

STATSUPPLÅNING

PROGNOS OCH ANALYS

2005:2

STATENS LÅNEBEHOV

Årsprognosen för 2005	1
Årsprognosen för 2006	2
Jämförelser	2
Månadsprognoser	3
Statsskulden	4

FINANSIERING

Nominell kronupplåning	5
Realupplåning	8
Valutaupplåning	9
Sammanfattning	9

AKTUELLT

Statsskuldspolitiken och de budgetpolitiska målen	10
Valutasäkring för statliga myndigheter	14
Cash flow at risk – ett mått på marknadsrisk för ränteprognoser	16

MARKNADSFÖRUTSÄTTNINGAR

Statsskulden	20
Finansmarknaden	23
Svensk ekonomi	24
Återförsäljare	24

LÄGRE LÅNEBEHOV

Statens nettolånebehov för 2005 beräknas till 31 miljarder kronor. Det är en minskning med knappt 7 miljarder kronor jämfört med den prognos som redovisades i februari. Detta är huvudsakligen en följd av förändringar av engångskaraktär. Utdelningarna från statliga bolag har blivit större än beräknat och inbetalningen av företagsskatter har ökat med ca 6 miljarder kronor, främst en effekt av att medel avsatta till periodiseringsfonder har räntebelagts. Det har gjort att vissa företag valt att lösa upp sina fonder, som därmed beskattats.

Riksgäldskontorets första prognos för 2006 är att lånebehovet ökar med 10 miljarder kronor jämfört med innevarande år till totalt 41 miljarder kronor. Det beror bl.a. på att vissa inbetalningar blir lägre eller försvinner helt nästa år. Dessutom antar vi att sista steget i inkomstskattereformen, där löntagarna kommer att kompenseras för höjningen av egenavgiften genomförs. Det sänker skatteinbetalningarna med ca 6 miljarder kronor.

Det minskade lånebehovet i år samt räntenedgången sedan föregående prognos medför att emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks till 2 miljarder kronor per auktion från den 29 juni. Till följd av det ökade finansieringsbehovet efter årsskiftet beräknas emissionsvolymen öka till 3 miljarder kronor per auktion under första halvåret 2006 och 4 miljarder kronor under andra halvåret.

Under våren har såväl Frankrike som Storbritannien emitterat femtioåriga obligationer. USA har aviserat att man planerar att återuppta emissionerna av trettioåriga obligationer. Detta har bidragit till en fortsatt diskussion om Riksgäldskontoret kommer att möta en kommande efterfrågan på obligationer med längre löptider. Förutsättningarna för skuldförvaltningen i dessa länder skiljer sig emellertid från de som gäller Sverige. Budgetunderskotten är exempelvis större. I Storbritannien är dessutom avkastningskurvan negativ, vilket gör det förmånligt att låna på mycket långa löptider. Det kan heller inte uteslutas att skuldförvaltningarna i andra länder tar andra hänsyn än kostnads- och riskaspekter.

Riksgäldskontorets uppdrag är nu som tidigare att minimera kostnaden för statsskulden med beaktande av risk. I Sverige gäller att även om långa räntor är på historiskt låga nivåer är korta lån ännu billigare. Den bedömning vi gör är att statsskuldens löptid med dagens förutsättningar är väl avvägd. Men skulle förutsättningarna långsiktigt förändras så kommer det att påverka statsskuldförvaltningen. Den är inte statisk, men den styrs entydigt av målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

I rapporten återfinns som vanligt några artiklar som tar upp aktuella frågeställningar inom Riksgäldskontorets verksamhetsområden. I en artikel belyses bland annat sambandet mellan statsskuldens storlek och kostnaden för att finansiera den. En inte oväntad slutsats, som förtjänar att lyftas fram, är att förutsättningarna för att hålla nere kostnaderna förbättras med en minskande statsskuld. Det är ett starkt skäl för att skifta fokus i den statsfinansiella debatten från utgiftstaket till utvecklingen av statens budgetsaldo.

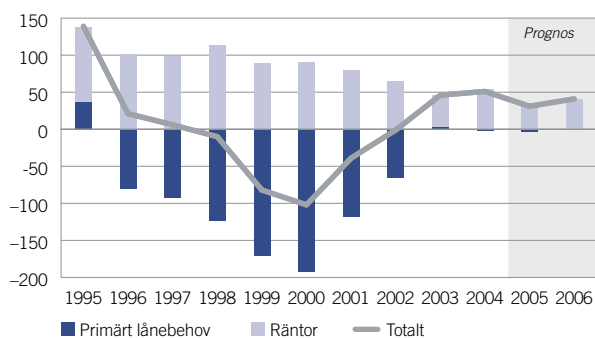
Bo Lundgren
Riksgäldsdirektör



STATENS LÅNEBEHOV

Riksgäldskontorets prognos för 2005 pekar på ett lånebehov på 31 miljarder kronor. Det är 7 miljarder kronor mindre än i februariprognosen. Trots en fortsatt bra tillväxt ökar lånebehovet nästa år med 10 miljarder kronor och uppgår till 41 miljarder. Förändringen mellan åren beror på att vissa inbetalningar som är ovanligt stora i år inte blir lika stora 2006. Dessutom räknar vi med att sista delen av kompensationen för den allmänna pensionsavgiften genomförs nästa år, vilket beräknas minska skatteinkomsterna med ca 6 miljarder kronor.

Figur 1. STATENS LÅNEBEHOV 1995-2006
Miljarder kronor



ÅRSPROGNOSEN FÖR 2005

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2005 pekar på ett lånebehov på 31 miljarder kronor. Det är 7 miljarder kronor lägre än i februariprognosen inklusive den korrigerings för utfallet av lånebehovet från årsskiftet t.o.m. april 2005 som utannonserades den 8 juni. Nedrevideringen beror på att inbetalningarna varit ca 13 miljarder kronor större än beräknat under våren. Större delen av dessa inbetalningar kan betraktas som tillfälliga. Effekten på lånebehovet motverkas av att Riksgäldskontorets nettoutlåning ökar. Bilden av en något svagare konjunkturåterhämtning som vi tecknade i februari stämmer väl överens med de löne- och konsumtionsbaserade skatternas utveckling under våren.

Tabell 1. STATENS LÅNEBEHOV OCH STATSSKULDEN 2004-2006, MILJARDER KRONOR

	2004	2005 (prognos)	2006 (prognos)
Primärt lånebehov ¹	-2	-3	1
Räntor på statsskulden	53	34	40
Lånebehov, netto	51	31	41
Skuldkorrigeringar	-14	13	0
Omvärdering valutalån	-9	12	0
Kortfristiga placeringar	-8	8	0
Statsskuldens förändring	29	52	41
Statsskulden vid årets slut	1 257	1 310	1 351

¹ Det primära lånebehovet är rättat med 2,8 miljarder kronor 2004 enligt pressmeddelande den 8 juni.

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) revideras ned med 8 miljarder kronor jämfört med februariprognosen. Detta leder till ett primärt överskott på 3 miljarder kronor. Ökade skatteinbetalningar på ca 6 miljarder kronor, större utdelningar från statliga bolag på ca 4 miljarder och en inbetalning från Stockholms Stad till Vägverket på ca 2 miljarder förklarar minskningen i det primära lånebehovet. De löpande in- och utbetalningarna följer i stort sett vår tidigare prognos.

Från och med 2005 ska företagen betala ränta på de medel de har avsatta i periodiseringsfonder. Detta har lett till att en del företag valt att lösa upp dessa och därmed betala in extra skatt. Huvuddelen av de ökade skatteinbetalningarna vi sett under våren kommer från företag som löst upp periodiseringsfonder och då i synnerhet i mars när ca 6 miljarder kronor betalades in. Detta är en tillfällig effekt och vi bedömer att den största delen av de extra skatteinbetalningarna för i år redan gjorts. Effekter av ytterligare upplösta periodiseringsfonder beräknas leda till ökade inbetalningar först nästa år och då i något mindre omfattning.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 23 miljarder kronor, vilket är 9 miljarder högre än föregående prognos. Nettoutlåningen ökar med 6 miljarder kronor som en följd av att kontot för kompetenssparandet har avvecklats. Det påverkar dock inte lånebehovet totalt sett eftersom det är en omförling inom staten. Riksgäldskontoret ska ta över lån som Stockholmsleder AB och Göteborgsleder AB har tagit upp med statlig garanti. Lånen uppgår totalt till ca 12 miljarder kronor. Vartefter lånen förfaller kommer Riksgäldskontoret att ta upp nya lån i den ordinarie upplåningen. Först då kommer lånen att påverka lånebehovet. Förfallen under 2005 för dessa lån uppgår till ca 7 miljarder kronor. Under 2006 väntas inga förfall. Utöver detta har bl.a. Exportkreditnämnden amorterat 2 miljarder kronor som inte fanns med i föregående prognos.

Räntebetalningarna för 2005 beräknas bli 34 miljarder kronor. Jämfört med föregående prognos är det en ökning med 1 miljard kronor. Det förklaras bl.a. av att den



FAKTA

PROGNOSFÖRUTSÄTTNINGAR

På de områden där 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 mars 2005.

Utvecklingen på arbetsmarknaden är den enskilt viktigaste variabeln för lånebehovet. Att arbetsmarknaden ännu inte börjat förbättras leder till att Riksgäldskontoret gör en försiktigare prognos för lönesummans ökningstakt än KI. Lönesumman är den viktigaste skattebasen och vi bedömer att den kommer att växa med knappt 4 procent 2005 och något över 4 procent 2006.

KI räknar med att BNP växer med 3,0 procent i år och 2,9 procent 2006. Sammansättningen i tillväxten förändras från att ha varit driven av stark nettoexport 2004 till att vara driven av främst investeringar och konsumtion 2005 och 2006. För lånebehovet är konsumtion och investeringar mer gynnsam än export. Låg inflation håller dock tillbaka den nominella tillväxttakten.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningar på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppsdatum för den aktuella prognosen var den 8 juni 2005. Vi har även vägt in utfallet för lånebehovet till och med den 8 juni.

lägre räntenivån ger större kursförluster vid de byten av obligationer som är planerade i höst.

Räntebetalningarna väntas bli närmare 19 miljarder kronor mindre jämfört med 2004. Det beror till stor del på att vi kommer att göra valutakursvinster på 9 miljarder kronor jämfört med förluster på 5 miljarder 2004. Vinsterna är en redovisningsmässig effekt av att valutalån som togs upp i dollar 2002 förfaller i år. Lånen togs upp till en betydligt högre dollarkurs än den som råder i dag. Eftersom Riksgäldskontoret fördelar riskerna mellan olika valutor med derivat är dock den verkliga vinsten under lånens hela löptid väsentligt lägre.

ÅRSPROGNOSEN FÖR 2006

Lånebehovet ökar med 10 miljarder kronor 2006 jämfört med 2005 och uppgår till 41 miljarder kronor. Trots en fortsatt bra tillväxt nästa år, ökar lånebehovet mellan 2005 och 2006. Det ökade lånebehovet förklaras bland annat av att en del inbetalningar inte blir lika stora som i år samt att vi antar att vissa skattesänkningar genomförs under 2006.

Det primära lånebehovet (alla statliga betalningar exklusive räntor på statsskulden) ökar med 4 miljarder kronor mellan åren och beräknas bli 1 miljard 2006. Ökningen mellan åren förklaras bland annat av ökat bistånd, större utbetalningar till kommunerna, minskad utdelning från Riksbanken och vårt antagande om skattesänkningar.

Trots att lönesumman väntas växa snabbare nästa år utvecklas inte skatteinkomsterna mellan 2005 och 2006

i motsvarande takt. En av anledningarna är att vi räknar med att sista steget i inkomstskattereformen, med full kompensation för den allmänna pensionsavgiften, kommer att genomföras. Detta beräknas minska skatteinkomsterna med ca 6 miljarder kronor. Dessutom beräknas skatteinbetalningarna till följd av de upplösta periodiseringsfonderna inte bli lika stora 2006 som 2005.

Riksgäldskontorets nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 15 miljarder kronor. Det är en minskning jämfört med 2005 med 8 miljarder kronor. Orsaken är att nettoutlåningen beräknas bli hög 2005 p.g.a. avvecklingen av kontot för kompetenssparandet och nyupplåning för lån som Riksgäldskontoret ska ta över från Stockholmsleder AB och Göteborgsleder AB.

Räntebetalningarna för 2006 beräknas bli 40 miljarder kronor. Ökningen mellan åren förklaras främst av att valutakursvinsterna 2005 på 9 miljarder kronor vänds till en förlust på 2 miljarder kronor 2006. Den låga räntenivån slår dock igenom och ger fortsatt låga räntebetalningarna totalt sett.

JÄMFÖRELSE

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 har staten sålt aktier i Nordea för 2 miljarder kronor och återköpet av aktier i TeliaSonera beräknas ge ca 4,5 miljarder kronor i intäkter för staten. Beloppen bokförs som utförsäljningsinkomster. För 2006 räknar vi med 5 miljarder i utförsäljningsinkomster.

Tabell 2. LÅNEBEHOV JUSTERAT FÖR TILLFÄLLIGA BETALNINGAR, MILJARDER KRONOR

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Lånebehov	-102	-39	-4	47	51	31	41
Försäljning statlig egendom	76						
Extrautdelning Riksbanken			20				
Överföring från AP-fonden	45	42	7	14	4	2	0
In och utlåning	-56	-25	-9	-3	-8	-17	-8
Statsskuldräntor	-14	-5	-1	15	10	9	8
Övrigt	1	2	-2	4	0	7	5
Justerat lånebehov	-50	-25	14	76	57	31	47

Lånebehovet under 2005 beräknas bli ca 31 miljarder kronor. Med justering för tillfälliga betalningar blir lånebehovet också ca 31 miljarder kronor. För 2006 beräknas lånebehovet uppgå till 41 miljarder kronor och det justerade lånebehovet till 47 miljarder kronor.

Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett lägre lånebehov än regeringens, KI:s och Ekonomistyrningsverkets (ESV) beräkningar. Skillnaderna gentemot KI och ESV är emellertid tämligen små 2005. Det lägre lånebehovet i förhållande till regeringens beräkning kan delvis förklaras av att regeringen räknar med en högre nettoutlåning.

KI, ESV och RGK har väldigt likartade prognoser avseende försäljningsinkomster (6-7 miljarder kronor 2005 och 4-6 miljarder 2006), medan regeringen antar att försäljningsinkomsterna kommer att uppgå till 15 miljarder kronor båda åren. Justerat för kända skillnader i prognoserna för utförsäljningsinkomster och räntebetalningar, räknar vi ändå med ett högre lånebehov 2006 än KI och regeringen.

Ränteberäkningarna skiljer sig åt något mellan de olika prognosmakarna, men gemensamt för regeringen, KI och ESV är att de tror på högre räntebetalningar. Det beror på att de räknar med att räntorna ska stiga jämfört med de stoppräntor från juni 2005 som RGK använt.

Tabell 3. JÄMFÖRELSE MELLAN LÅNEBEHOVSPROGNOSER, MILJARDER KRONOR

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	05	06	05	06	05	06	05	06
Primärt lånebehov	-3	1	4	-15	-2	-5	-2	2
Räntor på statsskulden	34	40	35	45	34	46	35	46
Lånebehov	31	41	39	30	32	41	33	47
Lånebehov med RGK-räntor och försäljningsinkomster	31	41	47	34	33	34	32	41

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 månadsskifte.

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.

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.



Prognosen för lånebehovet i juni 2005 är 4,3 miljarder kronor. Det är 8,5 miljarder kronor mindre än beräknat jämfört med föregående prognos. Skillnaden förklaras huvudsakligen av att Riksbankens överskott för 2004, inlevererades i juni i stället för i maj som tidigare beräknat. De stora lånebehoven i augusti och september förklaras till största del av att stora utbetalningar avseende överskjutande skatt beräknas ske dessa månader.

Tabell 4. STATENS LÅNEBEHOV 2005, PER MÅNAD, MILJARDER KRONOR

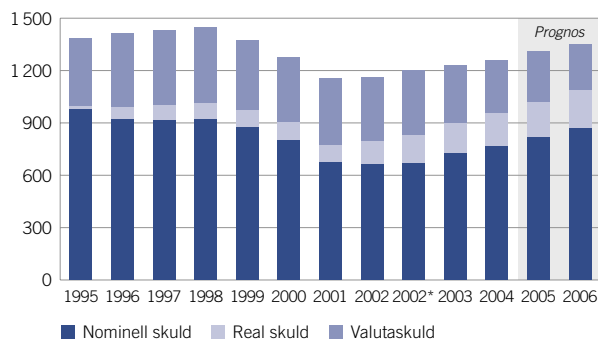
	jun	jul	aug	sep	okt
Primärt lånebehov	4,0	-6,0	7,1	4,7	5,9
Räntor på statsskulden	0,3	-0,7	6,3	8,4	-0,3
Lånebehov	4,3	-6,8	13,3	13,2	5,5

STATSSKULDEN

Statsskulden uppgick vid utgången av maj till 1 246 miljarder kronor. Det är en minskning sedan årsskiftet med 11 miljarder kronor. Lånebehovet har minskat statsskulden med 32 miljarder kronor sedan årsskiftet. Skulddispositioner och kortfristiga placeringar har ökat statsskulden med 21 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 2005 beräknas statsskulden uppgå till 1 310 miljarder kronor och vid utgången av 2006 till 1 351 miljarder kronor.

Figur 2. STATSSKULDENS UTVECKLING 1995-2006
Miljarder kronor



* Ett nytt statsskuldsmått infördes vid årsskiftet 2002/2003. För jämförbarhetens skull redovisas både det nya och det gamla skuldmåttet för 2002.

FINANSIERING

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 2,5 till 2 miljarder kronor per auktion. Riksgäldskontoret bedömer att det under hösten kommer att finnas förutsättningar att emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Upplåningen i utländsk valuta beräknas bli 29 miljarder kronor under både 2005 och 2006.

Nettolånebehovet beräknas till 31 respektive 41 miljarder kronor för 2005 och 2006. Riksgäldskontoret behöver dessutom finansiera förfallande lån och uppköp. Sammanlagt beräknas finansieringen i statspapper (obligationer och statsskuldväxlar) bli 83 miljarder kronor under 2005. Det är 17 miljarder kronor mindre än i prognosen från februari. Under 2006 bedöms finansieringsbehovet bli 102 miljarder kronor.

Tabell 1. FINANSIERING 2005 OCH 2006, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Nettolånebehov	51	31	41
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning ¹	-10	-13	-1
Förfallande obligationslån och uppköp ²	43	65	62
Statsobligationer	21	21	32
Obligationer i utländsk valuta	22	43	30
Summa	84	83	102
Statsskuldväxelupplåning, netto ³	-35	-10	-5
Obligationssupplåning, brutto ⁴	119	93	107
Obligationer i utländsk valuta	10	22	15
Realobligationer ⁵	18	15	15
Nominella statsobligationer ⁶	91	56	77
Finansiering	84	83	102

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor. Privatmarknadsupplåningen antas vara oförändrad under 2005 och 2006.

² Inga uppköp är planerade under 2005 och 2006 utöver uppköp vid byten.

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. 0,9 0,8 0,8

⁶ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 4,0 2,4 3,3

I tabell 1 redovisas en bedömning av fördelningen av finansieringen mellan obligationer och statsskuldväxlar såväl som fördelningen av obligationssupplåningen mellan nominella statsobligationer, realobligationer och obligationer i utländsk valuta.

Tabell 2. NYA OBLIGATIONER - FÖRFALL OCH EMISSIONSDATUM

Obligation	Förfall	Första emissionsdag
Tioårig nominell statsobligation (1050)	12 juli 2016	14 september 2005
Sjuårig realobligation (3106)	1 april 2012	22 september 2005

Tabell 3. VIKTIGA DATUM 2005

Datum	Tid	Aktivitet
1 sep	09.30	Pressmeddelande om byten till 1050 och 3106
7 sep	16.20	Villkor för emission av 1050 (kupongsättning)
14 sep	11.00	Emission, ny tioårig nominell statsobligation (1050)
15 sep	16.20	Villkor för emission av 3106 (kupongsättning)
15-20 sep	11.00	Byten av lån 1050 mot 1049
22 sep	11.00	Emission, ny sjuårig realobligation (3106)
23-27 sep	11.00	Byten av 3106 mot 3101, 3001 och 3105
senast 1 okt		Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2006
21-25 okt	11.00	Byten av 3106 mot 3101, 3001 och 3105
26 okt	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2005:3
senast 15 nov		Regeringens beslut om riktlinjer för 2006

NOMINELL KRONUPPLÅNING

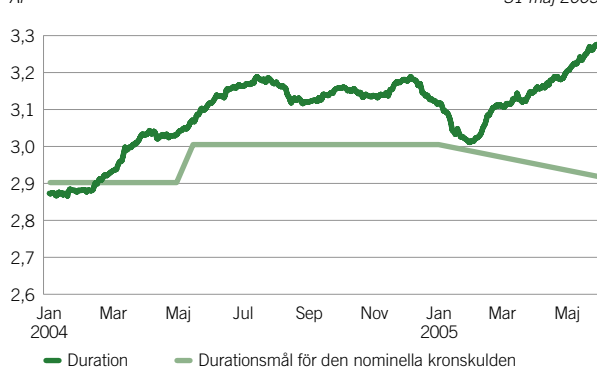
Nominella statsobligationer

Emissionsvolymen sänks till 2 miljarder kronor per auktion

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 2,5 till 2 miljarder kronor per auktion från den 29 juni. Vi räknar därmed med att låna totalt 56 miljarder kronor i nominella statsobligationer under 2005.

Neddragningen av emissionsvolymen genomförs dels eftersom nettolånebehovet reviderats ned sedan förra prognosen, dels på grund av att räntenivån fallit över hela avkastningskurvan. Båda dessa faktorer bidrar till en högre duration i den nominella kronskulden, vilket måste pareras med en neddragning av den långa upplåningen.

Figur 1. DURATION I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN
År 31 maj 2005





Riksgäldskontoret beslutade i december att sänka durationsmålet för den nominella kronskulden från 3,0 år under 2004 till 2,8 år i slutet av 2005.

Det större finansieringsbehovet under 2006 motiverar en höjning av emissionsvolymen från årsskiftet. Vi räknar med att höja emissionsvolymen till 3 miljarder kronor från början av året och till 4 miljarder kronor andra halvåret hösten 2006.

Som framgår av tabell 4 kommer den utestående obligationsstocken att minska med 28 respektive 14 miljarder kronor under 2005 och 2006.¹ Exponeringen i obligationsräntor, med hänsyn till planerade swappar, beräknas minska med 50 respektive 30 miljarder kronor. Swappar diskuteras närmare under avsnitten om stats-skuldväxlar och valutaupplåning.

Tabell 4. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSOBLIGATIONER, NETTO INKL. SWAPPAR, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Nominella statsobligationer, emissioner	91	56	77
Förfall, uppköp och byten	-69	-84	-91
Förändring av nominell statsobligationsstock	22	-28	-14
Swappar, netto	-21	-22	-16
Nominella statsobligationer och swappar, nettoförändring	1	-50	-30

Nytt tioårigt lån introduceras den 14 september

Obligationsupplåningen görs vanligtvis i de referenslån med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.² Emissionerna brukar koncentreras till nya lån.

Den 14 september introduceras en ny tioårig statsobligation, lån 1050, med förfall den 12 juli 2016. Under de fyra bankdagarna efter auktionen kommer det att finnas möjlighet att byta lån 1049 (augusti 2015) mot den nya tioåringen. Villkoren för dessa byten kommer att annonseras i ett pressmeddelande den 1 september. Kupongen meddelas en vecka före den första auktionsdagen. Lånet kommer att börja handlas som tioårigt referenslån i det elektroniska handelssystemet med likviddag den 21 december 2005.

¹ Uppgifter om utestående stockar i de olika skuldslagen publiceras i Riksgäldskontorets månatliga rapport Den svenska statsskulden.

² Vilka 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 terminkontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

Även under 2006 planerar vi att emittera ett nytt tioårigt lån. Mer information kommer att presenteras i nästa statsupplåningsrapport.

För att undvika en alltför lång duration i skulden kommer emissionerna att fördelas jämnt mellan de två-, fem- och tioåriga löptiderna under 2005. Under hösten räknar vi med att kunna emittera det femtonåriga lånet vid något enstaka tillfälle.

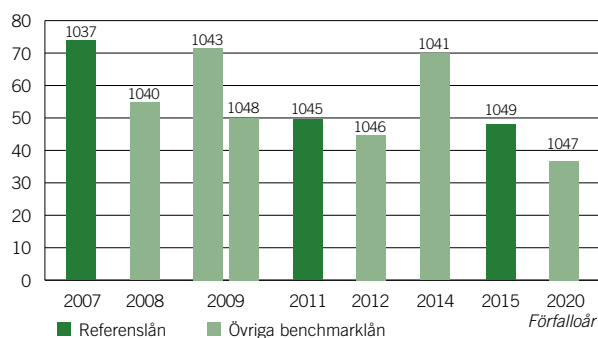
Under 2006 kommer emissionerna att fördelas så att hälften görs i tioårssegmentet. Vi räknar med att göra tre emissioner i både den tvååriga och den femtonåriga löptiden och resterande emissioner i femårssegmentet.

Tabell 5. REFERENSLÅN I DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN¹

Datum för byten av referenslån (IMM-datum)	2-årigt	5-årigt	10-årigt
15 december 2004	1037	1048	1049
15 juni 2005		1045	
21 december 2005	1040		1050
21 juni 2006	1043		

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

Figur 2. NOMINELLA STATSOBLIGATIONER (BENCHMARKLÅN)
Miljarder kronor



Statsskuldväxlar och ränteswappar

Ökad upplåning med statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar beräknas öka med 25 miljarder kronor 2005 jämfört med 2004. Detta är en minskning med 15 miljarder kronor jämfört med februari-prognosen och speglar det minskade finansieringsbehovet. Under 2006 bedöms växelfinansieringen öka med 5 miljarder kronor jämfört med 2005.

Upplåningen i statsskuldväxlar varierar beroende på säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet. Under slutet av hösten liksom i början av året brukar lånebehovet och därmed växelemissionerna vara relativt stora. Däremot är lånebehovet normalt lägre under perioden

februari till maj. Växelförfallen är koncentrerade till IMM-månaderna, vilket bidrar till relativt stor växelupplåning vid auktionerna under dessa månader. Växelupplåningen kan dock avvika från det normala mönstret till följd av t.ex. prognosavvikelser i lånebehovet.

Statsskuldväxelstocken beräknas öka med 54 respektive 57 miljarder kronor under 2005 och 2006. Ökningen beror dels på den ökade nettofinansieringen i växlar, dels på bytena av obligationslån 1044 och 1037 till statsskuldväxlar under 2005 och 2006.

Tabell 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULDVÄXLAR, NETTO INKL. SWAPPAR, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Statsskuldväxelupplåning, netto ¹	-35	-10	-5
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	50	65	62
Förändring av statsskuldväxelstocken	15	54	57
Ränteswappar, netto	30	33	23
Statsskuldväxelstock och swappar, nettoförändring	45	87	80

¹ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

40 miljarder kronor i ränteswappar

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta durationen. Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänker denna upplåningsteknik statens lånekostnader.

Under 2005 och 2006 kommer i storleksordningen 40 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort ränteexponering i kronor eller till utländsk valuta. Den beräknade ökningen av swappvolymen i jämförelse med 2004 bidrar till att förkorta durationen och därmed hålla uppe emissionsvolymerna i statsobligationer. Ränteswappar kan också användas som en del av valutaupplåningen. Då kombineras ränteswappen med en valutaswapp så att exponeringen i kronor byts till exponering i utländsk valuta.³

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

³ 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.

RIKSGÄLDSKONTORETS ANVÄNDNING AV SWAPPAR

Riksgäldskontoret policy är att skapa förutsägbarhet och transparens i upplåningen. Finansieringen fördelas mellan upplåningsinstrument och löptider beroende på lånebehov, durationsmål och behovet att bidra till likviditeten i våra benchmarklån. Den ungefärliga fördelningen mellan instrument och löptider annonseras i förväg.

Våra mål och restriktioner för upplåningen kan till viss del också uppnås med swappar. Upplåningen i statsskuldväxlar kan t.ex. ersättas med obligationsupplåning kombinerat med ränteswappar. Eftersom vi har en relativ fördel som emittent i det långa segmentet är detta ett billigare sätt att skapa kort upplåning jämfört med växelupplåning. Om villkoren i valutaupplåningen är mindre förmånliga kan vi även skapa valutaupplåning genom att swappa obligationsupplåning till exponering i utländsk valuta.

Obligationsupplåning med swappar bidrar till likviditeten på obligationsmarknaden. Samtidigt begränsas refinansieringsrisken genom att den korta ränteexponeringen uppnås med en syntetisk FRN (lång löptid med rörlig ränta) i stället för med statsskuldväxlar.

Den svenska swappmarknaden har dock begränsad likviditet. Våra swappvolymerna begränsas därför av djupet i marknaden. Om vi gör alltför stora volymer blir vi en alltför stor och dominerande aktör på marknaden och trycker ned swappräntorna relativt obligationsräntorna, vilket minskar kostnadsfördelarna. I praktiken innebär detta att om vi använder swappar i valutaupplåningen så minskar utrymmet att använda swappar i stället för statsskuldväxlar. Möjligheten att emittera obligationer och sedan swappa exponeringen till kort ränta är också av dessa skäl begränsad.

Under 2004 användes i stort sett alla swappar till att ersätta statsskuldväxlar. Även 2005 och 2006 kommer huvuddelen att användas till att ersätta statsskuldväxlar eftersom behovet av att använda swappar i valutaupplåningen är begränsat, se avsnittet om valutaupplåning nedan.

I tabell 7 återges nettoförändringen av utestående swappar. Trots att en större swappvolym brutto planeras 2005, ökar inte den utestående stocken snabbare eftersom även förfallen blir större.



Tabell 7. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE SWAPPAR,
MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Ränteswappar ¹	30	33	26
Valutaswappar ²	2	7	15
Swappar totalt	32	40	40
Swappar, förfall	-11	-18	-24
Swappar, nettoförändring	21	22	16

¹ Ränteswappar från lång till kort ränteeponering i SEK.

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

REALUPPLÅNING

Emissionsvolym

Efterfrågan på realobligationer har periodvis varit svag under det senaste halvåret. En orsak till den svaga efterfrågan kan vara osäkerheten på marknaden om hur de framtida placeringsreglerna för pensionsinstituten kommer att utformas. Den svaga efterfrågan har lett till att emissionstakten hittills i år varit något lägre än de 15 miljarder kronor i årstakt som antogs i februari prognosen. Riksgäldskontoret räknar dock med att osäkerheten kommer att minska under hösten och att vi åter ska kunna emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt.

Marknadstillväxten är dock svårbedömd och årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning. Om efterfrågan fortsätter att vara svag kommer emissionsvolymerna att bli lägre än vad som antas ovan. Kostnaderna för realupplåningen måste också vara rimliga för att den planerade emissionstakten ska kunna upprätthållas.

Emissionspolicy

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.

Flexibla emissionsvolymerna kommer att användas på samma sätt som tidigare. Flexibiliteten i volymen 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.

Även om emissionsvolymerna inte varierar så mycket från gång till gång tar vi viss hänsyn till det rådande efterfrågeläget och prisbilden. Val av lån, emissionsform och volym vid enskilda emissionstillfällen annonseras en

vecka innan auktionen efter att vi tagit in förslag från återförsäljare och investerare. Både investerare och återförsäljare är välkomna att föra en dialog med oss kring realobligationer och lämna förslag inför enskilda emissioner.

Vi har under våren fört en dialog med marknaden om försäljningsformerna för realobligationer. Eventuella policyförändringar kommer att annonseras i nästa prognos.

Aktuella lån vid emissionerna

Riksgäldskontoret kommer den 22 september 2005 att ge ut en ny realobligation (lån 3106) med förfall den 1 april 2012.⁴ Det nya lånet introduceras med en auktion. Emissionsvolym och kupong för lånet publiceras en vecka före den första auktionen. Lånets villkor i övrigt kommer i huvudsak att vara desamma som för lån 3105 som är den senaste utgivna realobligationen, t.ex. kommer även lån 3106 att ha deflationsskydd.⁵

Under de efterföljande tre bankdagarna kommer det att finnas möjlighet att byta det nya lånet 3106 mot obligationerna 3101, 3001 och 3105. Bytesförfarandet upprepas fyra veckor senare med början den 21 oktober 2005. Bytena mot 3101 och 3105 görs kursriskneutrala medan bytet mot 3001 görs likvidneutralt.⁶ Definitiva villkor och närmare detaljer om bytena kommer att annonseras i ett pressmeddelande den 1 september.

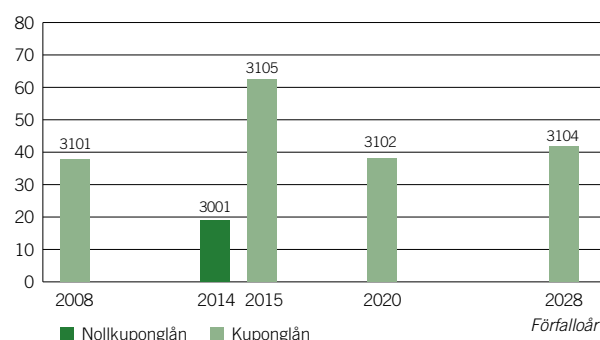
Lån 3101 förfaller år 2008. Avvecklingen av lånet kommer att ske successivt. Under hösten kommer maximalt

⁴ I förra Statupplåningen – prognos och analys 2005:1 angavs förfalldatum till 12 april i stället för 1 april. För att undvika en interpolering av det KPI-tal som ska användas för att betala inflationskompensation vid förfall har förfalldatum nu fastställts till den 1 april. KPI-utfallet för januari kommer då att användas vid beräkningen av inflationskompensationen.

⁵ Deflationsskyddet innebär att slutindex (det prisindex som används för att betala ut inflationskompensationen vid lånets förfall) aldrig ska vara lägre än basindex (det prisindex som används vid den första emissionen).

⁶ Kursriskneutrala byten innebär att marknadsvärdet av köp- och säljvolym multiplicerat med modifierad duration för respektive obligation ska vara lika. Likviditetsneutrala byten innebär att köp- och säljbelopp (likviden) ska vara lika.

Figur 3. REALA STATSOBLIGATIONER
Miljarder kronor



8 miljarder kronor av 3101 att bytas till det nya lånet 3106. Under 2006 kommer ytterligare maximalt 8 miljarder kronor att bytas mot längre obligationer. Under 2007 kommer investerarna att erbjudas bytesmöjligheter motsvarande det återstående utestående beloppet. Under 2008 kommer inga bytes- eller uppköpsmöjligheter att erbjudas.

Lånen 3105, 3102 och 3104 kommer, utöver lån 3106 när det introduceras i höst, att emitteras under 2005 och 2006.

VALUTAUPPLÅNING

Under 2005 och 2006 kommer lån i utländsk valuta för motsvarande 54 miljarder kronor per år att förfalla. Det innebär att vi behöver låna 29 miljarder kronor per år i utländsk valuta för att uppnå målet för amorteringstakten på 25 miljarder kronor i årstakt.

Tabell 8. VALUTAUPPLÅNING 2004-2006, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Valutalånebehov, brutto	12	29	29
Valutaamortering	-26	-25	-25
Förfall och valutakursdifferenser	37	54	54
Obligationer i utländsk valuta ¹	22	43	30
Valutaswappar ²	11	18	21
Realiserade valutakursdifferenser	5	-8	2
Valutaupplåning, brutto	13	29	29
Obligationer i utländsk valuta	10	22	15
Valutaswappar, brutto ²	2	7	15

¹ Värderat till aktuella växelkurser.

² Ränteswappar från lång till kort räntexponering kombinerat med valutaswappar till utländsk valuta.

Vi kan låna i utländsk valuta genom emissioner av kronobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning)⁷ eller genom emissioner av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning). Hur vi fördelar valutaupplåningen mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning beror på vilka räntevillkor som kan uppnås.

Under 2005 görs huvuddelen av upplåningen med direkt valutaupplåning eftersom det varit möjligt att uppnå mycket goda lånevillkor. Hittills har valutalån motsvarande 12 miljarder kronor tagits upp. I januari emitterades en obligation i eurodollar med en volym på 1 miljard dollar med

förfall 2010. Om lånevillkoren för emissioner av obligationer i utländsk valuta fortsätter att vara gynnsamma finns det förutsättningar att ge ut ännu ett benchmarklån under hösten.

Det återstående lånebehovet under året har schablonmässigt fördelats jämnt mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning; se tabell 8. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika från detta scenario.

SAMMANFATTNING

Emissionsvolymerna i nominella statsobligationer sänks från 2,5 miljarder kronor till 2,0 miljarder kronor per auktion från och med auktionen den 29 juni. Sänkningen beror dels på ett minskat nettolånebehov, dels på att räntorna har sjunkit jämfört med prognosen från februari. Totalt beräknas obligationsupplåningen bli 56 miljarder kronor i år.

Det större finansieringsbehovet under 2006 motiverar en höjning av emissionsvolymen från årsskiftet. I denna prognos antar vi en höjning av emissionsvolymen till 3 miljarder kronor från början av nästa år.

Emissionerna i nominella statsobligationer kommer att fördelas jämnt mellan de två-, fem- och tioåriga lånen. Under 2006 kommer emissionerna att fördelas så att hälften görs i tioårssegmentet. Därutöver räknar vi med att göra tre emissioner i både den tvååriga och den femtonåriga löptiden och resterande emissioner i femårssegmentet.

Statsskuldväxelupplåningen ökar med 25 miljarder kronor jämfört med 2004. Detta är en nedrevidering jämfört med förra prognosen.

Riksgäldskontoret räknar med att göra ränteswappar för i storleksordningen 40 miljarder kronor per år.

Riksgäldskontoret bedömer att det finns förutsättningar att under hösten emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Efterfrågan är emellertid osäker och emissionsvolymen kan komma att bli lägre om det svaga efterfrågeläget blir bestående. Ett nytt sjuårigt realobligationslån introduceras den 22 september.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas uppgå till 29 miljarder kronor under både 2005 och 2006.

⁷ Emitterade statsobligationer swappas först till kort räntexponering. Rörig 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 valutatan. Valutaswappen skapar på så sätt en skuld i utländsk valuta.



STATSSKULDSPOLITIKEN OCH DE BUDGETPOLITISKA MÅLEN

För att staten på sikt ska kunna hålla nere kostnaderna för statsskulden är det viktigt att statsfinanserna förblir starka och att statens skuldkvot minskar. Det ger utrymme att låna billigare genom att ta större risker i förvaltningen av statsskulden. Målet om överskott i de offentliga finanserna bör därför värnas. Ett mål om att statens finansiella sparande ska vara i balans över en konjunkturcykel vore ett viktigt steg.

Budgetpolitiken i Sverige vägleds av två mål. Det ena är *överskottsmålet*, som säger att den offentliga sektorns finansiella sparande ska uppgå till motsvarande 2 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Det andra är *utgiftstaket*, som anger att statens och ålderspensions-systemets årliga utgifter (med undantag för betalningar av räntor på statsskulden) ska hållas under en av riksdagen fastlagd nivå.

Både överskottsmålet och utgiftstaket tillkom i spåren efter de allvarliga statsfinansiella problemen under första hälften av 1990-talet. I kombination med den övriga uppstramningen av budgetprocessen, som ledde fram till att en ny budgetlag antogs 1996, bidrog dessa mål till en markant förbättring av de svenska offentliga finanserna under de följande åren. År 2000 redovisades exempelvis ett överskott i det finansiella sparandet motsvarande 5 procent av BNP; se tabell 1. Parallellt minskade statsskulden, både absolut sett och mätt som andel av BNP.

Men under senare år har de samlade överskotten minskat. Pensionssystemet redovisar fortsatta överskott, men för statens del redovisas numera regelmässigt underskott motsvarande 1–2 procent av BNP. Det gör att statsskulden på nytt växer. Syftet med denna artikel är att diskutera hur utsikterna ser ut på längre sikt och vilka konsekvenser en fortsatt ökning av statsskulden kan få för statsskuld förvaltningen och kostnaderna för statsskulden.

VARFÖR ÖVERSKOTTSMÅL OCH UTGIFTSTAK?

Som bakgrund kan det vara värt att studera de motiv som brukar anges för att budgetpolitiken ska vägledas av överskottsmålet och utgiftstaket. I vårpropositionen 2005 skriver regeringen (prop. 2004/05:100, Bilaga 1, s. 62):

” Överskottsmålet motiveras i första hand av behovet av att stärka den offentliga sektorns finansiella ställning inför de framtida demografiska påfrestningarna på de offentliga välfärdssystemen. Samtidigt innebär målet att det skapas ett utrymme för att undvika alltför stora underskott i en lågkonjunktur.

Utgiftstaket för staten är ett viktigt instrument i budgetprocessen och förhindrar att tillfälligt högre inkomster används för varaktigt högre utgifter. Utgiftstaket är dessutom ett viktigt instrument för att säkerställa överskottsmålet. ”

Överskottsmålet har således primärt ett långsiktigt perspektiv, kopplat till de demografiska förändringar som gör att andelen äldre kommer att öka under kommande decennier. En annan effekt av överskottsmålet är att handlingsfriheten i konjunkturpolitiken ökar av att det finns en marginal till EU:s gräns mot för stora underskott på 3 procent av BNP. Staten kan därigenom minska risken att behöva strama åt när budgeten försvagas i en lågkonjunktur.

Tabell 1. DEN OFFENTLIGA SEKTORNΣ FINANSIELLA SPARANDE, 2000–2007

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Miljarder kronor</i>								
Staten	56	167	–44	–43	–21	–43	–47	–28
Ålderspensionssystemet	48	–104	45	47	48	54	56	55
Kommunala sektorn	5	–4	–13	–7	2	8	8	5
Offentliga sektorn	109	59	–12	–2	28	19	17	32
<i>Procent av BNP</i>								
Staten	2,6	7,4	–1,9	–1,7	–0,8	–1,6	–1,7	–1,0
Ålderspensionssystemet	2,2	–4,6	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	1,9
Kommunala sektorn	0,2	–0,2	–0,5	–0,3	0,1	0,3	0,3	0,2
Offentliga sektorn	5,0	2,6	–0,5	–0,1	1,1	0,7	0,6	1,1
Genomsnitt fr.o.m. 2000	5,0	3,8	2,4	1,8	1,6	1,5	1,3	1,3

Källor: Statistiska centralbyrån och Finansdepartementet.

Noteras bör att överskottsmålet bygger på ett mått som hämtas från nationalräkenskaperna och därför styrs av ett etablerat internationellt regelverk.

Utgiftstaket är, som framgår av citatet, ett mer kort-siktigt verkande instrument för att säkra överskottsmålet, bl.a. genom att förhindra okontrollerade ökningar av de statliga utgifterna när inkomsterna ökar. Det gör även att utgifterna i transfereringssystem där den ekonomiska utvecklingen är avgörande, t.ex. arbetslöshetsersättning, inte kan dra iväg utan att riksdagen har möjlighet att ta ställning till omprioriteringar eller regelförändringar som håller tillbaka de samlade utgifterna.

Utgiftstak har blivit ett stående inslag i budgeten (även om förslaget för 2007 kommer först i budgetpropositionen i höst). Hur taket ska utformas är dock inte reglerat i budgetlagen. Den anger endast vissa principer för hur ett tak ska hanteras. Det betyder att utgiftstaket omfattar de utgifter som riksdagen väljer att inkludera. Även i övrigt är effekterna av utgiftstaket i hög grad påverkade av hur riksdagen väljer att tillämpa budgetlagen.

TILLÄMPNINGEN AV DE BUDGETPOLITISKA MÅLEN

Överskottsmålet

Av tabell 1, vars siffror är hämtade från vårpropositionen 2005, framgår att överskottet över hela perioden 2000–2007 i genomsnitt uppgår till 1,3 procent. Det är inte självklart hur en konjunkturcykel ska definieras, men i vårpropositionen redovisar regeringen också ett mått på det strukturella finansiella sparandet, där siffrorna justeras med hänsyn till att det finns lediga resurser i ekonomin, det s.k. BNP-gapet. Resultatet presenteras i tabell 2.

Tabell 2 visar att det strukturella finansiella sparandet under den senare delen av perioden ligger runt 1 procent av BNP (med undantag för 2004 som påverkats av vissa tillfälliga effekter). Det indikerar att överskottsmålet inte kan anses vara uppfyllt.

Utgiftstaket

När det gäller utgiftstaket uppstår inte någon oklarhet om huruvida det siffrsatta målet är uppfyllt, eftersom det är precist definierat och mätt. Regeringen har också varje år kunnat redovisa att utgifterna legat under taket. I flera fall har dock detta berott på att särskilda åtgärder vidtagits mot årets slut, t.ex. för att flytta utgifter mellan åren (redovisningsmässigt eller genom att förskjuta betalningar).

En viktig förklaring till att utgiftstaket inte mer verksamt bidragit till att överskottsmålet uppnåtts är dock att riksdagen har fattat beslut som omvandlar utgifter till minskade inkomster för staten. Ett exempel är att vissa extra bidrag till kommunerna inte inkluderats i de vanliga statsbidragen, som ligger under utgiftstaket, utan kommit kommunerna till del genom att deras inbetalningar av skatt till staten reducerats. Även beslut att tillämpa en lägre skattesats än normalt för en viss verksamhet kan ses som en metod att lämna stöd som är likvärdigt med ett riktat bidrag, men som inte påverkar utgifterna.¹

Genom olika former av bidrag som tar formen av uteblivna statsinkomster kan alltså statliga resurser tas i anspråk utan att det påverkar de redovisade utgifterna. Uteblivna inkomster gör dock att det finansiella sparandet minskar på samma sätt som om det varit fråga om budgetutgifter. I budgetlagen finns en regel om att inkomster och utgifter ska redovisas brutto, vilken bl.a. syftar till att förhindra sådana bidragsformer. Men för varje avsteg som riksdagen väljer att göra från principen om bruttoredovisning blir utgiftstaket ett allt mindre verkningsfullt medel för att uppnå överskottsmålet.

Avsteg från bruttoredovisningsprincipen gör dessutom att verksamheter där det är enkelt att ge bidrag genom att minska skatteintäkter lättare kan få stöd än sådana där enbart vanliga utgifter står till buds. Ett exempel är att kompetensutveckling i den kommunala äldreomsorgen kan

¹ I bilaga 2 till vårpropositionen (prop. 2004/05:100) finns en redovisning av denna typ av stöd, under benämningen skatteutgifter.

Tabell 2. STRUKTURELLT FINANSIELLT SPARANDE I OFFENTLIG SEKTOR, 2000–2007

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<i>Procent av BNP</i>								
Finansiellt sparande	5,0	2,6	–0,5	–0,1	1,1	0,7	0,6	1,1
Justering för BNP-gap m.m.	–1,1	0,3	0,8	0,9	0,6	0,2	0,1	0,0
Strukturellt sparande	3,9	2,9	0,2	0,8	1,8 ¹	0,9	0,7	1,1
BNP-gap	0,9	–0,5	–1,1	–1,3	–0,9	–0,3	–0,1	0,0

¹ En del av ökningen i det strukturella saldot 2004 förklaras av ökade skatteintäkter p.g.a. att vissa bolag återfört hela eller delar av sin fondavsättning till beskattning.
Källor: Statistiska centralbyrån och Finansdepartementet.



finansieras genom inbetalningar på kommunernas skattekonton. Motsvarande verksamhet inom t.ex. den finansiella tillsynen kräver att anslagsmedel tas fram och därför måste rymmas under utgiftstaket. Därigenom försämras möjligheten att i budgetprocessen göra tydliga och öppet redovisade prioriteringar mellan olika utgiftsområden.

Med nuvarande tillämpning av budgetlagens principer måste utgiftstaket ses som det mindre viktiga budgetpolitiska målet. Huruvida utgiftstaket uppfylls eller ej säger relativt lite om hur statsfinanserna hanteras och utvecklas. I synnerhet sett i ett längre tidsperspektiv bör intresset inriktas på överskottsmålet, hur det är utformat och hur det utvecklas.

ÖVERSKOTTSMÅLET OCH STATSFINANSERNA PÅ LÄNGRE SIKT

Som framgår av citatet från vårpropositionen är överskottsmålet kopplat till behovet av att förbereda de offentliga finanserna för kommande decenniers påfrestningar. De utmaningar som den offentliga sektorn står inför analyseras ingående i Långtidsutredningen 2003/04 (SOU 2004:19). Trots relativt optimistiska antaganden om den ekonomiska utvecklingen visar Långtidsutredningens (LU:s) beräkningar att det endast är med knapp marginal som det går att upprätthålla dagens nivå på de offentliga tjänsterna fram till 2020. Till de centrala antagandena hör att överskottsmålet uppnås varje år fram till 2015. Det gör att ränteutgifterna minskar, vilket skapar utrymme för andra utgifter, t.ex. för välfärdstjänster.

I och med att det offentliga sparandet för närvarande ligger klart under 2 procent av BNP står den offentliga sektorn sämre rustad att möta de kommande påfrestningarna än i LU:s huvudscenari. En markant ökning av sysselsättningen under de närmaste åren skulle förbättra läget, men det är inte givet att utvecklingen av sig själv tar en sådan vändning. Följaktligen krävs åtgärder för att föra in de offentliga finanserna på en bana fram till 2020 som motsvarar LU:s beräkningar. Då är marginalen ändå liten och från 2020 växer de demografiskt betingade kraven på t.ex. äldreomsorg och sjukvård. Det leder till betydande påfrestningar på de offentliga finanserna.

STATSSKULDSFÖRVALTNINGEN OCH STATSSKULDENS STORLEK

Hur påverkar då utsikterna för statsskulden förutsättningarna för Riksgäldskontorets ansvarsområde, statsskuld-

förvaltningen? Statsskuldsförvaltning rör beslut om hur statsskulden bör vara sammansatt för att uppnå lägsta möjliga kostnad med beaktande av risk. I princip spelar skuldens storlek ingen roll för bedömningen av vilken skuldsammansättning som ger lägst kostnad, men normalt kan man utgå ifrån att staten inte kan sänka den förväntade kostnaden utan att öka risktagandet. Och vilka risker staten kan ta vid beslut om skuldens sammansättning påverkas i avgörande grad av skuldens storlek.

Detta samband illustreras enklast i termer av valet av löptid på skulden. Normalt sett är det billigare för staten att låna med kort löptid, av samma skäl som villaägare vanligen får lägst ränta genom att låna rörligt. Nackdelen är att man inte vet vilka de framtida räntekostnaderna blir. Men ju mindre skulden är, desto mindre blir genomslaget på de totala utgifterna om räntorna stiger. En minskning av statsskulden ger således en dubbel bonus för statsfinanserna. Dels minskar kostnaderna totalt sett, dels blir det möjligt att välja mer riskfyllda men billigare skudslag. Dessutom sänker starka statsfinanser långivarnas avkastningskrav, vilket ger lägre räntor.

Det omvända gäller också: Växer skulden kan staten behöva välja längre och dyrare upplåning. Redan bedömningen att det finns risk för att skulden ska växa kan motivera mer långfristig upplåning. Om en stor del av den gamla skulden ska refinansieras varje år och staten dessutom behöver ta upp nya lån för att täcka ett stort underskott, blir genomslaget av högre räntor extra stort. För att reducera den risken bör staten inför en period med stora förväntade underskott förlänga skuldens löptid, så att en mindre del behöver refinansieras varje år. Följden blir (normalt) högre kostnader, men det kan ses som den försäkringspremie staten måste betala för att få ner risknivån. Om staten inte förlänger löptiden när skulden växer eller förväntas växa snabbt, kan långivarna dessutom börja oro sig för att finansieringsbehovet ska bli övermäktigt. Då stiger räntenivån, i värsta fall drastiskt. Följaktligen kan beslutet att förlänga upplåningen vara det mindre kostsamma av två kostsamma alternativ.

Riksgäldskontoret diskuterade dessa frågor i sitt riktlinjeförslag till regeringen inför 2004. Slutsatsen blev dock att de demografiska påfrestningarna låg så långt fram i tiden att det inte var aktuellt att redan nu aktualisera en förlängning av skuldens löptid. I förslaget inför 2005 föreslog vi dessutom en förkortning av löptiden i den nominella skulden, med hänvisning till att den samlade risknivån gått ner, bl.a. därför att staten gett ut mer långa realobligationer och minskat valutaskulden.

Samtidigt måste det understrykas att ju större avsteg från överskottsmålet som görs under de närmaste åren, desto större blir riskerna i statsfinanserna och desto tidigare ligger den tidpunkt då det blir nödvändigt att sänka risknivån i den utestående statsskulden. Det leder i sin tur till att kostnaderna för statsskulden stiger. Här finns således en ond cirkel, där dålig hushållning med statens medel gör att räntorna tar en större del av resurserna i anspråk. På sikt krymper det oundvikligen utrymmet för att finansiera andra budgetutgifter.

Omvänt finns det också en god cirkel, där lägre skuld ger lägre skuldkostnader och starkare finanser. För att starta en sådan positiv utveckling kan det räcka att staten håller fast vid överskottsmålet som det ursprungligen formulerades. Överskottsmålet avser hela den offentliga sektorn: staten, kommunerna och ålderspensionssystemet. Pensionssystemets inkomster och utgifter är styrda av fastlagda regler. För kommunerna finns ett balanskrav och deras ekonomi är hårt pressad av nuvarande åtaganden. Följaktligen är det primärt statens finansiella sparande som måste förbättras om överskottsmålet ska kunna uppnås. Givet att målet satts upp av riksdagen är det också rimligt att ansvaret för att det uppnås ligger där. Eftersom staten har ett underskott handlar det alltså om att minska statens negativa finansiella sparande.

Riksgäldskontoret har i olika sammanhang pekat på att det av flera skäl vore ändamålsenligt att sätta upp ett separat mål för statens finansiella sparande.² En enkel referenspunkt vore exempelvis att statens finansiella sparande ska vara noll i genomsnitt över en konjunkturcykel. Utöver att det samlade överskottsmålet på så sätt uppfylls skulle det göra att statsskulden stannade på ungefär nuvarande nivå i kronor och skulle minska mätt som andel av BNP. Eftersom staten har åtaganden som växer till följd av den demografiska omställningen, t.ex. för vård och omsorg, har staten ett eget behov av att stärka sin finansiella ställning. Följaktligen kan ett mål som avser hela den offentliga sektorn vara otillräckligt, även om pensionsystemet hade ett så stort överskott att tvåprocentmålet uppnåddes.

² Se t.ex. Statsuppläning 2004:2.

SLUTSATS

Sverige har klarat av statsfinansiella problem tidigare, senast efter krisen under första hälften av 1990-talet. Den krisen orsakades delvis av oförutsedda händelser och växte fram under kort tid. Nu handlar det om effekterna av demografiska förlopp som är ovedersägliga och sträcker sig över flera decennier. Fördelen med detta är att det finns tid att förbereda ekonomin och statsfinanserna för de påfrestringar som kommer. Förberedelserna kan däremot inte skjutas på framtiden.

Lars Hörngren, chefsekonom



VALUTASÄKRING FÖR STATLIGA MYNDIGHETER

Statliga myndigheter har hittills haft begränsade möjligheter att hantera valutaflöden och valutarisker på ett effektivt sätt. Detta medför svårigheter för myndigheterna att planera och prognostisera medelsförbrukningen. Riksgäldskontoret erbjuder numera myndigheterna valutasäkring av betalningar i utländsk valuta. Valutasäkringar och därtill hörande valutaleveranser är led i Riksgäldskontorets arbete att främja en god kassahållning inom staten. Systemet bidrar även till effektivare hantering och styrning av myndigheternas anslagsmedel.

MYNDIGHETERNAS VALUTARISKER

Genom att en myndighets anslag är angivet i kronor skapar valutabetalningar osäkerhet om i vilken takt som anslagsmedlen förbrukas. Myndigheter som betalar (eller får betalt) i utländsk valuta har därför stor nytta av att kunna valutasäkra dessa betalningar. Valutasäkringen garanterar en viss given valutakurs för ett givet belopp vid en given dag. Då vet myndigheten alltså exakt hur mycket den ska betala i kronor trots att den verkliga betalningen sker i framtiden när valutakurserna kan ha ändrats.

För myndigheten innebär det enklare planering, mindre administration och allmänt mindre resurser går åt för att klara oplanerade och oförutsedda situationer. Det ger även myndigheterna incitament att se över hur man genomför sina valutabetalningar, vilka valutor man väljer och hur man begränsar valutariskerna när avtal tecknas med utländska leverantörer.

Valutasäkringen innebär att Riksgäldskontoret övertar myndigheternas valutarisker och tillhandahåller eller tar emot den utländska valutan på förfallodagen. Myndigheten ingår ett terminskontrakt med Riksgäldskontoret och får därmed ett förutbestämt pris på valutan för en viss given förfallodag. Priset kan myndigheten använda i sitt budgetarbete.

Ett praktiskt exempel:

Anta att myndigheten X beställer en vara (affärsdagen) och därför tecknar en beställning på 1 miljon euro att betalas vid leverans (betalningsdagen). På affärsdagen är terminskursen på euro för betalningsdagen 9,00 kronor.

Terminssäkring innebär att betalningen kommer att uppgå till 9,0 miljoner kronor oavsett vad kursen på betalningsdagen är. Om myndigheten inte hade terminssäkrat betalningen och kursen för euro uppgått till 9,10 på betalningsdagen hade slutbetalningen i stället blivit 9,1 miljoner kronor.

Det är vanligt att de på förhand fastställda tidpunkter, då betalning för beställda varor eller tjänster ska ske, förändras. Men valutaterminer ska alltid betalas vid sin från början fastställda tidpunkt. Då kan myndigheten komplettera den ursprungliga valutaterminen med ytterligare terminskontrakt.

RIKSGÄLDSKONTORETS ROLL

Det finns tydliga stordriftsfördelar med en central statlig valutaförsörjning till myndigheter via Riksgäldskontoret. Riksgäldskontoret är en stor aktör på valutamarknaderna och kan kostnadseffektivt erbjuda myndigheterna nödvändig valuta. De flöden som kommer från myndigheternas terminssäkringar läggs samman med Riksgäldskontorets övriga betalningsflöden i utländsk valuta, vilket innebär att de kan användas för att matcha även t.ex. Riksgäldskontorets räntebetalningar och amorteringar på lån i utländsk valuta.

Riksgäldskontoret eliminerar däremot inte den valutarisk som övertas från myndigheterna genom att göra motsvarande terminsaffärer på marknaden. Ett motiv för detta är att verksamheten syftar till att hjälpa enskilda myndigheter att hantera valutarisker som är stora i förhållande till dessa myndigheters anslag, men är obetydliga i relation till statens samlade valutarisker. Staten har en valutaskuld till ett värde av ca 300 miljarder kronor. Att myndigheter har valutabetalningar innebär att statens reella valutaexponering är något större än vad valutaskulden visar, men ökningen är marginell. Det finns därför inte anledning för Riksgäldskontoret att ta på sig (och staten) extra kostnader för att reducera de valutarisker som råkar komma till vår kännedom genom att vi ingår terminsavtal med myndigheter.

Detta är för övrigt samma princip som Riksgäldskontoret sedan länge tillämpar på andra typer av inomstatliga transaktioner, t.ex. myndigheternas in- och utlåning

FAKTA

VAD ÄR EN VALUTATERMIN?

En valutatermin är ett bindande kontrakt mellan två parter om *rätten och skyldigheten* att vid en given framtida tidpunkt köpa respektive sälja ett förutbestämt belopp i valuta till ett förutbestämt pris.

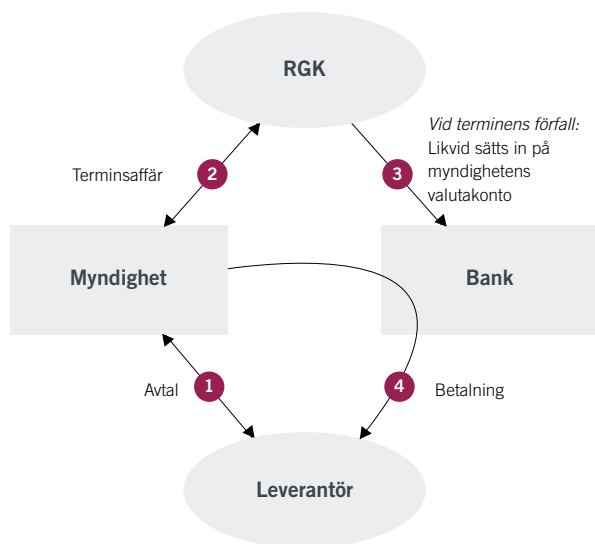
hos Riksgäldskontoret. Det förhållandet att en myndighet lånar på exempelvis tre år för att finansiera en investering påverkar inte Riksgäldskontorets upplåning från parter utanför, dvs. de lån vi ger ut för att finansiera statsskulden.

Den underliggande principen kan sägas vara att Riksgäldskontorets finansiering av statsskulden genom lån från tredje man inte bör påverkas av finansiella avtal inom staten. Det ena handlar om att sköta statens balansräkning, det andra om att erbjuda myndigheterna de finansiella tjänster de behöver för att kunna fullgöra sina egentliga uppgifter, utan att behöva ägna för mycket uppmärksamhet åt finansiella risker och hur de ska hanteras.

TERMINSSÄKRING I PRAKTIKEN

De praktiska transaktionerna i samband med ett terminskontrakt kan beskrivas med hjälp av nedanstående figur.

Figur 1. MODELL FÖR TERMINSSÄKRING



Allt börjar med att myndigheten ingår ett avtal med en leverantör, där betalningen ska ske i utländsk valuta. Myndigheten tar bort sin valutarisk genom att i samband med att avtalet ingås göra en terminsaffär med Riksgäldskontoret. På terminens förfallodag placerar Riksgäldskontoret valutan på myndighetens valutakonto i bank. Vid betalning sker överföring från myndighetens valutakonto till leverantörens konto. Den faktiska hanteringen sker genom kontoöverföringar i banksystemet mellan myndighetens, Riksgäldskontorets, bankernas och leverantörernas konton.

Riksgäldskontoret erbjuder i första hand valutaterminer i de valutor som ingår i kontorets riktmarkesportfölj, nämligen euro, amerikanska dollar, schweizerfranc, brittiska pund och japanska yen. Riksgäldskontoret har egna flöden i dessa valutor, vilket innebär att kontoret kan matcha myndigheternas flöden mot andra flöden som kontoret har och därmed reducera det totala antalet valutaväxlingar. De administrativa fördelarna är således störst i dessa valutor.

FRÅGOR FÖR STATLIGA MYNDIGHETER ATT TA STÄLLNING TILL

För att förbättra sin planering och sina anslagsprognoser bör en myndighet analysera sina valutarisker. Är valutabetalningarna väsentliga som andel av myndighetens totala ut- och inbetalningar, kan myndigheten behöva utveckla en valutapolicy som en del av sin finanspolicy. Myndigheten bör i detta sammanhang fundera på följande frågor:

- I vilka valutor ska kontrakt skrivas?
- I vilka fall ska betalningar i utländska valutor terminssäkras?
- Vid vilken tidpunkt ska terminssäkring ske?
- Vilken löptid ska terminssäkringen ha?
- När ska/bör kompletterande terminssäkring ske?

För att en myndighet ska kunna terminssäkra flöden i utländsk valuta hos Riksgäldskontoret krävs ett tillstånd från regeringen, antingen i myndighetens instruktion eller i regleringsbrev. En myndighet som bedömer att den behöver kunna göra valutaterminer bör således kontakta det departement som ansvarar för myndighetens verksamhet. Dessutom behövs ett valutakonto varifrån betalningen till leverantören ska ske. Ansökan om att få öppna valutakonton görs hos Riksgäldskontoret.

Mikael Bergman, Statens internbank



CASH FLOW AT RISK – ETT MÅTT PÅ MARKNADSRISK FÖR RÄNTEPROGNOSER

Cash Flow at Risk visar att vi kan vara 95 procents säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga vår senaste ränteprognois med mer än 3 miljarder kronor över prognosperioden fr.o.m. april t.o.m. december 2005, till följd av förändringar i räntor, växelkurser och inflation. Detta är 11 procent av ränteprognoisen. Valutarisk bidrar med 65 procent av total risk.

Riksgäldskontoret har utvecklat en metod för att beräkna marknadsrisk för våra ränteprognoiser. Vi kallar detta mått Cash Flow at Risk (CFaR). CFaR anger att räntebetalningarna inte förväntas överstiga ränteprognoisen med mer än ett visst belopp över en given tidsperiod till följd av förändringar i räntor, växelkurser och inflation. Måttet visar alltså hur sårbara Riksgäldskontorets ränteprognoiser är för marknadsrisk över prognosperioden.

Marknadsrisken isoleras genom att vi håller lånebehov och planerad finansieringsstrategi konstanta i beräkningarna. Risken beräknas analytiskt på 95 procents konfidensnivå under antagande om normalfördelade rörelser i räntor, växelkurser och inflation.

CFaR är ett relativt kortsiktigt riskmått eftersom det bara tittar på räntebetalningarna under den närmaste prognosperioden. Det är inget mått som vi använder för våra långsiktiga överväganden avseende duration och skuldstruktur. Då tittar vi i stället på skuldens långsiktiga kostnader i termer av genomsnittlig emissionsränta och därtill hörande riskmått. CFaR ska i första hand ses som ett komplement till detta i det kortare perspektivet.

CFaR är en vidareutveckling av Relativ Cost at Risk (RCaR) som vi utvecklade under 2003 och publicerade i *Statupplåning – prognos och analys 2004:1*. De största skillnaderna är dels det strikt kassamässiga synsättet i CFaR, samt att statsskuldens kassamässiga egenskaper från derivat inkluderas på ett mer realistiskt sätt.

CASH FLOW AT RISK MÄTER MARKNADSRISK FÖR FÖRVÄNTADE KASSAFLÖDEN

De ränteprognoiser som RGK producerar avser faktiska betalningar och är därmed kassaflödesmässiga. De är baserade på konstanta marknadspriser över prognosperioden. Vi inkluderar alltså inte någon specifik syn på hur räntor, växelkurser och inflation förväntas utvecklas. Detta gör att det uppstår avvikelser från ränteprognoiserna så snart räntor, växelkurser och inflation avviker från sina konstanta prognosvärden.

För att skapa ett riskmått som överensstämmer med ränteprognoiserna krävs att det är baserat på ett

likvärdigt kassamässigt synsätt och att tidsperioderna stämmer överens. Med CFaR uppfyller vi båda dessa förutsättningar.

MARKNADSRISK ISOLERAS FRÅN ÖVRIGA PROGNOISRISKER

Den totala ränteprognoisrisken kan indelas i tre delar:

Lånebehovsrisk + Strategirisk + Marknadsrisk

Lånebehovsrisken är risken för att räntebetalningarna avviker från prognos till följd av förändrat lånebehov. Strategirisken är risken att räntebetalningarna avviker från prognos till följd av att låne-, amorterings- och skuldförvaltningsstrategi ändras. Båda dessa risker är internt betingade och bortses ifrån i CFaR-modellen, som endast beräknar den externa marknadsrelaterade risken.

VARFÖR BEHÖVER VI CASH FLOW AT RISK?

Analogt med Relativ CaR ska CFaR i första hand ses som ett enkelt och intuitivt sätt att beskriva relativt kortsiktig marknadsrisk. Beroende på vilka beslut vi fattar kring upplåning och skuldförvaltning påverkas vi i olika hög grad av marknadsrisk. CFaR ger oss en känsla för hur ränteprognoiser kan variera till följd av marknadsförändringar samt vilka marknadsvariabler som har störst inflytande på avvikelser från prognostiserade räntor.

CFaR är alltför kortsiktigt för att använda i policyfrågor av mer strategisk natur, dvs. frågor om statsskuldens långsiktiga sammansättning, löptid etc. Som stöd för dessa typer av beslut använder vi genomsnittlig emissionsränta tillsammans med relaterat riskmått. Genomsnittlig emissionsränta är den ränta som skulden historiskt är upptagen till. Riskmålet är variationer i denna ränta.

CFaR kan vara användbart i det taktiska perspektivet, *givet* andra strategiska beslut. Det kan exempelvis gälla frågor om *hur* en viss duration eller valutafördelning ska uppnås för att den kassamässiga risken ska minimeras. Olika upplånings- och skuldförvaltningsinstrument har olika kassamässiga egenskaper, vilket inverkar på den kortsiktiga marknadsrisken.

EXPONERINGAR OCH RISKFAKTORER

Förväntade räntebetalningar är utsatta för ett stort antal källor till marknadsrisk. I CFaR-modellen har vi renodlat dessa till elva stycken. Målet har varit att skapa en enkel och intuitiv modell som ger en så bra approximation till verkliga förhållanden som möjligt. Vår uppfattning är att de elva riskfaktorerna är ett minimum för att fånga in de väsentligaste delarna av den marknadsrisk vi är utsatta för.

Marknadsrisken kan delas in i tre huvudkategorier – ränterisk, inflationsrisk och valutarisk.

Ränterisk består i att svenska och utländska räntor rör sig åt ett för oss ofördelaktigt håll vid emissioner och återköp av statsobligationer och statsskuldväxlar, samt vid ränteomsättningar på swappar och den dagliga avvecklingen (mark-to-market) av obligationsfutures.

Stigande räntor är negativt för oss vid emissioner genom att emissionspriserna faller och vi får in mindre pengar än förväntat för en given mängd obligationer. Det omvända gäller vid återköp.

En stigande ränta är även negativt vid ränteomsättningar på swappar där vi nettobetalat rörlig ränta. Det omvända gäller för sålda obligationsfutures genom den dagliga avvecklingsmekanismen.¹

Inflationsrisk innebär att KPI stiger och leder till att kupongbetalningar för realobligationer blir högre i nominella termer. Det samma gäller för förfallande realskuld, medan det omvända gäller vid emission av realobligationer.

Valutarisk uppkommer då kronan försvagas genom att kuponger, förfall och återköp i skulden i utländsk valuta leder till högre betalningar räknat i svenska kronor. Vi är även kassamässigt exponerade mot rörelser i euron och eurorelaterade valutor gentemot andra valutor, såsom US dollar och Yen. Denna effekt uppkommer genom den passiva skuldförvaltningen i utländsk valuta, där vi köper och säljer utländsk valuta på termin för att upprätthålla riktmärkets valutaandelar. En viss effekt kommer även från förfallande valutaswappar mellan andra valutor än svenska kronor.

Tabell 1 visar schematiskt vilka riskfaktorer vi använder samt hur vi mäter exponeringen mot dessa. Exponeringen kan definieras som graden av utsatthet mot rörelser i de olika riskfaktorerna, dvs. hur vi påverkas av rörelser i räntor, valutakurser och inflation.

¹ Vi nettosäljer utländska obligationsfutures i stor omfattning för att uppnå måldurationen i statsskulden i utländsk valuta. I dessa kontrakt tjänar vi pengar då räntorna stiger (och futurespriserna faller) genom den dagliga avvecklingen. Då korrelationen är starkt positiv mellan förändringar i svensk och utländsk obligationsränta blir futuresportföljen en form av "hedge" mot risken för stigande svensk obligationsränta vid planerade emissioner.

En förenkling i CFaR-beräkningarna är att vi endast använder *en* ränta eller valutakurs för varje exponering. Det innebär att vi antar att alla emissioner är exponerade mot rörelser i den specifika räntan och att alla valutaexponeringar är mot kron- eller euroindex. Verkligheten är naturligtvis mer komplicerad, men vi anser att förenklingen ändå ger en god beskrivning av risken.

Vidare har vi använt den ränta som så nära som möjligt motsvarar den genomsnittliga löptiden vid emission, samt de valutaförhållanden som bäst motsvarar de underliggande flödena. För valutarisk använder vi två officiella valutaindex, svenskt TCW-index och ECB euroindex.

Tabell 1. EXPONERINGAR OCH RISKFAKTORER I CFaR-MODELLEN

Exponering	Riskfaktor
SSVX – emission och förfall	6-mån SSVX-ränta
Statsobligationer – emission och återköp	5-årig svensk statsobligationsränta
Realobligationer – emission och återköp	10-årig svensk realränta
Ränteomsättningar på rörliga kronben i swappar	3-mån STIBOR
Ränterisk för obligationsfutures i euro	5-årig euro obligationsränta
Ränterisk för obligationsfutures i US dollar	5-årig amerikansk obligationsränta
Ränteomsättningar på rörliga euroben i swappar	3-mån EURIBOR
Ränteomsättningar på rörliga US dollarben i swappar	3-mån USD LIBOR
Realobligationer – emission, förfall, återköp och kuponger	Svensk inflation (KPI)
Utländska obligationer och swappar – emission, förfall, återköp och kuponger	Svenskt kronindex (TCW)
Kortsiktig euroexponering via passiv skuldförvaltning i utländsk valuta.	Euro-index (ECB euro index)

VOLATILITET OCH KORRELATION VARIERAR ÖVER TIDEN

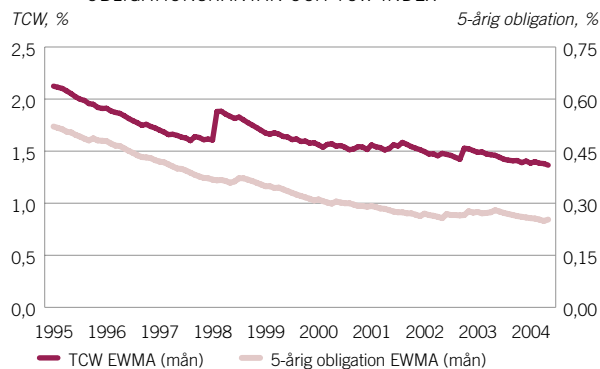
Volatilitet i, och korrelation mellan, riskfaktorerna mäts med hjälp av månadsdata med start i januari 1994. För räntor används absoluta förändringar och för valutaindex och KPI används procentuella förändringar.² Månadsvolatilitet och månadskorrelation varierar över tiden enligt en exponentiellt viktad glidande medelvärdesfunktion (EWMA). Vi har använt samma grundparametrar som RiskMetrics Group

² Vi har valt absoluta förändringar i räntor framför förändringar i logaritmerade räntor. Detta beror på att ränteexponering kopplas till räntevolatilitet via genomsnittlig ränterisk (dollar duration) som mäter exponering mot en given absolut förändring i räntan.

använder för att skatta månadsdata i sina officiella data-serier. EWMA kan definieras som en förenklad GARCH(1,1)-process utan mean reversion.

Figur 1 visar volatilitetsutvecklingen för den 5-åriga svenska obligationsräntan och TCW-index enligt vår EWMA-modell.

Figur 1. VOLATILITETSUTVECKLING FÖR DEN 5-ÅRIGA SVENSKA OBLIGATIONS RÄNTAN OCH TCW-INDEX



Volatiliteten i både den svenska kronan och den svenska 5-åriga obligationsräntan har minskat sedan 1995. Enligt modellen är vi nu i ett läge med historiskt låg risk för båda dessa marknader.

Beräknade volatiliteter och korrelationer enligt EWMA-modellen presenteras i en korrelationsmatris som används för att tillsammans med beräknade exponeringar beräkna ett månadsvärde för CFaR. Detta månadsvärde skalas sedan upp till tidsperioden för ränteprogno sen genom s.k. "roten-ur-tiden"-approximation.³

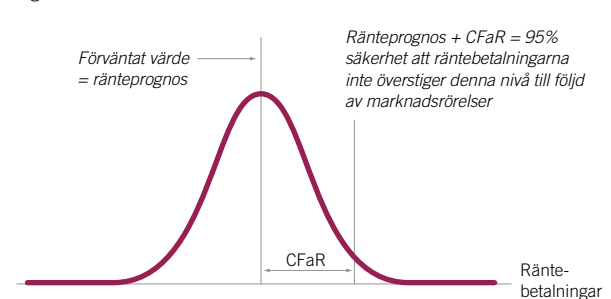
CASH FLOW AT RISK BYGGER PÅ NORMALFÖRDELNING

CFaR är ett statistiskt riskmått. Vi antar att alla exponeringar som påverkar ränteprogno sen är en linjär kombination av normalfördelade variabler. Detta betyder att hela kombinationen, dvs. ränteprogno sen, är normalfördelad. Vi kan därför räkna ut CFaR som 1,65 multiplicerat med prognosperiodens standardavvikelse (volatilitet) för räntebetalningarna, där 1,65 motsvarar 95 procents konfidensnivå för en normalfördelning.

³ Månadsvolatilitet skalas traditionellt till längre perioder genom att multiplicera med roten ur antal månader i perioden. Denna transformering bygger på att volatilitet för samtliga månader är konstant och oberoende över tiden. EWMA-modellen bygger på att månadsvolatilitet varierar från månad till månad och att den inte är oberoende av tidigare observationer. Strikt statistiskt står därför EWMA i konflikt med antagandena bakom "roten-ur-tiden"-approximationen. Det är trots detta en vanlig förenkling som används i praktiken. I vår modell skalas månadsvolatilitet till ränteprogno sens tidsperiod genom att multiplicera med roten ur antal månader i halva perioden. Detta beror på att vi antar att alla förväntade ränteflöden realiseras kontinuerligt över prognosperioden.

Beräkningarna ger oss möjligheten att säga att vi är 95 procents säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga ränteprogno sen med mer än CFaR över prognosperioden. Vi kan också sätta CFaR i relation till ränteprogno sen. Detta ger oss en uppfattning om hur stora fluktuationer som är att förvänta utifrån marknadsrörelser relativt storleken på förväntade räntebetalningar. Detta kan även fungera som ett standardiserat mått för jämförelse över prognosperioder med olika längd.

Figur 2. SANNOLIKHETSFÖRDELNING



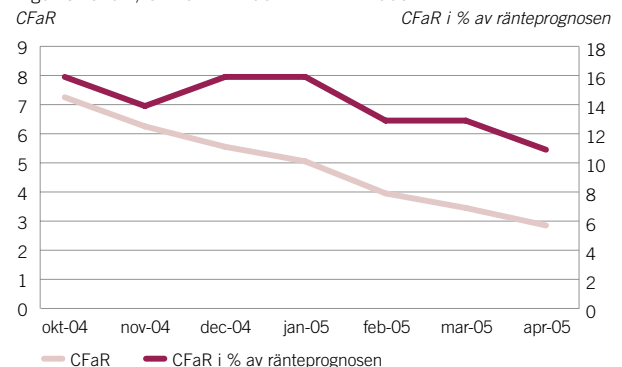
Vi är 95 procent säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga ränteprogno sen med mer än Cash Flow at Risk över prognosperioden

RESULTAT OCH ANALYS – CFaR OCH INCREMENTAL CFaR

Vår senaste CFaR-beräkning visar att vi kan vara 95 procents säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga vår ränteprogno sen med mer än 3 miljarder kronor för perioden fr.o.m. april t.o.m. december 2005 till följd av förändringar i räntor, växelkurser och inflation. Detta är 11 procent av ränteprogno sen.

Den första gången vi räknade fram CFaR för 2005 var i november 2004. Sedan dess gör vi nya beräkningar varje månad. Figur 3 visar utvecklingen för CFaR och CFaR

Figur 3. CFaR, OKTOBER 2004 – APRIL 2005



CFaR har fallit under perioden t.o.m. april 2005 till följd av successivt kortare prognosperiod. CFaR relativt ränteprogno sen har varit stabilare vid 10-15 procent.

relativt ränteprognos. Som framgår av figuren har CFaR fallit under perioden. Detta beror på att prognosperioden har blivit successivt kortare vid varje ny månadsberäkning, eftersom slutdatum hela tiden har varit 12 december 2005.

Av figur 3 framgår även att CFaR relativt ränteprognosen är stabilare än CFaR över hela beräkningsperioden fr.o.m. november 2004. Detta beror på att både CFaR och ränteprognosen har minskat under den successivt kortare perioden.

Först vid beräkningen i juni 2005 kommer periodlängden att förlängas till 18 månader i samband med publicering av lånebehovsprognos och finansiering t.o.m. december 2006. Detta kommer att leda till en högre CFaR i diagrammet. CFaR relativt ränteprognosen förväntas dock fortfarande vara stabil vid 10-15 procent.

CFaR ger ett aggregerat absolut värde på kassaflödesrisk över prognosperioden. För att ytterligare belysa denna risk kan man beräkna s.k. Incremental CFaR (I-CFaR) för respektive riskfaktor. Detta innebär att risken kan dekomponeras så att man ser det enskilda bidraget för respektive riskfaktor.⁴

En beräkning av I-CFaR för prognosperioden ger följande resultat:

Tabell 2. INCREMENTAL CFaR GER ANALYS AV RISKKONCENTRATION

Källa till risk	I-CFaR (%)	I-CFaR (mdr kr)
Valutaeffekter (TCW och euroindex)	65	1,9
Sålda utländska obligationsfutures	21	0,3
Nominella svenska statsobligationer	10	0,6
Summa	96	2,8

Av tabell 2 framgår att valutaeffekter bidrar med 65 procent av CFaR. Detta är den dominerande källan till kassa-mässig risk. Risken består av såväl kronans som eurons rörelser mot andra valutor. Efter valutarisken följer den svenska och utländska obligationsränterisken på totalt 31 procent.

Sålda obligationsfutures minskar den totala exponeringen mot rörelser i positivt korrelerade svenska och utländska obligationsräntor. Total CFaR hade varit något högre om dessa inte ingått i portföljen. Betydelsen av den motgående effekten från utländska obligationsfutures ökar om valutariskens dominans minskar.

⁴ Incremental CFaR är resultatet av att man deriverar total CFaR med avseende på respektive riskfaktor, dvs. man beräknar hur mycket CFaR förändras givet en marginell förändring i exponering mot en given riskfaktor.

SCENARIOANALYS KOMPLETTERAR CFaR

CFaR bygger på antagande om normalfördelade månadsförändringar i riskfaktorerna. Dessutom skär vi normalfördelningen vid 95-procentsnivån, vilket utelämnar fem procent av fördelningen. I verkligheten finns alltid en risk att vi observerar både större, och ett större antal, extrema rörelser än vad som impliceras av normalfördelningen. För att ta hänsyn till detta kan CFaR-beräkningen kompletteras med subjektiva antaganden om extrema marknadsrörelser med hjälp av scenarioanalys.

Vi har tagit fram ett extremscenario för korta räntor, långa räntor, inflation och valutakurs. Scenarioanalysen utförs utan antagande om specifika volatilitets- och korrelationsförhållanden, dvs. korrelationsmatrisen ersätts med antagna förändringar i riskfaktorerna som kopplas till de redan givna exponeringarna.

Följande scenario används:

- Alla korta räntor upp med 3 procentenheter
- Alla långa räntor upp med 2 procentenheter
- Inflation upp med 1 procentenhet
- Kron- och euroförsvagning med 10 procent

Tabell 3. SCENARIOANALYS KOMPLETTERAR CFaR

Scenario	Effekt (%)	Effekt (mdr kr)
Korta räntor upp 3%-enheter	84	5,6
Långa räntor upp 2%-enheter	-16	-1,1
Inflation upp 1%-enhet	-	-
Kron/euroförsvagning med 10%	32	2,1
Summa	100	6,7

Av tabell 3 framgår att scenarioanalys kan ge andra resultat än den strikt statistiskt betingade CFaR-beräkningen. Effekten från chocken i korta räntan dominerar nu den totala risken, medan CFaR-beräkningen visade att valutarisken var dominerande och att obligationsräntan var den näst största riskfaktorn (se tabell 2). Förutom den större chocken i korta räntor förklaras detta av att statistiska volatiliteter och korrelationer satts ur spel.

Den motgående prisrisken mellan svensk obligationsupplåning och sålda utländska obligationsfutures blir en stark hedgning av obligationsränterisk vid det extrema räntescenariot. Vinsten i sålda futures är större än förlusten vid obligationsemissioner. Detta tillsammans med att valutarisk inte tillåts dominera statistiskt leder till att kortränterisken vid statsskuldväxelupplåning och ränteomsättningar på swappar blir mer betydelsefull för total risk.

Martin Lanzarotti, analytiker



MARKNADSINFORMATION

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

STATSKULDEN

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE VOLYMER, 31 MAJ 2005

Förfallodatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2007-08-15	8,00	1037	74 898
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	71 589
2009-12-01	4,00	1048	49 989
2011-03-15	5,25	1045	49 532
2012-10-08	5,50	1046	44 695
2014-05-05	6,75	1041	69 772
2015-08-12	4,50	1049	47 982
2020-12-01	5,00	1047	36 702
Summa benchmarks			498 945
Icke Benchmarks			40 505

STATSSKULDVÄXLAR, UTESTÅENDE VOLYMER, 31 MAJ 2005

Förfallodatum	Miljoner kronor
2005-06-15	74 338
2005-07-20	20 035
2005-08-17	15 048
2005-09-21	60 013
2005-12-21	43 765
2006-03-15	33 788
2006-06-21	21 289
2006-09-20	21 280
Summa statsskuldväxlar	289 556

REALA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE VOLYMER, 31 MAJ 2005

Förfallodatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	34 847
2014-04-01	-	3001	18 887
2015-12-01	3,50	3105	62 580
2020-12-01	4,00	3102	38 219
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	41 917
Summa realobligationer			196 454

KREDITBETYG

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

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2005-06-08	2005-06-15	2005-06-20
2005-06-22	2005-06-29	2005-07-04
2005-07-27	2005-08-03	2005-08-08
2005-08-10	2005-08-17	2005-08-22
2005-08-24	2005-08-31	2005-09-05
2005-09-07	2005-09-14	2005-09-19
2005-09-21	2005-09-28	2005-10-03
2005-10-05	2005-10-12	2005-10-17
2005-10-19	2005-10-26	2005-10-31
2005-11-02	2005-11-09	2005-11-14
2005-11-16	2005-11-23	2005-11-28
2005-11-30	2005-12-07	2005-12-12

STATSSKULDVÄXLAR, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2005-07-20	2005-07-27	2005-07-29
2005-08-03	2005-08-10	2005-08-12
2005-08-17	2005-08-24	2005-08-26
2005-08-31	2005-09-07	2005-09-09
2005-09-14	2005-09-21	2005-09-23
2005-09-28	2005-10-05	2005-10-07
2005-10-12	2005-10-19	2005-10-21
2005-10-26	2005-11-02	2005-11-04
2005-11-09	2005-11-16	2005-11-18
2005-11-23	2005-11-30	2005-12-02
2005-12-07	2005-12-14	2005-12-16

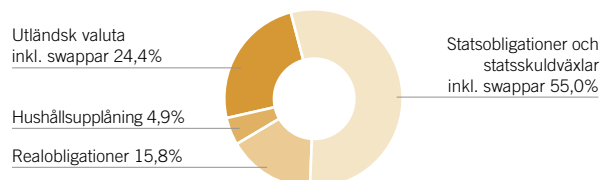
REALA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2005-08-18	2005-08-25	2005-08-30
2005-09-01	2005-09-08	2005-09-13
2005-09-15	2005-09-22	2005-09-27
2005-09-29	2005-10-06	2005-10-11
2005-10-13	2005-10-20	2005-10-25
2005-10-27	2005-11-03	2005-11-08
2005-11-10	2005-11-17	2005-11-22
2005-11-24	2005-12-01	2005-12-06
2005-12-08	2005-12-15	2005-12-20

SKULDSAMMANSÄTTNING

Total skuld 1 246 miljarder kronor

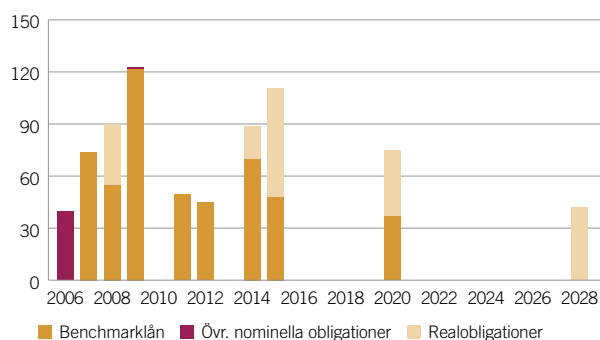
31 maj 2005



FÖRFALLOPROFIL, NOMINELLA OBLIGATIONER OCH REALOBLIGATIONER

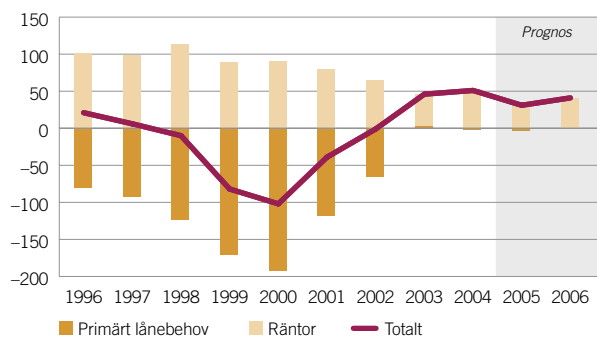
Miljarder kronor

31 maj 2005



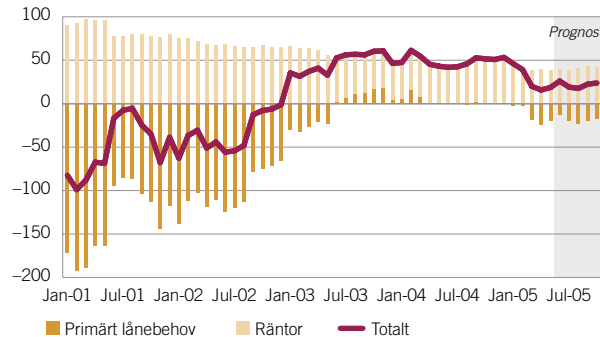
STATENS LÅNEBEHOV 1996-2006

Miljarder kronor



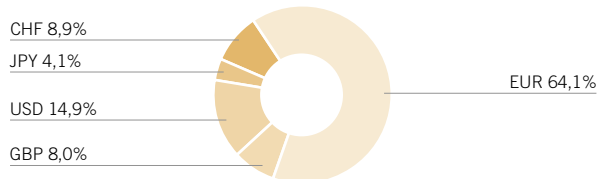
STATENS LÅNEBEHOV, 12-MÅNADERSTAL

Miljarder kronor



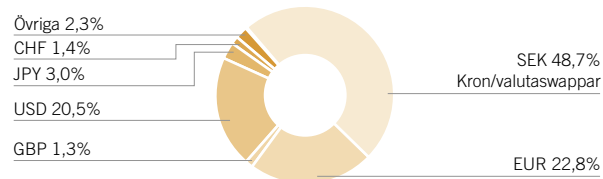
VALUTASKULDENS FÖRDELNING PER VALUTA EFTER DERIVATTRANSAKTIONER

31 maj 2005



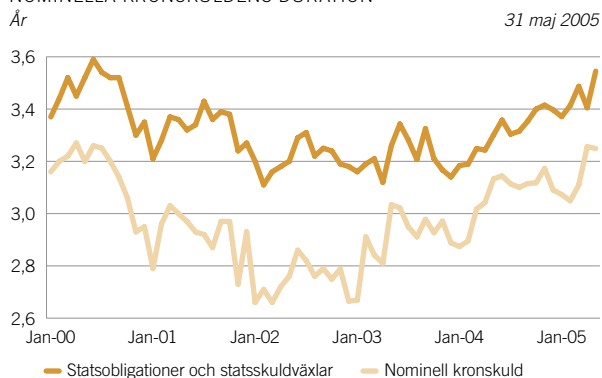
FINANSIERING AV VALUTASKULDEN

31 maj 2005

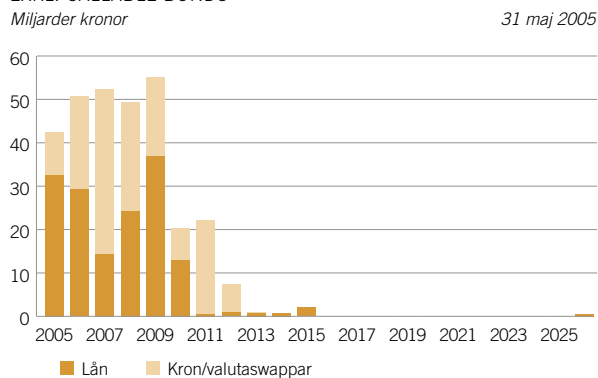




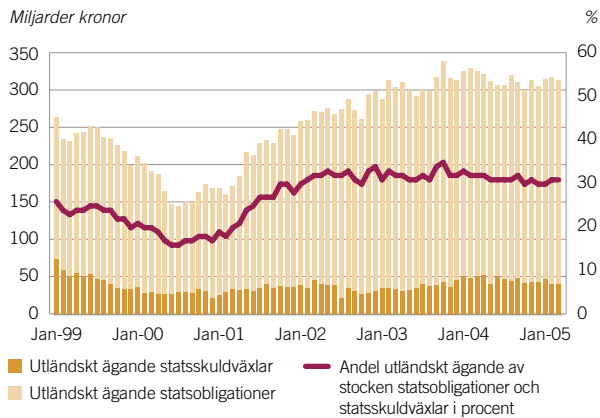
NOMINELLA KRONSKULDENS DURATION



FÖRFALLOPROFIL, LÅN I UTLÄNDSK VALUTA EXKL. CALLABLE BONDS

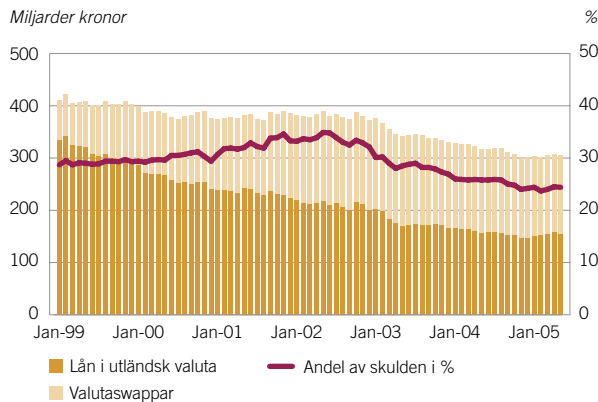


UTLÄNDSKT ÄGANDE AV STATSOBLIGATIONER OCH STATSSKULDVÄXLAR

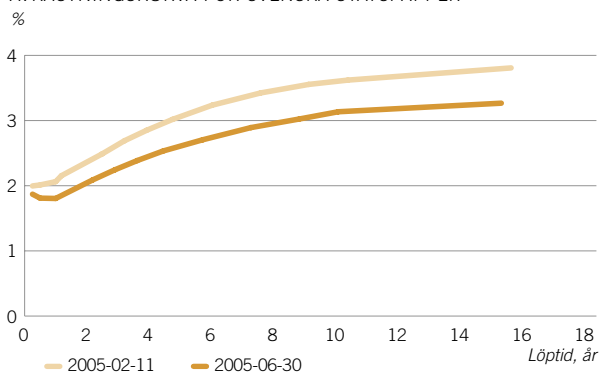


Källa: Riksbanken

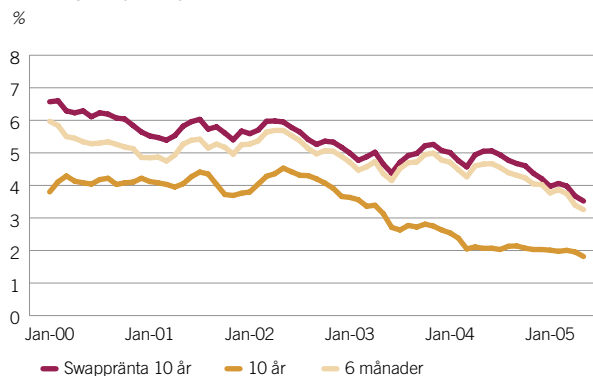
STATSSKULDENS EXPONERING I UTLÄNDSK VALUTA



AVKASTNINGSKURVA FÖR SVENSKA STATSPAPPER



RÄNTEUTVECKLING



Källa: Ecwin

BREAK-EVEN INFLATION



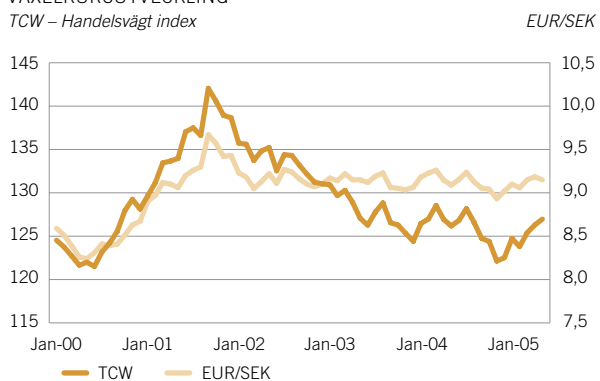
Källa: Ecwin

RÄNTESKILLNAD TYSKLAND



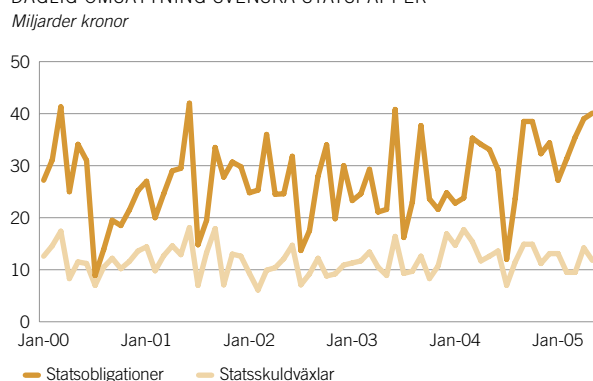
Källa: Ecwin

VÄXELKURSUTVECKLING



Källa: Ecwin

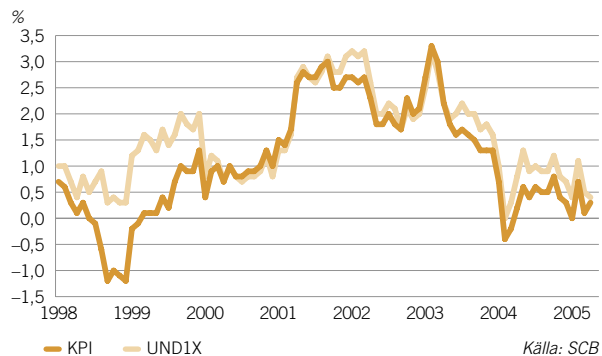
DAGLIG OMSÄTTNING SVENSKA STATSPAPPER



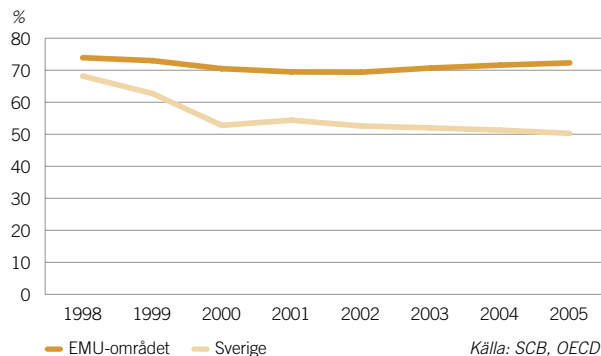
Källa: Riksbanken



INFLATION:
UNDIX OCH KPI I SVERIGE 1998–2005



DEN OFFENTLIGA SEKTORNS KONSOLIDERADE
BRUTTOSKULD I FÖRHÅLLANDE TILL BNP



NATIONALRÄKENSKAPER, PROCENTUELL FÖRÄNDRING

Utbud och efterfrågan	2003	2004	2005	2006
BNP ¹	1,5	3,5	3,0	2,9
Import av varor och tjänster	4,9	6,7	8,0	6,9
Hushållens konsumtionsutgifter	1,5	1,8	2,6	3,1
Offentliga konsumtionsutgifter	0,8	0,3	1,1	0,4
Fasta bruttoinvesteringar	-1,5	5,1	7,6	6,7
Lagerinvesteringar	0,4	-0,3	0,2	0,0
Export	5,0	10,2	6,7	6,1

Andra indikatorer	Mar-05	Apr-05	2003	2004	2005	2006
KPI, årlig förändring		0,3	1,3	0,3	0,7	2,6
Arbetslöshet		5,8	4,9	5,5	5,1	4,6
Bytesbalans	9,0		5,9	7,8	6,9	6,3

¹ 2 438 mdkr (2003 års referenspriser).
Källa: SCB, Riksbanken
Prognoser: Konjunkturinstitutet

	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 26 oktober 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
En återblick på föregående år		2005:1
Gott betyg till Riksgäldskontorets upplåning	<i>Maria Norström</i>	2005:1
Statens likviditetsförvaltning	<i>Anna Sjulander</i>	2005:1
Betalkort och inköpskort – en bra affär för staten	<i>Anita Schönbeck</i>	2005:1
Riktlinjeförslaget i korthet		2004:3
Privatmarknadsupplåning i Sverige och jämförelse med andra länder	<i>Malin Holmlund</i>	2004:3
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 Andrén</i>	2003:1
Lånebehov och finansiering under 2002		2003:1
Så finansieras statsskulden	<i>Thomas Olofsson</i>	2002:3
Swappar i statsskuldsvärdningen	<i>Anders Holmlund</i>	2002:3
Elektronisk handel med statspapper	<i>Tord Arvidsson</i>	2002:3



**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