobligationer för samma belopp. Dessa emissioner är således inte en del av den egentliga finansieringen.

statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta.

Fördelningen av finansieringen mellan olika instrument förutsätter att regeringen, i linje med Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för statsskuldspolitiken 2005, beslutar att förkorta durationsmålet för den nominella skulden från 2,7 till 2,5 år. Finansieringsprognosen förutsätter också att valutaskulden även 2005 amorteras med 25 miljarder kronor.

Tabell 2. Nya obligationer - förfall och emissionsdatum

Obligation	Förfall	Första emissionsdag
Sjuårig realobligation (3106)	2012-04-12	hösten 2005
Tioårig statsobligation (1050)	2016	hösten 2005

Tabell 3. Viktiga datum

Datum	Aktivitet
senast 15 nov.	Regeringen beslutar om riktlinjer för statsskuldspolitiken 2005
9 december	Riksgäldskontorets styrelse beslutar om riktmärken för 2005
23 februari	Statsupplåning – prognos och analys 2005:1
23 mars	Pressmeddelande om byten av 1044 till statsskuldväxlar
25–29 april	Byten av 1044 till statsskuldväxlar

Nominell kronupplåning

Statsskuldväxlar och ränteswappar

Riksgäldskontorets totala finansiering med statspapper ökar med 25 miljarder kronor 2005, främst till följd av större förfall i valutaskulden. Huvuddelen av den ökade upplåningen kommer att tas upp i kronor. Valutaupplåningen begränsas av riktvärdet för amorteringen av valutaskulden.

Förkortningen av durationsmålet för den nominella kronskulden² medför en ökning av upplåningen i statsskuldväxlar 2005 jämfört med 2004, samtidigt som obligationsupplåningen minskar något. Finansieringen i statsskuldväxlar ökar med 30 miljarder kronor 2005 jämfört med 2004. ▶

² Riksgäldskontorets styrelse beslutar den 9 december om duration för den nominella kronskulden. I den här prognosen förutsätts att durationsmålet förkortas gradvis från 3,0 till 2,8 år i slutet av 2005.

- Statsskuldväxelstocken beräknas öka med 65 miljarder kronor 2005. Ökningen beror inte bara på nettofinansieringen 2005 utan också på de byten av obligationslån 1044 som genomförs i april.³

Tabell 4. Förändring av utestående statsskuldväxlar, netto inkl. swappar, miljarder kronor

	2004	2005
Kort nominell kronskuld och swappar, nettoförändring	50	86
Förändring av statsskuldväxelstocken	20	65
Statsskuldväxelupplåning, netto ¹	-30	0
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	50	65
Ränteswappar, netto ²	30	21

¹ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall

² Inga ränteswappar förfaller under 2004–2005

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta räntebindningstiden. Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänker denna upplåningsteknik statens lånekostnader. Ränteswappar kan också användas som en del av valutaupplåningen. Då kombineras den med en valutaswapp så att exponeringen i kronor byts till exponering i utländsk valuta.⁴

Under 2004 kommer ca 32 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort ränteeponering i kronor eller till utländsk valuta. Swappvolymen ökar till ca 35 miljarder kronor nästa år. Ökningen av swappvolymen bidrar till att förkorta durationen och därmed till att hålla uppe emissionsvolymerna i statsobligationer.

Om marknadsförhållanden ändras kan den faktiska omfattningen avvika. Swapparna kommer även fortsättningsvis att göras i relativt jämn takt under året och på de löptider som är kostnadseffektiva.

I år kommer i stort sett hela swappvolymen användas till att ersätta statsskuldväxlar. Under 2005 antas schablonmässigt ca 21 miljarder kronor användas på detta sätt.

I tabell 5 återges nettoförändringen av den utestående swappvolymen. Trots att en större swappvolym brutto planeras 2005, ökar inte den utestående stocken snabbare nästa år eftersom även förfallen blir större.

³ Statsskuldväxelstockens förändring beror även på det kortfristiga finansieringsbehovet och hur mycket statsskuldväxlar som är utestående vid årsskiftet. Omfattningen av det planerade bytet av en kort obligation till växlar är ytterligare en osäker faktor. Förändringen mäts mellan de sista bankdagarna respektive år, vilket gör att förändringen inte nödvändigtvis ger en rättvisande bild av hur stockens genomsnittliga storlek ändras.

⁴ Se faktarutan om upplåningsinstrument och swappar på s. 9 i Statsupplåning – prognos och analys 2004:2. För en mer utförlig diskussion om användningen av swappar se, Holmlund, A, (2002), "Swappar i statsskuldsvältningen", Statsupplåning – prognos och analys 2002:3, s. 17-20. Hur finansieringen fördelas på olika låneinstrument redovisas i Olofsson, T. (2002), "Så finansieras statsskulden", Statsupplåning – prognos och analys 2002:3, s. 13-16.

Tabell 5. Förändring av utestående swappar, miljarder kronor

	2004	2005
Swappar, nettoförändring	21	17
Swappar totalt	32	35
Ränteswappar ¹	30	21
Valutaswappar ²	2	14
Swappar, förfall	-11	-18

¹ Ränteswappar från lång till kort ränteeponering i SEK

² Ränteswappar från lång till kort ränteeponering kombinerat med valutaswappar till utländsk valuta

Nominella statsobligationer

Emissionsvolymen sänks till 3,5 miljarder per auktion

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 4 till 3,5 miljarder kronor per auktion från och med den 24 november 2004. Minskningen görs för att förkorta durationen i den nominella kronskulden. Riksgäldskontoret kommer därmed att låna totalt 91 miljarder kronor i nominella statsobligationer under 2004 och 81 miljarder kronor 2005.

Den utestående obligationsstocken kommer därigenom att minska något under 2005. Exponeringen i långa kronräntor minskar något mer eftersom netto ca 17 miljarder kronor beräknas swappas till kort ränteeponering eller till utländsk valuta.

Tabell 6. Förändring av utestående statsobligationer, netto inkl. swappar, miljarder kronor

	2004	2005
Lång nominell kronskuld och swappar, nettoförändring	7	-21
Förändring av nominell statsobligationsstock	28	-4
Nominella statsobligationer, emissioner	91	81
Förfall, uppköp och byten	-63	-84
Swappar, netto	-21	-17

Interbankräntor i realtid

Räntor på referenslånen i den elektroniska interbankhandeln är tillgängliga för marknaden i realtid.

Referenslånen på obligationsmarknaden handlas mellan våra återförsäljare i OMX elektroniska interbankmarknad (EIM, Saxess Trading). Återförsäljarna har ett åtagande att ställa priser gentemot varandra i ett elektroniskt handelssystem i löptiderna två, fem och tio år med handelsposter på för närvarande 200, 100 respektive 50 miljoner kronor.

Köp- och säljräntor (och priser) är tillgängliga i realtid på sidan O#SETSYMED= i Reuters. Publicerade räntor är medianvärden, dvs. den återförsäljares ränta som ligger i mitten av de ställda räntorna – både för köp- och säljräntor och för varje löptid.

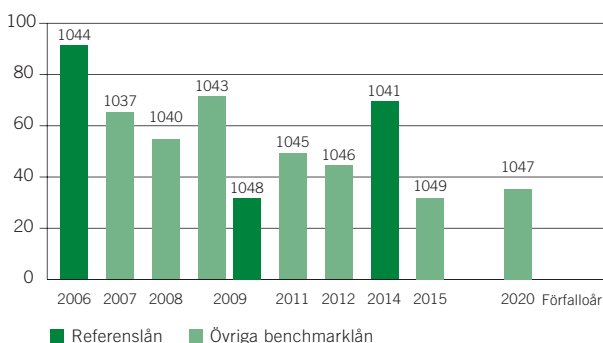
Fyra lån aktuella vid emissionerna

Obligationsupplåningen görs vanligtvis i de referenslån med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.⁵ Riksgäldskontorets policy är samtidigt att upprätthålla god likviditet i samtliga benchmarklån vilket gör att även andra lån kan emitteras vid enstaka tillfällen.

Lånen med två-, fem- och tio års löptid kommer därför att vara de naturliga emissionskandidaterna under resten av 2004 och under 2005. Emissionerna kommer att ha tyngdpunkten på lån med längre löptid. Det sextonåriga lånet kommer att emitteras vid enstaka tillfällen.

Figur 1. Nominella statsobligationer (benchmarklån)

SEK miljarder



För närvarande handlas lånen 1044, 1048 och 1041 som referenslån. Riksgäldskontoret introducerade i september en ny tioårig statsobligation, lån 1049, med förfall den 12 augusti 2015. Hittills har ca 32 miljarder kronor emitterats i det nya lånet. Från den 15 december blir två nya lån referenslån i de två- och tioåriga löptiderna och den 15 juni blir lån 1045 nytt femårigt referenslån.

I början av hösten 2005 introduceras en ny tioårig statsobligation, lån 1050, med förfall 2016. Lånet kommer att börja handla som tioårigt referenslån i det elektroniska handelssystemet från den 21 december 2005. Närmare detaljer om lånet meddelas i Statsupplåningsrapporten i februari.

Det sextonåriga lånet 1047 har nu en utestående volym på ca 35 miljarder kronor. Lånet kommer inte att emitteras lika ofta de kommande åren för att undvika att det blir alltför stort, vilket framgick redan av föregående Statsupplåningsrapport. För att bidra till fortsatt god likviditet kommer emellertid lånet att emitteras vid några tillfällen per år tills det blir ett tioårigt lån.

⁵ 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 skall ligga närmast två, fem eller tio år vid efterföljande IMM-datum. Därmed kommer ett underliggande lån i terminskontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

Tabell 7. Referenslån i den elektroniska interbankmarknaden

Datum för byten av referenslån (IMM-datum) ¹	2-årigt	5-årigt	10-årigt
16 juni 2004	1044	1048	1041
15 december 2004	1037		1049
15 juni 2005		1045	
21 december 2005	1040		1050

¹ Ovanstående datum för ändring av referenslån avser likviddag. Första affärsdag för ett nytt referenslån är normalt fredagen innan IMM-datum.

Realupplåning

Emissionspolicy

Oförändrad emissionstakt

Under 2004 har hittills ca 15 miljarder kronor, dvs. knappt 1 miljard kronor i genomsnitt per auktion, emitterats. Efterfrågan har varierat kraftigt mellan emissionstillfällena och varit något svagare under hösten.

Riksgäldskontoret räknar med att kunna fortsätta emittera ca 20 miljarder kronor i årstakt. Marknadstillväxten är dock svårbedömd och årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning.

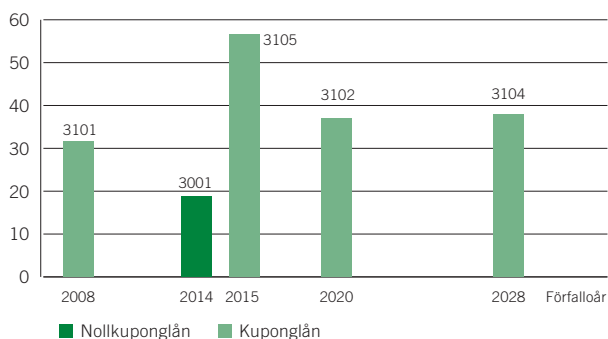
Förutsägbarhet med viss flexibilitet

Realobligationer emitteras varannan vecka. De annonserade emissionsvolymerna är i normalfallet ungefär lika stora vid varje auktion. Större avvikelser kan dock förekomma vid tillfällen då marknadsförhållandena är speciella, t.ex. vid kupongförfall.

Vid de tillfällen då efterfrågan bedöms som god använder vi vanligtvis flexibla emissionsvolym. Det annonseras som ett intervall. Den nedre intervallgränsen motsvarar den utbudna emissionsvolymen. Flexibiliteten innebär att emissionsvolymen kan ökas upp till den övre intervallgränsen. En förutsättning är att detta kan ske utan nämnvärd räntepåverkan, dvs. att budkurvan är flack inom intervallet. Räntenivån ska också vara rimlig.

Figur 2. Reala statsobligationer

SEK miljarder



Även om emissionsvolymerna inte varierar så mycket från gång till gång tas viss hänsyn till det rådande efterfrågeläget och prisbilden. Val av lån, emissionsform och volym vid enskilda emissionstillfällen annonseras en vecka innan auktionen efter att Riksgäldskontoret tagit in förslag ▶

- från återförsäljare och investerare. Både investerare och återförsäljare är välkomna att föra en löpande dialog med oss kring realobligationer och lämna förslag inför enskilda emissioner.

Aktuella lån vid emissioner

Riksgäldskontoret kommer, som annonserades i föregående Statsupplåningsrapport, att under hösten 2005 ge ut en ny realobligation (lån 3106) med förfall den 12 april 2012. Det nya lånet introduceras med en emission och byten mot 3101. En avvecklingsplan för lån 3101 har diskuterats i *Statsupplåning 2003:2* och *2003:3*. Tanken är att investerare successivt ska kunna byta till sig lån 3106 med en bytesvolym på maximalt t.ex. 10 miljarder kronor per år. På så sätt kan avvecklingen av lånet ske på ett förutsägbart sätt. En mer detaljerad avvecklingsplan annonseras under våren 2005.

Lånen 3105, 3102 och 3104 kommer, tillsammans med lån 3106 när det introduceras i höst, att emitteras under 2004 och 2005. Även lån 3101 kan bli aktuell under våren om regeringen, i linje med vårt förslag, slopar löptidsbegränsningen i realupplåningen.

Valutaupplåning

Riksgäldskontoret amorterar för närvarande på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Finansieringsprognosen förutsätter att valutaskulden även 2005 amorteras med 25 miljarder kronor, i enlighet med det riktlinjeförslag som vi lämnat till regeringen.

För att uppnå målet för amorteringstakten behöver vi låna motsvarande 11 respektive 28 miljarder kronor i utländsk valuta under 2004 och 2005. Upplåningsbehovet i utländsk valuta är skillnaden mellan förfallande lån och amorteringstakten. Under 2004 och 2005 förfaller lån, inklusive valutakursvinster, för motsvarande 36 respektive 53 miljarder kronor. Den ökade valutaupplåningen nästa år beror på de större förfallen av valutaskulden.

Valutaupplåning kan göras med emissioner av statsobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning)⁶ eller med emissioner av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning). Fördelningen av valutaupplåningen mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning beror på vilka räntevillkor som kan uppnås.

⁶ Emitterade statsobligationer swappas först till kort ränteeponering. Rörlig ränta i kronor byts sedan till kort utländsk ränta med en valutaswapp som har samma löptid som ränteswappen. Samtidigt köper Riksgäldskontoret den utländska valutan avista då transaktionen ingås. Vid swappförfallet säljs valutan. Valutaswappen skapar på så sätt en skuld i utländsk valuta.

Under 2004 har hittills lån motsvarande ca 7 miljarder kronor tagits upp i direkt valutaupplåning. Det återstående lånebehovet under året samt för 2005 har schablonmässigt fördelats jämnt mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning. Den faktiska fördelningen under 2005 kan emellertid komma att avvika från detta scenario.

Tabell 8. Valutaupplåning 2004 och 2005, miljarder kronor

	2004	2005
Valutalånebehov, brutto	11	28
Valutaamortering	-25	-25
Förfall och valutakursdifferenser	36	53
Obligationer i utländsk valuta ¹	22	43
Valutaswappar ²	11	18
Realiserade valutakursdifferenser	3	-8
Valutaupplåning, brutto	11	28
Obligationer i utländsk valuta	9	14
Valutaswappar, brutto ²	2	14

¹ Värdet till aktuella växelkurser.

² Ränteswappar från lång till kort ränteeponering kombinerat med valutaswappar till utländsk valuta

Sammanfattning

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 4 till 3,5 miljarder per emissionstillfälle från den 24 november 2004. Samtidigt ökar statskuldväxelupplåningen.

Finansieringsprognosen förutsätter att regeringen beslutar att förkorta durationen från 2,7 till 2,5 år och att förkortningen sker gradvis under 2005, samt att valutaskulden amorteras med 25 miljarder kronor även 2005.

Under 2005 kommer emissionerna att fördelas mellan de två, fem- och tioåriga lånen – med tyngdpunkt på de längre löptiderna. Det sextonåriga lånet kommer att emitteras vid enstaka tillfällen.

Riksgäldskontoret ökar volymen ränteswappar från 30 till 35 miljarder kronor i årstakt 2005.

Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att fortsätta emittera realobligationer motsvarande 20 miljarder kronor i årstakt.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas i år uppgå till 11 miljarder kronor. Under 2005 beräknas upplåningen öka till 28 miljarder kronor till följd av större förfall på valutaskulden.

Riktlinjeförslaget i korthet

I årets riktlinjeförslag studerar Riksgäldskontoret hur statsskulden långsiktigt bör vara sammansatt. Valutaskulden föreslås försätta minska till en nivå kring 15 procent, samtidigt som andelen reallån bör fortsätta öka till 20–25 procent av den totala skulden. Riktvärdet för durationen i den nominella kron- och valutaskulden bör sänkas från 2,7 till 2,5 år.

Riksgäldskontoret lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. I årets riktlinjeförslag har Riksgäldskontoret haft i uppdrag att särskilt studera valutaskuldens andel. Det har föranlett en förnyad analys av även realskuldens andel och därmed skuldens sammansättning som helhet. Huvudpunkterna i förslaget är:

- Andelen valutalån i statsskulden bör långsiktigt minska. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör vara kring 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2005 föreslås vara 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bör få avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2006 och 2007 föreslås vara 25 miljarder kronor per år.
- Andelen reallån i statsskulden bör långsiktigt öka. Riksgäldskontorets bedömning är att andelen bör ligga kring 20–25 procent. Upplåningen bör vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.
- Återstoden av bruttolånebehovet bör täckas genom nominella kronlån.
- Riktvärdet för löptiden (mätt i duration) i den samlade nominella kron- och valutaskulden bör sänkas till 2,5 år. Riksgäldskontoret bör få besluta om riktmärken som ger en genomsnittlig duration som avviker maximalt med $\pm 0,3$ år från riktvärdet.

Val av skuldsammansättning

Att ange vad som är en "optimal" skuldsammansättning är svårt eftersom sambanden är många och komplexa. Dessutom varierar de önskvärda andelarna över tiden, bl.a. beroende på vilka påfrestningar som statsfinanserna utsätts för. Valet av sammansättning är därför till stora delar en bedömningsfråga och beror i slutändan på vilka risker som staten är beredd att ta i statsskuld förvaltningen.

I riktlinjeförslaget redovisar Riksgäldskontoret sin bedömning av vad som utgör en väl avvägd sammansättning av statsskulden. Bedömningen grundas dels på de analyser och resonemang som Riksgäldskontoret redovisat i tidigare riktlinjeförslag, dels på de modellresultat som presenteras i förslaget.

Valutaandel

Regeringen har under flera år på förslag från Riksgäldskontoret beslutat att valutaskulden löpande ska amorteras. Valutaskulden har minskat från som mest 435 miljarder kronor 1998 till 311 miljarder i september 2004. Det motsvarar en minskning från 30 till 25 procent av den totala skulden.

Hur stor valutaandel staten bör ha beror på flera faktorer. Det främsta argumentet till varför andelen valutaskuld bör minska är att valutaskuld är mer riskfylld än inhemsk skuld samtidigt som kostnaden kan antas vara ungefär densamma. Valutaupplåning är dessutom ett flexibelt instrument. Erfarenheterna visar att om lånebehovet ökar drastiskt kan det vara fördelaktigt att låna i utländsk valuta. Anledningen är dels att det minskar trycket på den inhemska marknaden, dels att det kan ge kostnadsfördelar i den mån det stora lånebehovet pressar upp kronräntorna och försvagar kronan. För att staten ska ha utrymme att låna mycket i utländsk valuta vid en kris får dock valutaskulden inte vara alltför stor i utgångsläget.

Målet bör dock inte vara att avveckla valutaskulden. Upplåning i flera valutor minskar ränterisken genom att beroendet av ränteläget i Sverige minskar. Skulle svenska räntor stiga kraftigt utan motsvarande förändring i internationella räntor samtidigt som kronkursen är oförändrad bidrar valutaskulden till att begränsa ökningen i de totala räntekostnaderna.

Riksgäldskontorets samlade bedömning är att valutaandelen på sikt bör ligga kring 15 procent. Valutaandelen är för närvarande kring 26 procent. För att fortsätta att reducera andelen bör amorteringarna fortsätta i oförändrad takt. Riktvärdet för amorteringen på valutaskulden föreslås vara 25 miljarder kronor, med möjlighet för Riksgäldskontoret att avvika från riktvärdet med ± 15 miljarder kronor.

Realandel

Riksgäldskontoret började emittera realobligationer 1994. Andelen reallån i statsskulden har sedan dess gradvis ökat och uppgår i dagsläget till 15 procent. Riktlinjerna har under flera år sagt att realandelen långsiktigt bör fortsätta att öka. Argumenten är framför allt att den bidrar till en mer

- ▶ diversifierad statsskuld än om skulden bara består av nominella instrument. Detta gör att risken för kraftiga variationer i räntekostnaderna minskar.

Förutom positiva riskegenskaper bör realobligationer på sikt vara något billigare än motsvarande nominella obligationer. Anledningen är att investerare kan antas vara villiga att betala en premie för skydd mot inflationsosäkerhet. Den positiva utvecklingen av realobligationsmarknaden har dessutom minskat den likviditetspremie som tidvis har uppvägt inflationsriskpremien. Avkastningskravet på reala lån bör därför vara lägre än på nominella lån.

Den reala skuldens andel bör därför fortsätta att öka till en långsiktig nivå på kring 20–25 procent. Realskulden bedöms vid denna nivå vara tillräckligt stor för att marknaden ska vara likvid och för att diversifieringseffekterna ska få genomslag. I kombination med en minskad valutaandel ger det samtidigt utrymme för en stor och likvid nominell obligationsmarknad. Ökningstakten i realskulden bör liksom tidigare vägas mot efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldsdrag med beaktande av risk.

Statsskuldens löptid

Riksgäldskontoret har till årets riktlinjeförslag även analyserat hela statsskuldens löptid. Riktmärket för durationen i den nominella kron- och valutaskulden har varit oförändrat sedan 2000. Samtidigt har löptiden i hela skulden ökat till följd av att andelen realobligationer har ökat. Den utvecklingen kommer att fortsätta givet att realandelen ökar. I kombination med att valutaandelen minskar leder detta till att risknivån i statsskulden sjunker.

Riksgäldskontorets bedömning är att detta ger utrymme att sänka durationen i den nominella kron- och valutaskulden till 2,5 år. Avsikten är att därigenom sänka den förväntade kostnaden samtidigt som risknivån i skulden som helhet hålls på önskad nivå. Med hänsyn till kronskuldens storlek i förhållande till marknaden bör anpassningen av durationen till det nya riktvärdet ske gradvis så att transaktionskostnaderna inte blir onödigt höga.

Enligt gällande riktlinjer för löptiden i realskulden ska upplåningen ske i obligationer med löptid på minst fem år. Riksgäldskontoret föreslår att denna restriktion tas bort. Anledningen är detta ökar möjligheterna att anpassa emissionerna till marknadens efterfrågan på ett ändamålsenligt sätt.

Ett samlat riktvärde för löptiden?

Riksgäldskontoret har också undersökt möjligheterna att införa ett samlat mått för hela statsskuldens löptid. Det nuvarande riktvärdet för löptiden omfattar bara den nominella delen av skulden. Svårigheterna att styra durationen i den reala skulden och att den reala upplåningen bör anpassas till rådande marknadsförhållanden gör dock att sådant styrsystem vore svårhanterligt. Tekniskt vore det möjligt att genom anpassningar i övriga skuldsdrag ändå

uppnå ett samlat riktmärke för durationen. Det är dock inte självklart att de transaktionskostnader som i så fall skulle uppstå är motiverade från risksynpunkt. Styrningen av statsskuldens löptid kräver därför ytterligare analys. I årets riktlinjeförslag föreslår vi således inget samlat mått för hela skuldens löptid. Det bör dock understrykas att även utan ett sådant mått kan riktlinjerna, som i årets förslag, baseras på kvalitativa resonemang där den reala och nominella skuldens samlade löptid vägs in.

Statsskuldens kostnader vid extrema chocker

I årets riktlinjeförslag ägnar Riksgäldskontoret särskilt intresse åt hur kostnaderna för statsskulden påverkas av extrema påfrestningar, som t.ex. en valutakris. I förslaget redovisas resultatet av ett antal känslighetsanalyser som gjorts inom ramen för en scenariomodell utvecklad just för att studera genomslaget av olika slags kriser.

Riksgäldskontoret konstaterar att bästa sättet att rusta för en krissituation är att reducera statsskuldens storlek. I förvaltningen av statsskulden gäller det att fortlöpande göra avvägningar mellan kostnader och risker med hänsyn till både de statsfinansiella utsikterna och aktuella finansiella förhållanden. Scenarioberäkningarna ger vid handen att de svenska statsfinanserna är känsliga för en kraftig räntepågång. Å andra sidan framstår det som relativt kostsamt att förlänga skuldens löptid. Även en valutakris har ett betydande genomslag, samtidigt som kostnaderna för att minska risknivån genom att justera valutaandelen sannolikt är ganska låga. Genom att modellen fångar hela skulden ger den möjlighet att illustrera den typen av riskavvägningar som ligger bakom årets riktlinjeförslag, där ökad realandel och minskad valutaandel ger utrymme att sänka löptiden något.

Riktlinjeprocessen

- RGK lämnar förslag på riktlinjer till regeringen före den 1 oktober.
- Regeringen beslutar om riktlinjer före den 15 november.
- RGK:s styrelse beslutar om operativa riktlinjer före den 31 december.
- Förvaltningsperioden löper mellan den 1 januari och den 31 december.
- RGK utvärderar verksamheten i sin årsredovisning till regeringen före den 15 februari.
- Regeringen utvärderar verksamheten och rapporterar till riksdagen före den 25 april.
- Riksdagen utvärderar statsskuld förvaltningen under maj – juni.
- Riksgäldskontoret beaktar riksdagens synpunkter i sitt förslag till riktlinjer för efterföljande år.

Privatmarknadsupplåning i Sverige och jämförelser med andra länder

Upplåning på privatmarknaden ingår i många länder som en del av den statliga upplåningen. Traditionellt har privatmarknadsupplåning inneburit att staten säljer produkter som är framtagna speciellt för mindre investerare. Den tekniska utvecklingen har dock gjort att barriärerna mellan privatmarknadsupplåning och institutionell upplåning har börjat minska. Ett steg i den riktningen är att Sverige, precis som flera andra länder, nu säljer statspapper direkt till mindre placerare.

Varför stater lånar från privatpersoner

Det finns flera orsaker till att stater finansierar sig genom upplåning från privatpersoner. För vissa länder utgör privatmarknadsupplåningen en viktig finansieringskälla, medan andra ser privatmarknadsupplåning som ett billigt komplement till institutionell upplåning. Ett tredje motiv kan vara att staten vill stimulera den inhemska sparmarknaden.

Finansiera statsskulden

På mindre utvecklade finansiella marknader kan upplåning från privatpersoner vara en viktig källa för finansiering av statsskulden. I länder med utvecklade finansmarknader är upplåning på privatmarknaden normalt sett inte avgörande för finansieringen av statsskulden. Många länder finansierar också sin statsskuld utan privatmarknadsupplåning.

Kostnadsbesparingar

I många länder ses privatmarknadsupplåning som ett komplement till annan upplåning. Privatpersoner och mindre investerare har andra förutsättningar och syften med sitt sparande än institutionella placerare. Det gör att riskerna i upplåningen blir lägre då skulden sprids på olika typer av investerargrupper, något som i förlängningen kan bidra till lägre räntekostnader.

Flertalet länder har krav på att privatmarknadsupplåning inte får vara dyrare än annan upplåning. Förutom Sverige är det dock endast Storbritannien som har ett uttalat krav på att privatmarknadsupplåningen ska vara *billigare* än alternativ upplåning.

Stimulera sparmarknaden

I utvecklingsländer som håller på att bygga upp en inhemska sparmarknad kan det förekomma att staten försöker stimulera det privata sparandet genom att betala en högre ränta till privatpersoner än till institutionella placerare. I länder med väl fungerande marknader är detta dock relativt ovanligt. Anledningen är att den statliga subvention, som en räntesättning över marknadsräntan utgör, leder till att staten konkurrerar ut privata alternativ. Därmed gynnas inte

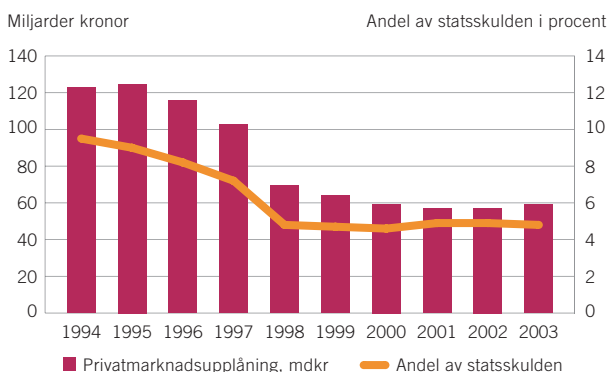
det privata sparandet totalt sett, utan det leder endast till en omfördelning mellan olika sparformer.

Att erbjuda bra sparformer för mindre investerare behöver dock inte kollidera med krav på kostnadseffektivitet i upplåningen. Privatmarknadsupplåning kan mycket väl bidra till både konkurrens på sparmarknaden och att stimulera det privata sparandet utan att det subventioneras av staten.

Privatmarknadsupplåningens roll i Sverige

I Sverige är syftet med privatmarknadsupplåningen framför allt att minska kostnaderna för statsskulden, genom att staten kan låna billigare från privatpersoner och mindre investerare än från institutionella placerare. Omkring 5 procent av den svenska statsskulden är upplånad på privatmarknaden. Det motsvarar knappt 60 miljarder kronor. I figur 1 visas hur privatmarknadsupplåningen har utvecklats mellan 1994 och 2003.

Figur 1. Privatmarknadsupplåningens andel av den svenska statsskulden



Anm: Nedgången mellan 1997 och 1998 beror på att produkten Allemansspar togs bort till följd av avskaffade skattesubventioner.

Privatmarknadsupplåningen i Sverige vänder sig till investerare som är för små för den institutionella marknaden. Investerarna utgörs av privatpersoner, men också av mindre företag, organisationer, stiftelser etc. Privatmarknadsupplåningen bedrivs helt utan skattesubventioner. ▶

► Riksgäldskontorets sparprodukter säljs via telefon, skriftliga bokningsformulär, internet samt återförsäljare (enbart premieobligationer). RGK anlitar ett call center som står för merparten av försäljningen och kontakten med kunderna. Sparprodukterna marknadsförs genom tidnings- och internetannonser, TV-reklam samt direktreklam.

Räntesparmarknaden i Sverige har en utestående volym på cirka 790 miljarder kronor, varav Riksgäldskontorets marknadsandel är cirka 7 procent. Merparten av det svenska räntesparandet, cirka 70 procent, är placerat på vanliga bankkonton.

Riksgäldskontorets sparprodukter kan delas in i två kategorier. I den första kategorin finns traditionella sparprodukter som tagits fram speciellt för mindre investerare. I den andra kategorin finns Riksgäldskontorets direktförsäljning av statspapper till mindre investerare.

Traditionell privatmarknadsupplåning

Traditionellt har privatmarknadsupplåningen i Sverige inneburit att staten säljer sparprodukter som är speciellt riktade till mindre investerare, till exempel *premieobligationer* och *RiksgäldsSpar* (se faktarutan om Riksgäldskontoret sparprodukter). Att låna från privatpersoner och andra mindre investerare är dock förknippat med betydligt högre administrativa kostnader än att låna upp samma volym från ett fåtal institutionella placerare. För att kompensera för det erbjuder staten en något lägre ränta på denna typ av upplåning.

Under förutsättning att privatmarknadsupplåningen uppfyller kravet på att vara billigare än annan upplåning har Riksgäldskontoret som målsättning att erbjuda bra sparformer för mindre investerare och bidra till konkurrens på sparmarknaden. Privatpersoner och andra mindre investerare ges möjlighet att placera pengar i säkra produkter till en bra

Privatmarknadsupplåning i Sverige

Inom ramen för privatmarknadsupplåningen erbjuder Riksgäldskontoret tre olika produkter. Dessa är *premieobligationer*, *RiksgäldsSpar* och *Statspapper för alla*.

Premieobligationer

Premieobligationer började säljas 1918. Den utestående volymen uppgår i dagsläget till cirka 40 miljarder kronor.

Räntan på premieobligationer lottas ut genom dragningar. Varje lån har en utlottningsprocent, som är den pott som årligen delas ut i form av vinster. Utlottningsprocenten, premieobligationens årliga ränta, sätts i linje med marknadsräntan när lånet ges ut. Antalet dragningstillfällen varierar mellan två och sex per år.

Lägsta sparbelopp vid köp av premieobligationer har vid de senaste sålda lånen varit 1 000 kronor. Kunder som köper en serie av premieobligationer, normalt sett 25 eller 50 stycken, är garanterade en lägsta avkastning, så kallad garantivinst. Löptiden på nya premieobligationer har de senaste åren legat mellan tre och sex år.

Premieobligationer säljs normalt två gånger per år. De kan köpas direkt från Riksgäldskontoret eller genom återförsäljare, helt utan avgifter. Premieobligationer är VPC-registrerade och har en andrahandsmarknad på Stockholmsbörsen.

RiksgäldsSpar

RiksgäldsSpar introducerades 1997. Den utestående volymen uppgår i dag till cirka 20 miljarder kronor.

RiksgäldsSpar är sparande i kontoform, där kunderna kan välja mellan nominell respektive real ränta i löptider från rörligt upp till åtta år. Räntan betalas ut

årligen eller vid löptidens slut. Räntan på RiksgäldsSpar ligger 0,25–0,35 procent under räntan på kapitalmarknaden i motsvarande löptid.

RiksgäldsSpar erbjuds endast direkt från Riksgäldskontoret och säljs helt utan avgifter. Det finns ingen andrahandsmarknad för RiksgäldsSpar, men kunderna kan lösa in sparandet i förtid hos RGK. Lägsta tillåtna insättningsbelopp är 5 000 kronor för engångsinsättningar och 200 kronor för månadssparande. Det finns en max-gräns på 5 miljoner kronor per dag.

Kontot RiksgäldsSpar UtanTidsgräns, sparande till rörlig räntan 0,25 procent under reporäntan, har varit en stor försäljningsframgång sedan introduktionen 1997. Ökningen förstärktes i samband med att aktiemarknaden började gå tillbaka i början på 2000-talet.

Statspapper för alla

Hösten 2002 introducerade Riksgäldskontoret Statspapper för alla. Genom Statspapper för alla kan privatpersoner och mindre investerare delta i RGK:s auktioner av statsskuldväxlar, nominella statsobligationer och reaobligationer. Försäljningen sker enbart via internet.

Kunderna kan lägga bud på minst 25 000 kronor och max 5 miljoner kronor. I varje auktion avsätts en bestämd volym för privatmarknadskunderna. Privatmarknadskunderna får sedan genomsnittsräntan i auktionen på sina bud, helt utan avgifter. Statspapper är VPC-registrerade och har en andrahandsmarknad på Stockholmsbörsen.

Genom Statspapper för alla kan kunderna skräddarsy en egen räntefond, bestående av olika löptider av nominellt respektive realt sparande.

ränta. Riksgäldskontoret erbjuder räntor som i många fall är högre än de som erbjuds av privata banker och finansinstitut. Därmed tjänar både spararna och skattebetalarna på privatmarknadsupplåningen.

Direktförsäljning av statspapper

I Sverige är det svårt för mindre investerare som köper statspapper via banken att få en bra avkastning. Statspapperna har sålts vidare i flera led och bankerna tar ut avgifter för försäljningen. För att göra det möjligt för mindre investerare att köpa statspapper direkt från Riksgäldskontoret introducerade vi hösten 2002 produkten *Statspapper för alla*.

Inom ramen för *Statspapper för alla* kan privatpersoner och mindre placerare köpa nominella obligationer, realobligationer och statsskuldväxlar direkt i Riksgäldskontorets auktioner genom att lägga bud via internet. De får genomsnittsräntan i auktionen och kan därmed köpa statspapper till samma ränta som de stora placerarna. I Sverige, liksom i många andra länder, är det enheten för privatmarknadsupplåning som ansvarar för de tekniska och administrativa lösningarna för mindre investerares köp av statspapper. Se faktarutan om Riksgäldskontorets sparprodukter för mer detaljer om produkten.

Historiskt sett har det varit en tydlig distinktion mellan privatmarknadsupplåning och institutionell upplåning. Marknadsplatsen för statspapper har varit förbehållen de stora institutionella placerarna. Den tekniska utvecklingen, bland annat genom internet, har gjort att kostnaden för att sälja vanliga statspapper direkt till mindre investerare har minskat. Tekniken har också minskat behovet av mellanhänder för att distribuera statspapper till mindre investerare.

I förlängningen kan den ökade direktförsäljningen av statspapper bidra till att behovet av skräddarsydda produkter för mindre investerare minskar. Med en högre ränta på statspapper än på traditionella privatmarknadsprodukter är det inte längre lönsamt för spararna att köpa de skräddarsydda produkterna. Detta är dock en utveckling som ligger långt fram i tiden. För många kunder är också den information och service som erbjuds vid sparande i mer traditionella privatmarknadsprodukter utslagsgivande, även om de får en något lägre ränta än på statspapper.

Resultat och utvärdering

Enligt riktlinjer från regering och riksdag ska statens privatmarknadsupplåning utvärderas årligen. Det sker genom att Riksgäldskontoret rapporterar resultatet för upplåningen i årsredovisningen.

Premieobligationer och RiksgäldSpar

Resultatet för premieobligationer och RiksgäldSpar mäts i förhållande till den uppskattade kostnaden för upplåning i motsvarande löptider på institutionsmarknaden. För premieobligationer har marginalen mot räntan på kapitalmarknaden hittills varit cirka 0,60 procent och för RiksgäldSpar 0,25–0,35 procent. Privatmarknadsupplåningen bär således

helt sina egna kostnader för personal, försäljning, marknadsföring etc. Under den senaste femårsperioden har upplåningen dessutom bidragit till en kostnadsbesparing på mellan 144 och 327 miljoner kronor per år.

Statspapper för alla

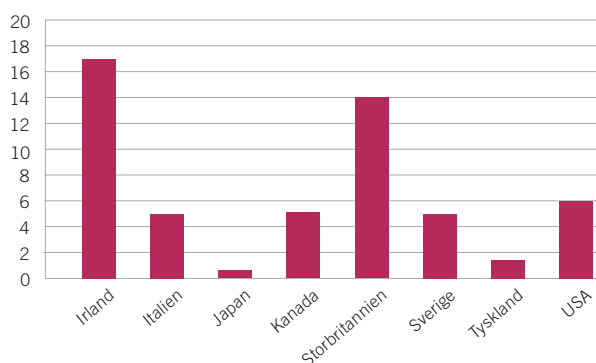
Statspapper för alla är framför allt tänkt som en brygga mellan privatmarknadsupplåning och upplåning på institutionsmarknaden. Produkten ingår dock inte i resultatberäkningen för privatmarknadsupplåningen, eftersom statspapperskunderna får samma ränta som kunderna på institutionsmarknaden. I stället ska en kvalitativ utvärdering göras av produkten. Statspappersförsäljningen ska också ses som ett sätt att utveckla nya försäljningskanaler via internet.

Internationell jämförelse

Det kan vara intressant att jämföra privatmarknadsupplåningen i Sverige med upplåningen i andra länder. I figur 2 visas den direkta privatmarknadsupplåningens andel av statsskulden i några olika länder.

Figur 2. Privatmarknadsupplåning som andel av statsskulden i olika länder

Andel av statsskulden i procent



Anm: Andelarna avser upplåning direkt från privatpersoner och mindre investerare. Indirekt upplåning via mellanhänder ingår inte. Data från 2004.

Storbritannien och Irland är de länder som har högst andel av statsskulden finansierad genom privatmarknadsupplåning. Detta är också länder med en lång tradition av privatmarknadsupplåning och en bred flora av olika produkter.

Det bör noteras att figur 2 endast omfattar den direkta privatmarknadsupplåningen. Om även indirekt privatmarknadsupplåning räknas in skulle staplarna i diagrammet i vissa fall bli betydligt högre. I många länder köper privatpersoner vanliga statspapper via mellanhänder och äger en betydande del av statsskulden, även om det endast finns liten eller ingen direkt privatmarknadsupplåning. Exempel på sådana länder är Italien, Japan och Frankrike.

Olika typer av sparprodukter

Inom ramen för privatmarknadsupplåning i olika länder finns en rad olika sparprodukter. För att ge en översiktlig bild av vilka sparprodukter som förekommer i olika länder ▶

- delar vi i tabell 1 in dem i fyra olika grupper. Grupperna är: *premieobligationer* (räntan lottas ut), *sparobligationer* (obligationer anpassade för mindre placerare), *kontosparande* (engångsinsättningar eller regelbundet sparande i kontoform) samt *statspapper* (samma instrument som säljs på institutionsmarknaden).

Tabell 1. Privatmarknadsprodukter i olika länder

	Premie- obligationer	Spar- obligationer	Konto- sparande	Stats- papper ¹
Frankrike				● ²
Irland	●	●	●	●
Italien		●		
Japan		●		
Kanada		●		
Storbritannien	●	●	●	●
Sverige	●		●	●
Tyskland		●		●
USA		●		●

¹ Inkluderar länder som säljer minst något av sina statspapper direkt till mindre placerare.

² Via återförsäljare

USA och Storbritannien är exempel på länder där mindre placerare kan köpa statspapper direkt från staten. Den amerikanska internettjänsten *Treasury Direct*, som erbjuder internetförsäljning av såväl statspapper som sparobligationer till privatpersoner, har varit något av en föregångare för andra länders direktförsäljning av statspapper. Privatpersoner har kunnat köpa statobligationer och statsskuldväxlar direkt från amerikanska Treasury sedan lång tid tillbaka.

I de flesta andra länder kan mindre investerare endast köpa statspapper på andrahandsmarknaden. I länder med en väl fungerande andrahandsmarknad, exempelvis Danmark, behöver det inte vara något problem för mindre placerare att köpa statspapper via en bank eller fondkommissionär. Vid mindre väl fungerande marknader blir det däremot endast mellanhänderna som tjänar på försäljningen, medan slutkunden får en ofördelaktig avkastning.

Strävan att utveckla internet som försäljningskanal är en tydlig trend i många länder. Internetförsäljning är både ett sätt för staten att nå ut till nya investerargrupper och att minska kostnaderna. Försäljning via återförsäljare – banker, finansinstitut, postkontor samt i vissa fall affärskedjor och arbetsgivare – är också relativt utbrett. I vissa länder, t.ex. Irland och Italien, spelar postkontoren en central roll för distributionen av statliga sparprodukter. Många länder marknadsför sina sparprodukter på samma sätt som privata aktörer gör. Andra länder genomför ingen marknadsföring alls.

Sammanfattningsvis har Riksgäldskontoret en lång tradition inom privatmarknadsupplåningen. Det har bidragit till både lägre kostnader för statsskulden och ökad konkurrens på sparmarknaden. En av utmaningarna framöver är att vidareutveckla försäljningskanalerna, framför allt via internet.

*Malin Holmlund, produktansvarig
Statspapper för alla*

Marknadsinformation

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

Statsskulden

Nominella statsobligationer, utestående volymer, 30 september 2004

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2006-04-20	3,50	1044	91 601
2007-08-15	8,00	1037	65 369
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	71 504
2009-12-01	4,00	1048	31 991
2011-03-15	5,25	1045	49 532
2012-10-08	5,50	1046	44 696
2014-05-05	6,75	1041	69 772
2015-08-12	4,50	1049	31 982
2020-12-01	5,00	1047	31 203
Summa benchmarks			542 434
Icke benchmarks			21 373

Statsskuldväxlar, utestående volymer, 30 september 2004

Förfalldatum	Miljoner kronor
2004-10-20	24 192
2004-11-17	27 763
2004-12-15	73 323
2005-03-16	70 818
2005-06-15	49 297
2005-09-21	20 003
Summa statsskuldväxlar	265 396

Reala statsobligationer, utestående volymer, 30 september 2004

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	31 639
2014-04-01	-	3001	18 891
2015-12-01	3,50	3105	56 676
2020-12-01	4,00	3102	36 943
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	38 019
Summa realobligationer			182 172

Kreditbetyg

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

Nominella statsobligationer, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2004-10-20	2004-10-27	2004-11-01
2004-11-03	2004-11-10	2004-11-15
2004-11-17	2004-11-24	2004-11-29
2004-12-01	2004-12-08	2004-12-13
2005-01-05	2005-01-12	2005-01-17
2005-01-19	2005-01-26	2005-01-31
2005-02-02	2005-02-09	2005-02-14
2005-02-16	2005-02-23	2005-02-28
2005-03-02	2005-03-09	2005-03-14
2005-03-16	2005-03-23	2005-03-30
2005-03-30	2005-04-06	2005-04-11
2005-04-13	2005-04-20	2005-04-25
2005-04-26	2005-05-03	2005-05-09
2005-05-11	2005-05-18	2005-05-23
2005-05-25	2005-06-01	2005-06-06
2005-06-08	2005-06-15	2005-06-20

Statsskuldväxlar, auktionsdatum

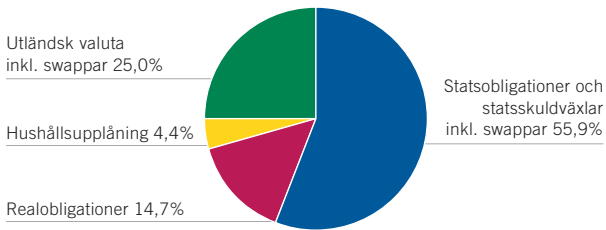
Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2004-10-27	2004-11-03	2004-11-05
2004-11-10	2004-11-17	2004-11-19
2004-11-24	2004-12-01	2004-12-03
2004-12-08	2004-12-15	2004-12-17
2004-12-28	2005-01-04	2005-01-07
2005-01-12	2005-01-19	2005-01-21
2005-01-26	2005-02-02	2005-02-04
2005-02-09	2005-02-16	2005-02-18
2005-02-23	2005-03-02	2005-03-04
2005-03-09	2005-03-16	2005-03-18
2005-03-23	2005-03-30	2005-04-01
2005-04-06	2005-04-13	2005-04-15
2005-04-20	2005-04-27	2005-04-29
2005-05-04	2005-05-11	2005-05-13
2005-05-18	2005-05-25	2005-05-27
2005-06-01	2005-06-08	2005-06-10
2005-06-15	2005-06-22	2005-06-24
2005-06-29	2005-07-06	2005-07-08

Reala statsobligationer, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2004-10-28	2004-11-04	2004-11-09
2004-11-11	2004-11-18	2004-11-23
2004-11-25	2004-12-02	2004-12-07
2004-12-09	2004-12-16	2004-12-21
2005-01-13	2005-01-20	2005-01-25
2005-01-27	2005-02-03	2005-02-08
2005-02-10	2005-02-17	2005-02-22
2005-02-24	2005-03-03	2005-03-08
2005-03-10	2005-03-17	2005-03-22
2005-03-24	2005-03-31	2005-04-05
2005-04-07	2005-04-14	2005-04-19
2005-04-21	2005-04-28	2005-05-03
2005-05-04	2005-05-12	2005-05-18
2005-05-19	2005-05-26	2005-05-31
2005-06-02	2005-06-09	2005-06-14

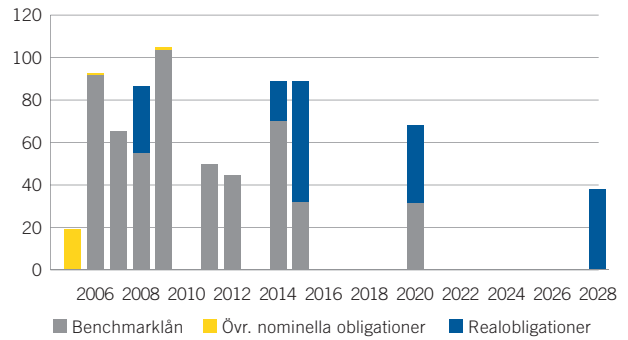
Skuldsammansättning

Totalt skuld 1 243 miljarder SEK 30 september 2004



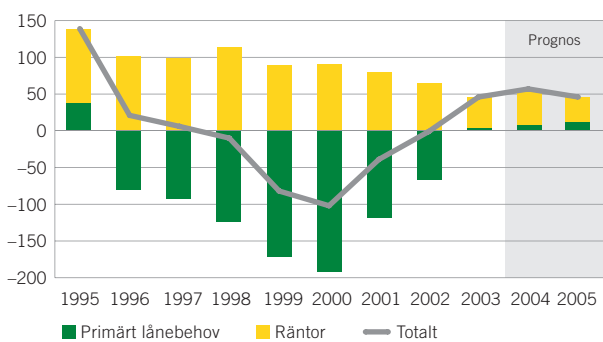
Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

SEK miljarder 30 september 2004



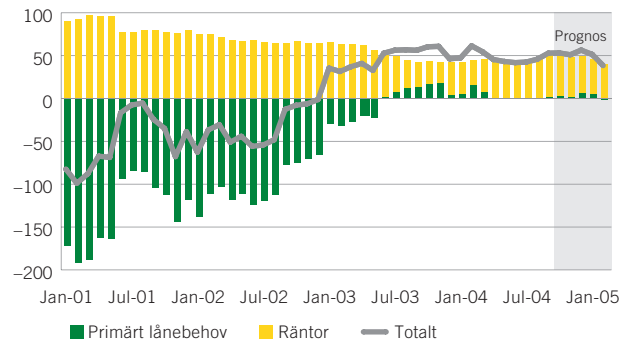
Statens lånebehov 1995–2005

SEK miljarder



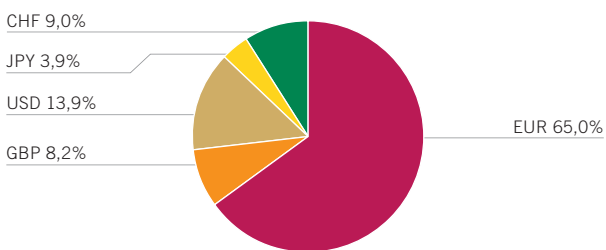
Statens lånebehov, 12-månaderstal

SEK miljarder



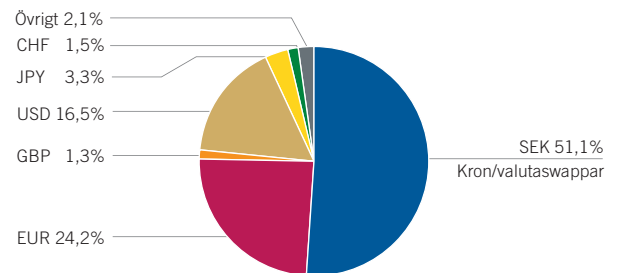
Valutaskuldens fördelning per valuta efter derivattransaktioner

30 september 2004



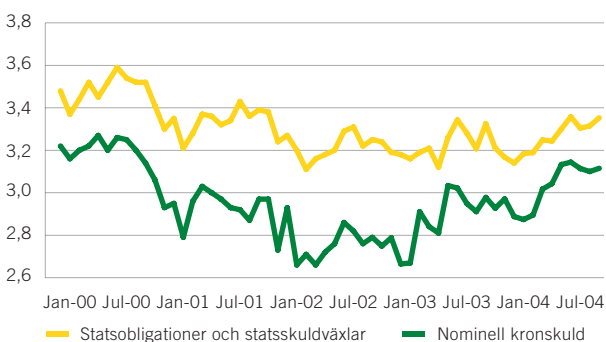
Finansiering av valutaskulden

30 september 2004



Nominella kronskuldens duration

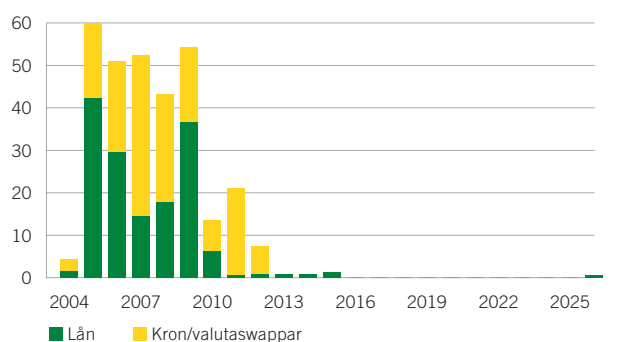
År



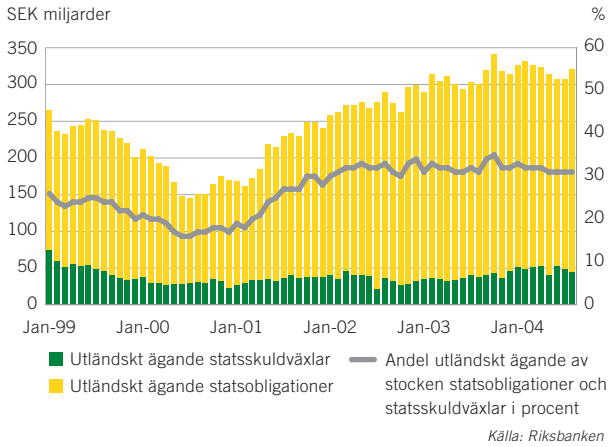
Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exkl. callable bonds

SEK miljarder

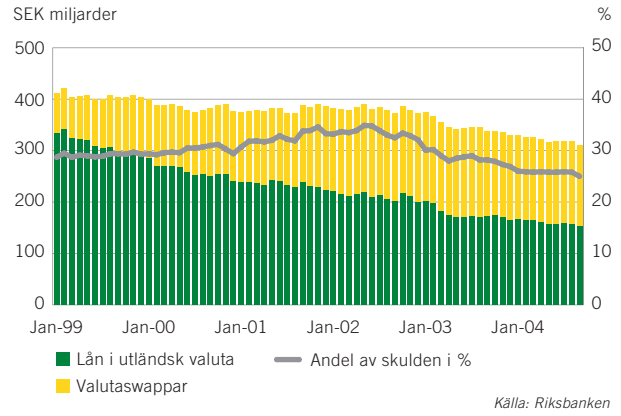
30 september 2004



Utländskt ägande av statsobligationer och statsskuldväxlar

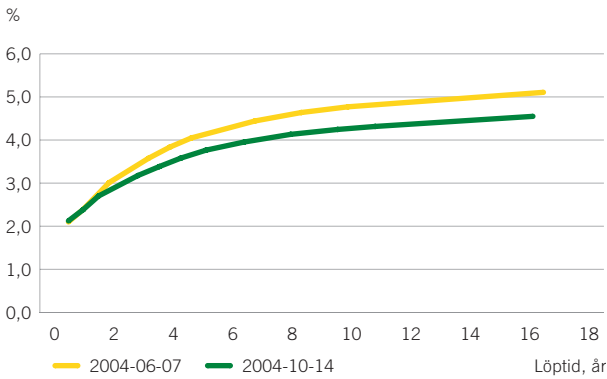


Statsskuldens exponering i utländsk valuta

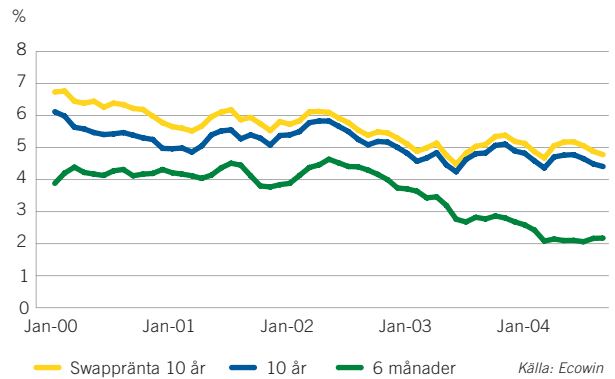


Finansmarknaden Alla värden t o m 30 september 2004

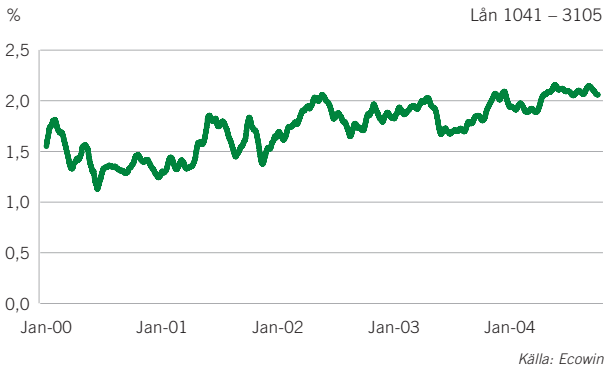
Avkastningskurva för svenska statspapper



Ränteutveckling



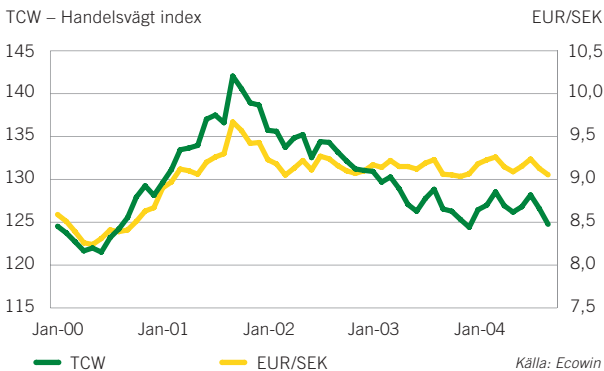
Break-even inflation



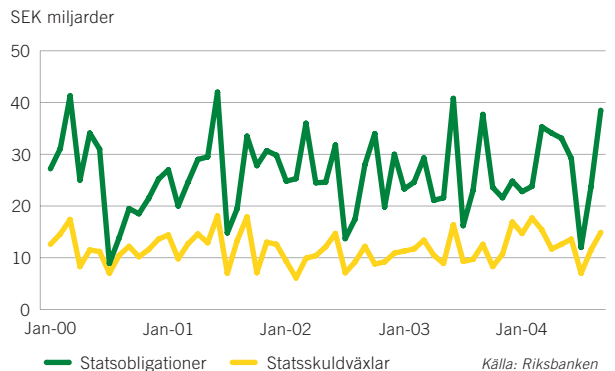
Ränteskillnad Tyskland – 10 år



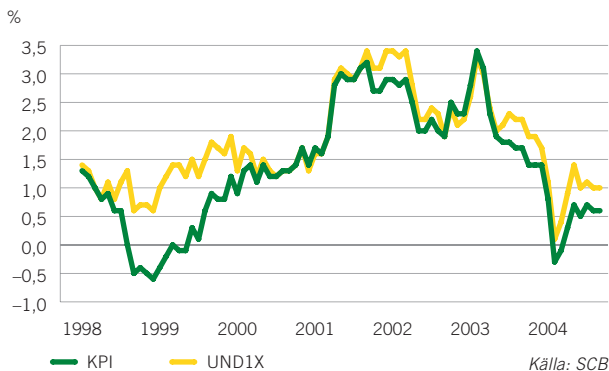
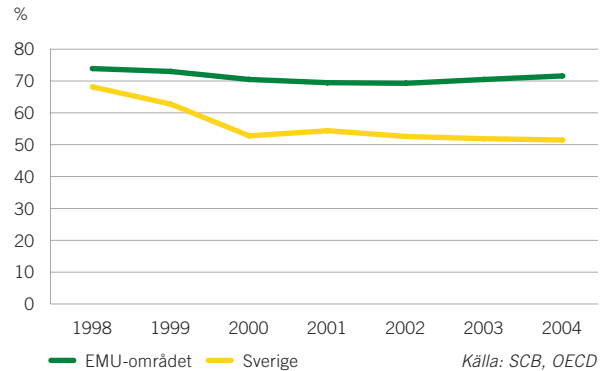
Växelkursutveckling



Daglig omsättning svenska statspapper



Svensk ekonomi

Inflation:
UND1X och KPI i Sverige 1998–2004Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld
i förhållande till BNP

Nationalräkenskaper

Procentuell förändring	2003	2004	2005	2006		
Utbud och efterfrågan						
BNP ¹	1,6	3,5	3,0	2,9		
Import av varor och tjänster	5,0	5,7	9,4	8,3		
Hushållens konsumtionsutgifter	1,9	2,4	3,0	3,5		
Offentliga konsumtionsutgifter	0,6	0,9	0,8	0,5		
Fasta bruttoinvesteringar	-2,0	2,6	6,3	8,4		
Lagerinvesteringar	0,2	-0,2	0,3	0,0		
Export	5,5	9,1	7,9	6,3		
Andra indikatorer	Jun-04	Sep-04	2003	2004	2005	2006
KPI, årlig förändring		0,6	1,4	1,0	2,1	2,5
Arbetslöshet		5,8	4,9	5,5	5,1	4,6
Bytesbalans	7,9		5,6	6,7	6,5	5,7

¹ 2 439 mdkr (2003 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 23 februari 2005, kl. 9.30.

För mer information:

Lånebehov och statsskuld: Lars Hörngren 08-613 47 36 eller 08-613 47 40

Finansiering: Thomas Olofsson 08-613 47 82

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Statens långgivning bör regleras	<i>Sara Bergström och Christina Hamrén</i>	2004:2
Ett nytt budgetmål för långsiktigt hållbara statsfinanser	<i>Per Franzén</i>	2004:2
Gemensamma förfalldatum för nominella obligationer		2004:1
Realobligationer – ett instrument för riskspridning	<i>Joy Sundberg och Thomas Wigren</i>	2004:1
Aktiv förvaltning av valutaskulden – en tillgång på skuldsidan	<i>Lars Boman</i>	2004:1
Ny riskindikator för statsskulden – Cost-at-Risk	<i>Anders Holmlund</i>	2004:1
Realobligationsmarknaden växer – Italien emitterar femåring		2003:3
Strategisk EUR/USD position avvecklad – valuta- och räntevinst på 4,5 miljarder		2003:3
Marknadsvård- och utveckling i Sverige och några andra europeiska länder	<i>Anders Holmlund</i>	2003:3
Prissättning av statliga garantier i praktiken	<i>Niclas Hagelin och Magnus Thor</i>	2003:3
Statens betalningssystem och nya ramavtal	<i>Lennart Sundquist</i>	2003:3
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 och Lars André</i>	2003:1
Lånebehov och finansiering under 2002		2003:1
Så finansieras statsskulden	Thomas Olofsson	2002:3
Swappar i statsskuldförvaltningen	Anders Holmlund	2002:3
Elektronisk handel med statspapper	Tord Arvidsson	2002:3
Realobligationer i teori och praktik	Sara Lindberg och Joy Sundberg	2002:2
Valutaväxlingar på marknaden		2002:2
Riksgäldskontorets simuleringsmodell	Anders Holmlund och Sara Lindberg	2002:1
Realavkastning för aktier och realobligationer	Magnus Andersson	2002:1
Upplåning och finansiering under 2001		2002:1



**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