

# STATSUPPLÅNING

## PROGNOS OCH ANALYS

# 2005:3

### STATENS LÅNEBEHOV

Årsprognosen för 2005	1
Årsprognosen för 2006	2
Jämförelser	3
Månadsprognoser	4
Statsskulden	5

### FINANSIERING

Nominell kronupplåning	6
Realupplåning	8
Valutaupplåning	10
Sammanfattning	10

### AKTUELLT

Riktlinjeförslag för 2006 i korthet	11
Hur och varför Riksgäldskontoret gör prognoser över statens lånebehov	14

### MARKNADSINFORMATION

Statsskulden	20
Finansmarknaden	23
Svensk ekonomi	24
Återförsäljare	24



# HALVERAT LÅNEBEHOV

Riksgäldskontorets nya prognos för statens lånebehov innebär en kraftig nedrevidering för såväl 2005 som 2006 jämfört med vår junirapport. Bedömningen för 2005 är ett lånebehov på 10 miljarder kronor jämfört med 31 miljarder i juni. Lånebehovet 2006 beräknas nu bli 26 miljarder kronor mot 41 miljarder i juni.

Huvudförklaringen till förbättringen för innevarande år är större skatteinkomster än beräknat. Företagen har under sommaren och början av hösten fortsatt att betala in mer skatt än vi räknat med. Troligtvis har vi underskattat företagens vinster för 2004 och 2005. Även momsbetalningarna har varit större än beräknat, vilket skulle kunna bero på högre investeringar hos företagen.

Den förbättrade vinstutvecklingen 2005 får effekt även 2006, vilket är det främsta skälet till att vi reviderar ned lånebehovet för nästa år. En annan förklaring är att vi räknar med något högre skatteintäkter än tidigare till följd av att företagen väntas sätta av mindre pengar i periodiseringsfonder eftersom dessa belagts med ränta.

Det kraftigt minskade lånebehovet för 2005 har kunnat konstateras i de faktiska betalningsflödena, medan prognosen för 2006 är mer osäker. Det är därför viktigt att inte inteckna den förbättring av lånebehovet som förutses för nästa år.

För upplåningen innebär det minskade lånebehovet framför allt att den höjning av volymen vid obligationsemissionerna från två till tre miljarder kronor som aviserats till årsskiftet kommer att senareläggas till juni 2006.

I rapporten presenteras också två artiklar som tar upp aktuella frågeställningar inom Riksgäldskontorets verksamhetsområden. Den första artikeln sammanfattar vårt förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2006 som vi lämnade till regeringen i september. Den andra artikeln presenterar vår prognosverksamhet och de metoder vi använder för att göra prognoser på lånebehovet.

Riktlinjeförslaget överensstämmer i allt väsentligt med de riktlinjer som gäller för innevarande år. Skuldens löptid föreslås vara oförändrad eftersom den grundläggande bedömning som låg bakom förra årets beslut om en förkortning av löptiden fortfarande är giltig. De direkta kostnaderna för kort upplåning är lägre än för lång upplåning.

För att få ett mera ändamålsenligt styrmått föreslås att skuldens löptid ska anges som räntebindningstid i stället för duration. Det innebär att ändrade marknadsräntor inte påverkar styrmåttet och därför inte heller leder till någon förändring av låneplaneringen. Det innebär i sin tur att låneplaneringen blir mer förutsägbar och att Riksgäldskontoret kan undvika onödiga transaktionskostnader för att ligga rätt i löptidsmåttet.

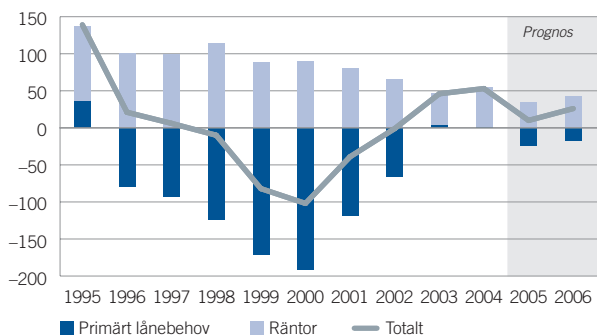
*Bo Lundgren*  
Riksgäldsdirektör



# STATENS LÅNEBEHOV

Riksgäldskontorets prognos för 2005 pekar på ett lånebehov på 10 miljarder kronor. Det är 21 miljarder kronor mindre än i juniprognosen. För 2006 ökar lånebehovet med 16 miljarder kronor till 26 miljarder kronor, trots en fortsatt förhållandevis god tillväxt. Det beror i huvudsak på ökade utgifter i kombination med att skatteintäkterna inte ökar i motsvarande takt.

Figur 1. STATENS LÅNEBEHOV 1995-2006  
 Miljarder kronor



## ÅRSPROGNOSEN FÖR 2005

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2005 pekar på ett lånebehov på 10 miljarder kronor. Det är 21 miljarder kronor lägre än i juniprognosen.

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

	2004	Prognos 2005	Prognos 2006
Primärt lånebehov	-2	-24	-17
Räntor på statsskuden	53	34	43
Lånebehov, netto	51	10	26
Skuldkorrigeringar	-14	23	0
Omvärdering valutalån	-9	20	0
Kortfristiga placeringar	-8	6	0
Statsskuldens förändring	29	39	26
Statsskuden vid årets slut	1 257	1 296	1 322

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskuden) revideras ned med 21 miljarder kronor jämfört med juniprognosen. Den nya prognosen pekar därmed på ett överskott på 24 miljarder kronor. Nedrevideringen förklaras av ökade skattebetalningar på ca 13 miljarder kronor, större tullinkomster på ca 2,5 miljarder, mindre utbetalningar från några olika myndigheter på ca 3,5 miljarder kronor samt ca 2 miljarder kronor lägre utlåning till statliga myndigheter och bolag.

I juni justerade vi ned vår årsprognos med ca 7 miljarder kronor. Vi betraktade då de större inbetalningarna under våren som tillfälliga och att de inte skulle komma att påverka resten av året i någon större utsträckning. Bedömningen att det var fråga om tillfälliga betalningar var i stort sett riktig.

Under de senaste månaderna har dock skattebetalningarna varit betydligt större än väntat och det finns tecken som tyder på att detta är av mer varaktig karaktär. Företagen har fortsatt att betala in mer skatt än beräknat, men till skillnad från de stora inbetalningarna i våras, som huvudsakligen var en effekt av upplösta periodiseringsfonder, verkar de högre företagskatterna nu snarare vara en följd av högre vinster. Även momsinsbetalningarna har varit större än beräknat vilket skulle kunna bero på högre investeringar hos företagen.

Det är fortfarande osäkert hur stor del av prognosförändringen i år som kan hänföras till tillfälliga effekter respektive vad som kan vara ett nivåskifte på grund av bättre utveckling i företagssektorn. Det preliminära taxeringsutfallet avseende inkomståret 2004 indikerar att företagsvinsterna blev större än tidigare beräknat. En del av de höga inbetalningarna av företagsskatt i år kan hänföras till de större vinsterna förra året och en del beror på upplösta periodiseringsfonder. För i år tror vi att större delen av de extra skattebetalningar som ska göras med anledning av återföringar från periodiseringsfonder avseende tidigare inkomståret redan betalats in. Vi kan dock inte redovisa storleken på respektive effekt, eftersom det månadsvisa utfallet bara visar den totala inbetalningen av företagsskatt. Vi kommer dock att kunna göra en säkrare bedömning när den slutliga taxeringen avseende 2004 är klar i december i år.

Riksgäldskontorets *nettoutlåning* till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 21 miljarder kronor, vilket är 2 miljarder lägre än föregående prognos. Det förklaras av att utlåningen beräknas bli mindre till försvaret, CSN och vissa infrastrukturinvesteringar. I prognosen har vi tagit hänsyn till att nettoutlåningen kommer att öka med 7 miljarder kronor på grund av att Riksgäldskontoret kommer att ta över förfallande lån från Stockholmsleder AB och Göteborgsleder AB som dessa har tagit upp med statlig garanti. Riksgäldskontoret tar även över ytterligare lån på 5 miljarder kronor, men lånebehovet påverkas först när lånen förfaller, vilket sker efter 2006.



*Räntebetalningarna* för 2005 beräknas bli 34 miljarder kronor, vilket är oförändrat jämfört med föregående prognos.

### ÅRSPROGNOSEN FÖR 2006

Lånebehovet för 2006 beräknas bli 26 miljarder kronor. Det är 15 miljarder kronor lägre än den prognos vi gjorde i juni. Nedrevideringen beror i huvudsak på att skatterna beräknas bli högre. De skattesänkningar samt en del av de ökade utgifter som annonserades i budgetpropositionen leder inte till några större revideringar eftersom dessa redan var inräknade i vår prognos i juni.

*Det primära lånebehovet* (alla statens betalningar exklusive räntor på statskulden) beräknas visa ett överskott på 17 miljarder kronor. Jämfört med prognosen i juni är det en förbättring med 18 miljarder för statens finanser.

Den svenska konjunkturbilden ser något bättre ut än den som rådde i juni månad när vi gjorde vår förra prognos. Det finns bl.a. tecken på en liten förbättring på arbetsmarknaden. Det är dock inte något som nämnvärt påverkar vår prognos på lånebehovet för nästa år eftersom dessa förändringar inte är så stora. Vår bedömning av lönesummeutvecklingen är därför i princip oförändrad sedan i juni, även om riskerna för en sämre utveckling har minskat.

Nedrevideringen förklaras framför allt av att vi har antagit större skatteintäkter från företag. Vi räknar med att den högre nivån i företagens vinster under 2005 håller i sig även 2006, samtidigt som vi reviderar upp effekten av räntebeläggningen av periodiseringsfonderna. Den stora skillnaden jämfört med juni när det gäller periodiseringsfonderna är att nya avsättningar till periodiseringsfonder nu beräknas bli lägre. Det leder till att den faktiska skatten som betalas in varje månad ökar.

Prognosen för företagsskatterna är ovanligt osäker. Vi vet inte hur stor del av ökningen 2005 som beror på ändrade regler för periodiseringsfonder och hur mycket som beror på större vinster i företagen. Det gör att utvecklingen för 2006 är svårbedömd. Vi räknar med att effekten av återföringar blir lägre 2006 än 2005, vilket leder till lägre extra skattebetalningar. Samtidigt antar vi att avsättningarna till nya periodiseringsfonder minskar under 2006, vilket i sin tur leder till ökade skattebetalningar. Sammantaget leder de minskade avsättningarna under 2006 till att vi reviderat upp företagsskatterna jämfört med i juni. Effekten av de ändrade reglerna för periodiseringsfonderna väntas dock bli mindre 2006 än 2005.

Förutom ökade företagsskatter beräknas även tullinkomsterna bli större. Tullinkomsterna styrs av importutvecklingen genom vår handel med länder utanför EU. Enligt Konjunkturinstitutet (KI) drivs importutvecklingen i högre grad av inhemsk efterfrågan än tidigare. Den allt högre ökningstakten i investeringar och även en starkare privat konsumtion leder till ökad import.

Utbetalningarna till kommunerna har reviderats ned jämfört med i juni. I september 2005 fastställdes de kommunala uppräkningsfaktorer som bestämmer storleken på förskottsutbetalningen till kommunerna 2006 och de blev lägre än vi räknat med. Uppräkningsfaktorerna speglar lönesummeutvecklingen och den kan naturligtvis komma att avvika under 2006 från den fastställda uppräkningsfaktorn. Därför regleras utbetalningarna till kommunerna med två års eftersläpning, när lönesummeutvecklingen för avsett år är fastställd. Om kommunerna exempelvis får för lite pengar i förskott 2006, kommer de att kompenseras för detta genom en positiv slutreglering 2008.

*En jämförelse mellan 2005 och 2006* visar att lånebehovet ökar med 16 miljarder kronor trots en relativt stark konjunktur. Det beror i huvudsak på ökade utgifter i kombination med att skatteintäkterna inte ökar i motsvarande takt. Utgifterna under utgiftstaket, exklusive ålderspensionssystemet, ökar med ca 30 miljarder kronor mellan åren. Det motsvarar en ökningstakt på drygt 4 procent. Framför allt är det utgifter till transfereringar som ökar, därefter till bistånd och universitet och högskolor. Transfereringarna ökar bland annat till följd av förslag i budgetpropositionen om höjda inkomsttak i sjuk- och föräldraförsäkringen samt höjda barnbidrag.

Skatteintäkterna ökar också mellan åren främst genom att skattebaserna blir större när ekonomin växer. Men skattesänkningar och även jobsatsningar, som betalas över statsbudgetens inkomstsida, gör att ökningen i skatteintäkterna inte fullt ut kompenserar för de ökade utgifterna. Större delen av de skattesänkningar som presenteras i budgetpropositionen, framför allt det sista steget i inkomstskattereformen, räknade vi med redan i juni-prognosen. Därutöver innehåller lånebehovet 2005 intäkter som kan betraktas som tillfälliga och därför inte kommer åter 2006.

*Riksgäldskontorets nettoutlåning* till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 15 miljarder kronor 2006, vilket är oförändrat jämfört med föregående prognos.

*Räntebetalningarna* beräknas bli 43 miljarder kronor. Det är 3 miljarder mer än i föregående prognos. Ökningen

förklaras av att räntebetalningarna i utländsk valuta och kursförlusterna i upplåningen i svenska kronor beräknas bli större. Ökningen mellan åren på 9 miljarder kronor förklaras främst av att valutakursvinsterna 2005 på 10 miljarder kronor vänds till en förlust på 3 miljarder kronor 2006. De låga räntenivåerna slår dock successivt igenom på skulden och ger lägre löpande räntebetalningar framför allt i svenska kronor. Det gör att räntebetalningarna trots uppgången mellan åren ändå ligger på en relativt låg nivå.

## JÄMFÖRELSER

### Statens finansiella sparande

Vi redovisar från och med den här rapporten en prognos på statens finansiella sparande. Syftet är att kunna analysera statens ekonomi över tiden på ett bättre sätt. För det lämpar sig det finansiella sparandet bättre än budgetsaldot. För att förenkla framställningen talar vi här om budgetsaldot istället för lånebehovet, vilket är samma sak förutom att det har omvänt tecken.

Vad är skillnaden mellan statens budgetsaldo och statens finansiella sparande? För det första är budgetsaldot kassamässigt och bygger på faktiska betalningar. I det finansiella sparandet periodiseras intäkter och utgifter. Det innebär att betalningarna "bokförs" i den perioden som de avser och inte i den period som de betalas. De viktigaste områden där det får effekter är på statskuldsräntor (kostnadsmissiga räntor används) och på skatter (skatterna

hänförs till rätt inkomstår). Men även på utgiftssidan får det effekter; exempelvis får de förskjutningar av betalningar som gjorts över årsskiften för att klara utgiftstaket ingen effekt på det finansiella sparandet eftersom de läggs tillbaka i rätt period.

För det andra bygger det finansiella sparandet på förändring i statens nettoförmögenhetsställning. Det innebär att försäljningar och köp av finansiella tillgångar inte påverkar det finansiella sparandet eftersom dessa handlingar endast innebär en omfördelning mellan olika tillgångslag (från t.ex. aktier till kontanter). Exempel är försäljning av aktier och extra utdelningar från Riksbanken som påverkar budgetsaldot men inte det finansiella sparandet. Ett annat exempel är statens utlåning till CSN. Här får staten en lika stor fordran på en extern part (studenterna).

Reglerna för att beräkna det finansiella sparandet följer internationell standard, som återfinns i ENS 95 (Europeiska Nationalräkenskapssystemet). Regeringens överskottsmål på 2 procent av BNP per år i genomsnitt över en konjunkturcykel är formulerat i finansiellt sparande. Målet gäller för hela den offentliga sektorn, som förutom staten består av kommunsektorn och ålderspensionssystemet. Det finns inget direkt uttalat mål för statens finansiella sparande, men indirekt går det att räkna fram att det är ca noll procent. Kommunerna ska visa nollresultat och ålderspensionssystemet visar för närvarande ett stabilt överskott på ca 2 procent per år, vilket ger att statens finansiella sparande också ska vara i balans för att målet ska uppnås.

## 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 Lönebildningsrapporten den 13 oktober 2005.

KI räknar med att BNP växer med 2,5 procent i år och 3,2 procent 2006. Konjunkturbilden ser något ljusare ut än vid vårt förra prognostillfälle i juni månad. Arbetsmarknaden är dock fortfarande svag, även om det finns vissa tecken på en förbättring. Tillväxten drivs framförallt av investeringar och privat konsumtion till skillnad från 2004 då exporten var den starkaste tillväxtmotorn. Konsumtion och investeringar är mer gynnsamt för lånebehovet än export. Även om det ser

bättre ut i svensk ekonomi finns det på sikt risker i den internationella konjunkturutvecklingen, vilka givetvis kan få återverkningar på svensk ekonomi.

Riksgäldskontoret gör en försiktigare prognos för lönesummans ökningstakt än KI. Lönesumman är den viktigaste skattebasen och vi bedömer att den kommer att växa med ca 3,5 procent 2005 och med något över 4 procent 2006.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningarna på statskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för den aktuella prognosen var den 12 oktober 2005. Vi har även vägt in utfallet för lånebehovet till och med den 12 oktober 2005.



Tabell 2. STATENS FINANSIELLA SPARANDE 2002-2006, MILJARDER KRONOR

	2002	2003	2004	Prognos 2005	Prognos 2006
Budgetsaldo	4	-47	-51	-10	-26
Justeringsposter	-48	4	27	-9	6
<i>Inleverans riksbanken</i>	-20	0	0	0	0
<i>Försäljning av aktiebolag</i>	0	0	0	-7	-5
<i>Överföring från AP-fonden</i>	-9	-13	-4	-2	0
<i>Utlåning, återbetalning netto</i>	7	10	15	15	15
<i>Kurs- och valutaförluster</i>	11	8	19	-3	11
<i>Periodiseringar, övrigt</i>	-37	-1	-3	-13	-14
Finansiellt sparande	-44	-43	-23	-19	-20

### Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos för innevarande år pekar på ett lånebehov på 10 miljarder kronor, vilket är 18 miljarder kronor mindre än regeringens beräkning i budgetpropositionen. Ekonomistyrningsverket (ESV) och KI räknar med ett lånebehov på 22 respektive 37 miljarder kronor.

Skillnaderna i lånebehov förklaras sannolikt till stor del av att utvecklingen i det primära lånebehovet under de senaste månaderna varit betydligt lägre än de flesta räknar med. Detta har vi nu tagit hänsyn till i vår prognos, men ESV och regeringen redovisade sina prognoser för statens lånebehov i september och KI i augusti.

Vi bedömer att nivåskiftet i lånebehovet kommer att bestå nästa år, vilket leder till att vi även för 2006 räknar med ett betydligt lägre lånebehov jämfört med övriga prognosmakare.

Gemensamt för alla prognosmakarna är att vi tror på en ökning av lånebehovet mellan 2005 och 2006, trots en starkare konjunktur. Detta förklaras till stor del av en expansiv finanspolitik.

Tabell 3. JÄMFÖRELSE MELLAN LÅNEBEHOVSPROGNOSER, MILJARDER KRONOR

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	05	06	05	06	05	06	05	06
Primärt lånebehov	-24	-17	-7	-6	3	1	-13	1
Räntor på statsskulden	34	43	35	43	34	46	35	42
Lånebehov	10	26	28	37	37	47	22	43
Lånebehov med RGK-räntor och försäljningsinkomster	10	26	26	47	36	44	21	43

### 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 månadskifte.

Prognosen för lånebehovet i oktober 2005 är 5,5 miljarder kronor, vilket i stort sett överensstämmer med föregående prognos. Det stora lånebehovet i december förklaras huvudsakligen av stora utbetalningar avseende överskjutande skatt, medan lånebehovet i januari förklaras av den årliga utbetalningen till premiepensionssystemet. I februari görs stora skatteinbetalningar vilket leder till ett överskott denna månad.

Tabell 4. STATENS LÅNEBEHOV 2005-2006, PER MÅNAD, MILJARDER KRONOR

	okt	nov	dec	jan	feb
Primärt lånebehov	4,0	-0,1	25,9	30,2	-31,4
Räntor på statsskulden	1,5	-2,7	9,2	2,8	-0,6
Lånebehov	5,5	-2,8	35,1	33,0	-32,0

## FAKTA

### 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. Tabellen visar en uppskattning av vad olika förändringar innebär för lånebehovet 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 <sup>1</sup>	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-2
Öppen arbetslöshet	4
Räntenivån i Sverige	4
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

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

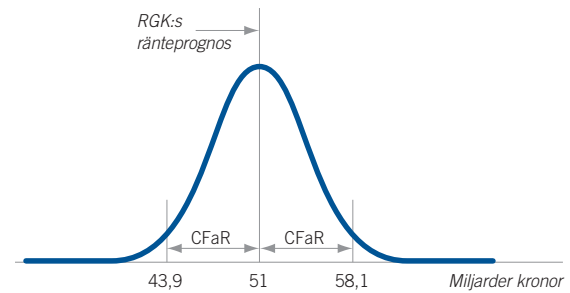
### OSÄKERHETSINTERVALL FÖR RÄNTEPROGNOSEN

Riksgäldskontoret har utvecklat en modell för att beräkna marknadsrisken i våra ränteprognoiser. Vi kallar detta mått Cash-Flow-at-Risk (CFaR) (se "Cash Flow at Risk – ett mått på marknadsrisk för ränteprognoiser", Statsupplåning 2005:2). Måttet visar hur känsliga våra ränteprognoiser är för marknadsrisk mätt som förändringar i räntor, växelkurser och inflation. Mer specifikt anger CFaR en övre gräns för hur mycket räntebetalningarna kan väntas överstiga eller understiga ränteprognoisen under en given tidsperiod och med en viss sannolikhet.

CFaR kan användas för att illustrera osäkerheten i våra ränteprognoiser med hjälp av ett konfidensintervall, där intervallgränserna ges av CFaR vid den 5:e och den 95:e percentilen.

Den nuvarande ränteprognoisen för perioden 30 september 2005 till den 31:a december 2006 uppgår till 51 miljarder kronor, varav 43 miljarder kronor hör till

#### SANNOLIKHETSFÖRDELNING



Vi är 95 procent säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga eller understiga ränteprognoisen med mer än 7,1 miljarder kronor över prognosperioden.

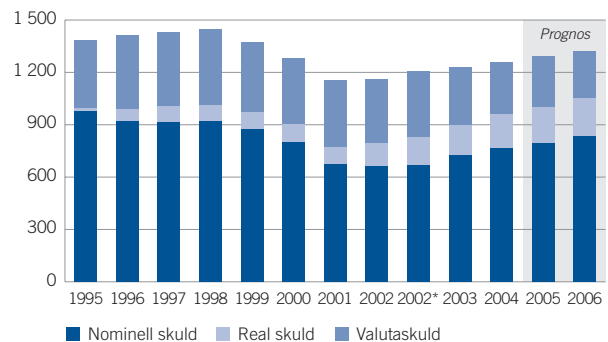
2006. Våra CFaR-beräkningar visar att vi kan vara 95 procent säkra på att räntebetalningarna inte kommer att överstiga eller understiga detta med mer än 7,1 miljarder kronor. Det utgör ca 13,9 procent av ränteprognoisen.

### STATSSKULDEN

Statsskulden uppgick vid utgången av september till 1 258 miljarder kronor. Det är ökning sedan årsskiftet med 0,5 miljarder kronor. Lånebehovet har minskat statsskulden med 28,0 miljarder kronor sedan årsskiftet, medan skulddispositioner och kortfristiga placeringar har ökat statsskulden med 28,5 miljarder kronor. Exempel på en skulddisposition är omvärdering av valutaskulden, vilket påverkar skuldens storlek men inte lånebehovet.

Riksgäldskontoret väger inte in förväntade skulddispositioner i prognosen på statsskuldens utveckling. Statsskulden beräknas därför öka i samma takt som lånebehovet. Vid utgången av 2005 beräknas statsskulden således uppgå till 1 296 miljarder kronor och vid utgången av 2006 till 1 322 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 skuldåttet för 2002.



# FINANSIERING

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer lämnas oförändrad på 2 miljarder kronor per auktion. Under nästa år planeras en höjning till 3 miljarder kronor. Riksgäldskontoret bedömer att det även fortsättningsvis finns förutsättningar att emittera realobligationer för i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt. Upplåningen i utländsk valuta beräknas till 28 respektive 30 miljarder kronor under 2005 och 2006.

Nettolånebehovet beräknas till 10 respektive 26 miljarder kronor för 2005 och 2006. Riksgäldskontoret behöver dessutom finansiera förfallande lån och uppköp. Sammanlagt beräknas finansieringen i obligationer och statsskuldväxlar (statspapper) bli 60 miljarder kronor under 2005 vilket är 23 miljarder kronor lägre än vid prognosen i juni. Anledningen är att prognosen för nettolånebehovet reviderats ned. Under 2006 bedöms finansieringen i statspapper stiga till 86 miljarder kronor.

Tabell 1. FINANSIERING 2004-2006, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Nettolånebehov	51	10	26
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning <sup>1</sup>	-10	-11	-1
Förfallande obligationslån och uppköp <sup>2</sup>	43	61	61
Statsobligationer	21	18	31
Obligationer i utländsk valuta	22	43	30
<b>Summa</b>	<b>84</b>	<b>60</b>	<b>86</b>
Statsskuldväxelupplåning, netto <sup>3</sup>	-35	-36	-5
Obligationssupplåning, brutto <sup>4</sup>	119	96	91
Obligationer i utländsk valuta	10	26	15
Realobligationer <sup>5</sup>	18	14	15
Nominella statsobligationer <sup>6</sup>	91	56	61
<b>Finansiering i statspapper</b>	<b>84</b>	<b>60</b>	<b>86</b>

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

<sup>2</sup> Inga uppköp är planerade under 2005 och 2006 utöver uppköp vid byten.

<sup>3</sup> Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

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

<sup>5</sup> Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 0,9 0,7 0,8

<sup>6</sup> Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 4,0 2,4 2,6

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

Tabell 2. VIKTIGA DATUM

Datum	Tid	Aktivitet
senast 15 nov		Regeringens beslut om riktlinjer för 2006
senast 31 dec		Riksgäldskontorets styrelse: Operativa riktlinjer
1 mars	09.30	Statsupplåning – prognos och analys: 2006:1

## NOMINELL KRONUPPLÅNING

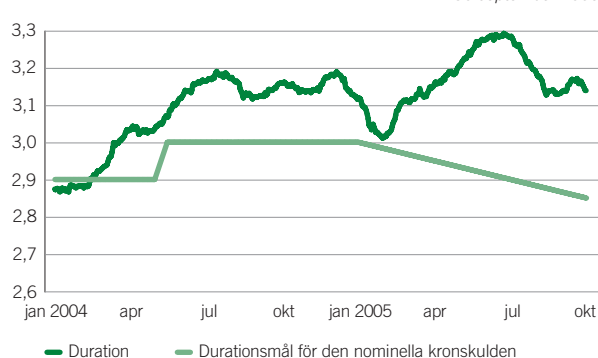
### Nominella statsobligationer

*Emissionsvolymen oförändrad på 2 miljarder kronor per auktion*

Emissionsvolymen behålls oförändrad på 2 miljarder kronor per auktion. Den höjning av emissionsvolymen som var planerad vid årsskiftet senareläggs. Finansieringsbehovet 2006 har reviderats ned jämfört med föregående prognos, men beräknas fortfarande öka jämfört med 2005. Höjningen av emissionsvolymen till 3 miljarder kronor planeras därför till juni 2006 i stället. Vi räknar därmed med att låna totalt 56 respektive 61 miljarder kronor i nominella statsobligationer under 2005 och 2006.

Riksgäldskontoret beslutade i december 2004 att förkorta durationsmålet för den nominella statsskulden från 3,0 år till 2,8 år. Förkortningen ska ske gradvis under 2005. Till följd av lägre lånebehov än beräknat under de senaste månaderna har durationen inte förkortats i planerad takt. Ett lägre lånebehov innebär mindre volymer i växelemissionerna och därmed en längre duration i skulden. Med senareläggningen av höjningen av emissionsvolymen uppnås durationsmålet.

Figur 1. DURATION I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN  
År 30 september 2005



Riksgäldskontoret har föreslagit regeringen att riktmärket för skuldens löptid ska anges i termer av räntebindningstid i stället för duration. Den viktigaste praktiska skillnaden är att förändringar i marknadsräntor, till skillnad från durationen, inte påverkar räntebindningstiden. Riktvärdet för räntebindningstiden i den nominella skulden



föreslås bli 3,1 år, vilket motsvarar en duration på 2,5 år. Riksgäldskontoret kommer i december att besluta om hur räntebindningstiden ska fördelas mellan den nominella kron- respektive valutaskulden. Bytet av löptidsmått beräknas inte påverka upplåningen annat än marginellt.<sup>1</sup>

Som framgår av tabell 3 kommer den utestående obligationsstocken att minska med 27 respektive 22 miljarder kronor under 2005 och 2006.<sup>2</sup> Exponeringen i obligationsräntor, med hänsyn till planerade swappar, beräknas minska med 49 respektive 43 miljarder kronor under 2005 och 2006. Swappar diskuteras närmare under avsnitten om statsskuldväxlar och valutaupplåning.

Tabell 3. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSOBLIGATIONER, NETTO INKL. SWAPPAR, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Nominella statsobligationer, emissioner	91	56	61
Förfall, uppköp och byten	-69	-83	-82
Förändring av nominell statsobligationsstock	22	-27	-22
Swappar, netto	-21	-22	-21
Nominella statsobligationer och swappar, nettoförändring	1	-49	-43

#### Hälften av emissionerna i tioåringen

Obligationsupplåningen görs vanligtvis i de referenslån med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.<sup>3</sup> Emissionerna brukar koncentreras till nya lån för att dessa ska få tillräcklig likviditet.

Den 14 september introducerades en ny tioårig statsobligation, lån 1050, med förfall den 12 juli 2016. Den utestående volymen är nu 24 miljarder kronor. 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 har emissionerna fördelats jämnt mellan de två-, fem- och tioåriga löptiderna under 2005.

Under 2006 kommer emissionerna att fördelas så att ungefär hälften görs i tioårssegmentet. Vi räknar med att göra några enstaka emissioner i de tvååriga respektive femtonåriga löptiderna och resterande i femårssegmentet. Se vidare faktarutan om våra emissionsbeslut.

<sup>1</sup> Se även artikeln Riktlinjeförslaget i korthet, Statsupplåning – prognos och analys 2004:3 s. 11.

<sup>2</sup> Uppgifter om utestående stockar i de olika skuldslagen publiceras i Riksgäldskontorets månadsrapport Den svenska statsskulden.

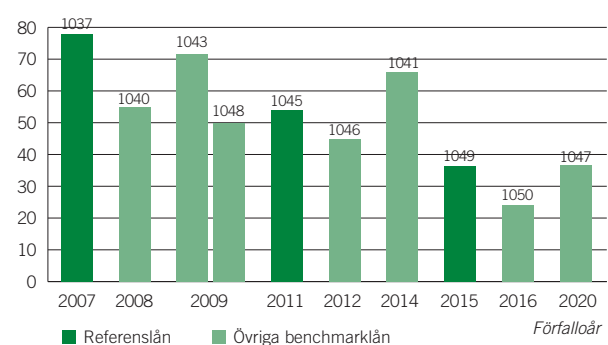
<sup>3</sup> Vilka lån som räknas som referenslån i den elektroniska handeln avgörs av vilka lån som löptidsmässigt ligger närmast två, fem eller tio år. Referenslån ändras emellertid endast vid IMM-datum (tredje onsdagen i mars, juni, september och december) med kriteriet att lånen löptidsmässigt ska 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 4. REFERENSLÅN I DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN<sup>1</sup>

Datum för byten av referenslån (IMM-datum)	2-årigt	5-årigt	10-årigt
1 dag	1037	1045	1049
21 december 2005	1040		1050
21 juni 2006	1043		
21 december 2006		1046	

<sup>1</sup> Övanstående 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 vara oförändrad under 2005 jämfört med 2004. Detta är en minskning med nästan 26 miljarder kronor jämfört med juni-prognosen och speglar att nettolånebehovet under de senaste månaderna varit lägre än förväntat. Under 2006 bedöms växelfinansieringen öka med 31 miljarder kronor jämfört med 2005. Större delen av finansieringsökningen tas således i växlar för att säkerställa den durationsförkortning som genomförts under 2005. Den utestående stocken beräknas öka med 50 miljarder kronor under 2006.

Upplåningen i statsskuldväxlar varierar beroende på säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet. Under slutet av hösten liksom i början av året brukar lånebehovet och därmed växlemissionerna vara relativt stora. Under perioden februari till maj brukar däremot lånebehovet vara lägre. Växelförfallen är koncentrerade till IMM-månaderna, vilket bidrar till relativt stor växelupplåning vid auktionerna under just dessa månader. Växelupplåningen kan dock avvika från det normala mönstret till följd av förändringar i lånebehovet. Se också faktarutan om Riksgäldskontorets emissionsbeslut.



Tabell 5. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULDVÄXLAR,  
NETTO INKL. SWAPPAR, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Statsskuldväxelupplåning, netto <sup>1</sup>	-35	-36	-5
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	50	64	55
Förändring av statsskuldväxelstocken	15	28	50
Ränteswappar, netto	30	38	28
Statsskuldväxelstock & swappar, nettoförändring	45	66	78

<sup>1</sup> Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

#### 45 miljarder kronor i ränteswappar

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

Under 2006 kommer i storleksordningen 45 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort ränteeponering i kronor eller till utländsk valuta. Den beräknade ökningen av swappvolymen i jämförelse med 2005 bidrar till att förkorta durationen och därmed också 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.<sup>4</sup>

Den utestående stocken av swappar beräknas öka med drygt 20 miljarder kronor under både 2005 och 2006. Trots en något större swappvolym nästa år kommer således inte den utestående stocken att öka snabbare.

Om marknadsförhållandena ändras kan den faktiska swappvolymen avvika från prognosen. Swapparna kommer även fortsättningsvis att göras i en relativt jämn takt under året.

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

Tabell 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE SWAPPAR,  
MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Ränteswappar <sup>1</sup>	30	38	30
Valutaswappar <sup>2</sup>	2	2	15
Swappar totalt	32	40	45
Swappar, förfall	-11	-18	-24
Swappar, nettoförändring	21	22	21

<sup>1</sup> Ränteswappar från lång till kort ränteeponering i SEK.

<sup>2</sup> Ränteswappar från lång till kort ränteeponering kombinerat med valutaswappar till utländsk valuta.

## REALUPPLÅNING

### *Oförändrad emissionsvolym*

Efterfrågan på realobligationer har, liksom ränteskillnaden mot nominella statsobligationer, varierat under det senaste halvåret. Ränteskillnaden minskade före sommaren men har vidgats igen under de senaste månaderna.

Hittills i år har vi emitterat realobligationer för ca 9 mdkr. För 2006 räknar vi med att den totala emissionsvolymen blir ca 14 mdkr. Trots periodvis svag efterfrågan bedöms realupplåningen för året som helhet bli i närheten av vår prognos på 15 miljarder kronor från februari. Osäkerheten kring hur realobligationer kommer att hanteras i Finansinspektionens tillsyn av pensionsinstituterna nästa år har nu minskat. Det kan därmed finnas förutsättningar för en växande efterfrågan nästa år. Det är emellertid för tidigt att dra några bestämda slutsatser om efterfrågeutvecklingen. Vår bedömning av marknadsförutsättningarna för realupplåningen är därför oförändrade från juniprognosen. Vi räknar med att emittera i storleksordningen 15 miljarder kronor i årstakt även fortsättningsvis.

Marknadstillväxten är svårbedömd. Årstakten anger endast en ungefärlig uppskattning. Kostnaderna för realupplåningen måste också vara rimliga för att den planerade emissionstakten ska kunna upprätthållas.

### *Flexibla emissionsvolymerna slopas*

Realobligationer emitteras varannan vecka. De annonserade emissionsvolymerna är i normalfallet lika stora vid varje auktion. Med en emissionstakt på 15 miljarder kronor innebär det att auktionsvolymen normalt är 750 miljoner kronor. Större avvikelser kan dock förekomma vid tillfällen då marknadsförhållandena är speciella, t.ex. vid kupongförfall.

Riksgäldskontoret slopar flexibla emissionsvolymerna och kommer fortsättningsvis enbart ha emissioner med fasta volymer. Flexibla volymer innebär att emissionsvolymen vid auktionstillfället kunde ökas med ett i förväg annonserat belopp. Syftet har varit att göra det lättare för oss att möta placerares eventuella efterfrågan på större auktionsvolymerna.

Vi har tidigare framhållit att det är naturligt att lägga större vikt vid förutsägbarheten i auktionerna i takt med att marknaden för realobligationer utvecklas. Efter en dialog med aktörer på realobligationsmarknaden är vår slutsats att vi bör ta ytterligare ett steg i denna riktning. Flexibla emissionsvolymerna, i den form vi använt, anses inte ge tillräckligt god transparens: det är svårt för investerare att genomskåda hur tilldelningen vid auktionen beslutas. Emissioner med fasta och i förväg annonserade volymer

ger bättre förutsägbarhet och underlättar budgivningen och marknadsmässig prissättning av emissionerna. Sannolikt bidrar fasta volymer även till att lånekostnaderna på marginalen kan sänkas. Stor följsamhet mot det bedömda efterfrågeläget och flexibilitet att möta tillfälliga variationer kan framför allt motiveras under ett uppbyggnadsskede. Marknaden får nu, efter drygt tio år, anses ha utvecklats så pass att behovet av förutsägbarhet bör ges prioritet.

#### *Aktuella lån vid emissionerna*

Riksgäldskontoret introducerade en ny realobligation (lån 3106) med förfall den 1 april 2012 vid auktionen den 22 september. Det nya lånet har nu en utestående volym på ca 10 miljarder kronor.

Lån 3101 förfaller år 2008. Avvecklingen av lånet

kommer att ske successivt. Under hösten har knappt 1 miljard av lånet köpts tillbaka vid byten mot det nya lånet 3106. Under 2006 kommer ytterligare maximalt 8 miljarder kronor att bytas mot längre obligationer. År 2007 kommer investerarna att erbjudas bytesmöjligheter motsvarande det återstående utestående beloppet. 2008 kommer inga bytes- eller uppköpsmöjligheter att erbjudas.

Lånen 3106, 3105, 3102 och 3104 kommer att emitteras under 2005 och 2006. Emissionerna kommer, om marknadsförhållandena så medger, att spridas relativt jämnt mellan de olika löptiderna. Baserat på vår bedömning av efterfrågan planeras en viss övervikt för lånen 3106 och 3105. Val av obligation inför varje enskild auktion kommer i huvudsak att följa en i förväg fastställd intern emissionsplan, se faktaruta.

### RIKSGÄLDSKONTORETS EMISSIONSBESLUT

Riksgäldskontorets 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 *Statsupplåning – prognos och analys*.

Inför varje auktion i nominella statsobligationer, realobligationer respektive statsskuldväxlar, beslutas vilken löptid som ska emitteras. Detta beslut baseras på en intern låneplan som beslutas i samband med att vår prognos publiceras. Inför auktionsbesluten finns det möjlighet för återförsäljare och investerare att lämna synpunkter. Vi för dock ingen dialog med våra motparter inför emissionsbesluten, kommunikationen är värdefull för oss men vi tar endast emot synpunkter.

När det gäller *nominella statsobligationer* följer vi i normalfallet låneplanen – det ska inte finnas möjlighet för enskilda aktörer att påverka våra emissionsbeslut. I vissa lägen kan det dock finnas samstämmiga bedömningar om att vissa löptider absolut bör undvikas. Det kan också förekomma att durationsmålet tvingar fram ändringar gentemot låneplanen. Vi har då möjlighet, om vi finner det klart motiverat, att göra avvikelser från låneplanen. Avvikelser är relativt sällsynta.

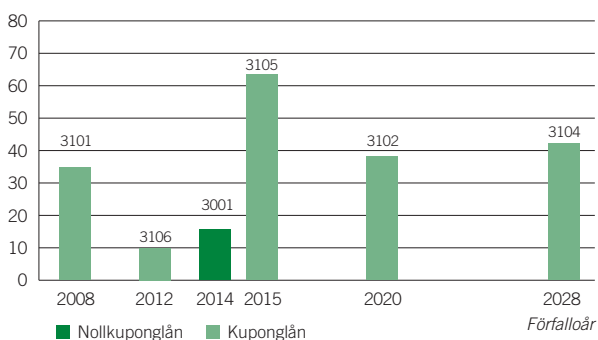
Vid emissioner av *realobligationer* har ingen explicit låneplan fastställts i förväg – även om vi strävat efter en viss spridning mellan olika löptider. Vi kommer nu fortsättningsvis att göra en explicit intern låneplan

även för realobligationer och tillämpa den på i stort sett samma sätt som för nominella obligationer. Vi kommer dock, särskilt inledningsvis, att tillämpa låneplanen för realobligationer med något större flexibilitet. Men även här krävs det relativt entydiga bedömningar för att vi ska avvika.

Beslut om *statsskuldväxlemmissioner* baseras också på en låneplan. Den styrs dels av vår lånepolicy som innebär att vi emitterar en tolv månadsväxel varje IMM-månad (mars, juni, september och december) och en tremånadsväxel de övriga månaderna, dels av vårt kortfristiga finansieringsbehov som varierar mellan månaderna. Upplåningen i statsskuldväxlar varierar beroende på säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet. Växelförfallen är koncentrerade till IMM-månaderna, vilket bidrar till relativt stor växelupplåning vid auktionerna under just dessa månader.

Vår kortsiktiga finansieringsprognos revideras löpande till följd av oväntade förändringar i våra kassaflöden. I praktiken styrs volymer och delvis även val av löptider av det aktuella finansieringsbehovet. Låneplanen måste därför successivt revideras. Utrymmet för att ta hänsyn till marknadsläget är därför begränsat: vi emitterar inte större volymer än vad som motsvarar lånebehovet. Precis som vid obligationsemissionerna har vi en viss flexibilitet och kan göra vissa avvikelser från låneplanen om det t.ex. finns samstämmiga bedömningar om att vissa löptider bör undvikas.

Figur 3. REALA STATSOBLIGATIONER  
Miljarder kronor



## VALUTAUPPLÅNING

Under 2005 och 2006 kommer lån i utländsk valuta för motsvarande 53 respektive 55 miljarder kronor per år att förfalla. Det innebär att vi behöver låna 28 respektive 30 miljarder kronor under 2005 och 2006 i utländsk valuta för att uppnå målet för amorteringstakten på 25 miljarder kronor i årstakt.

Tabell 7. VALUTAUPPLÅNING 2004-2006, MILJARDER KRONOR

	2004	2005	2006
Valutalånebehov, brutto	12	28	30
Valutaamortering	-26	-25	-25
Förfall och valutakursdifferenser	37	53	55
Obligationer i utländsk valuta <sup>1</sup>	22	43	30
Valutaswappar <sup>2</sup>	11	18	21
Realiserade valutakursdifferenser	5	-9	3
Valutaupplåning, brutto	13	28	30
Obligationer i utländsk valuta	10	26	15
Valutaswappar, brutto <sup>2</sup>	2	2	15

<sup>1</sup> Värdet till aktuella växelkurser.

<sup>2</sup> 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)<sup>5</sup> eller genom emissioner av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning på kapitalmarknaden). 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 har varit möjligt att

<sup>5</sup> Emitterade statsobligationer swappas först till kort räntexponering. Rörlig ränta i kronor byts sedan till kort utländsk ränta med en valutaswapp som har samma löptid som ränteswappen. Samtidigt erhåller Riksgäldskontoret den utländska valutans avista då swappen görs. Vid swappförslaget betalar vi samma belopp i utländsk valuta. Valutaswappen skapar på så sätt en skuld i utländsk valuta.

uppnå mycket goda lånevillkor. Hittills har valutalån motsvarande 24 miljarder kronor tagits upp. I januari emitterades en obligation i eurodollar med en volym på 1 miljard dollar med förfall 2010. I oktober emitterades en obligation i eurodollar med en volym på 1,25 miljarder dollar med förfall 2009. Lånens storlek, löptid och publika försäljning till stora institutionella placerare gör dem till benchmarklån. Det återstående lånebehovet under prognosperioden har schablonmässigt fördelats jämnt mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning; se tabell 7. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika från detta scenario.

Vi räknar med att emittera ett eller två benchmarklån även under 2006.

## SAMMANFATTNING

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer lämnas oförändrad på 2 miljarder kronor per auktion. Anledningen är det minskade nettolånebehovet jämfört med juniprognosen. Totalt beräknas obligationsupplåningen bli 56 miljarder kronor i år.

Den tidigare annonserade höjningen av emissionsvolymen till 3 miljarder kronor vid årsskiftet senareläggs till juni 2006. Höjningen motiveras av att finansieringsbehovet ökar under 2006.

Emissionerna i nominella statsobligationer har under 2005 fördelats jämnt mellan de två-, fem- och tioåriga lånen. Under 2006 kommer emissionerna att fördelas så att hälften görs i den tioåriga obligationen. Vi räknar med att göra några enstaka emissioner i de tvååriga respektive femtonåriga löptiderna och resterande i femårssegmentet.

Statsskuldväxelupplåningen är i stort sett oförändrad under 2005 jämfört med 2004. Detta är en nedrevidering jämfört med förra prognosen. Under 2006 beräknas finansieringen med statsskuldväxlar öka med 31 miljarder kronor jämfört med 2005.

Vi räknar med att göra ränteswappar för i storleksordningen 45 miljarder kronor per år. Det är en ökning med 5 miljarder kronor jämfört med 2005.

Riksgäldskontoret räknar med att kunna fortsätta emittera realobligationer i en årstakt på 15 miljarder kronor. Riksgäldskontoret slopar användningen av flexibla emissionsvolymen vid auktioner i realobligationer och kommer i högre grad än tidigare följa ett fastställt internt emissionsschema.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 25 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas uppgå till 28 respektive 30 miljarder kronor under 2005 och 2006.

# RIKTLINJEFÖRSLAG FÖR 2006 I KORTHET

Årets förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning motsvarar i stort gällande riktlinjer. Nytt är att Riksgäldskontoret rekommenderar att riktvärdet för den nominella skuldens löptid ska anges i genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration. Vidare föreslås att utrymmet för Riksgäldskontorets räntepositioner fastställs till 0,5 års duration.

Riksgäldskontoret lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldsvälningen, vilket är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Därtill ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Riksgäldskontoret har i årets riktlinjeförslag särskilt undersökt frågan om vilken löptid statsskulden ska ha. Det arbetet har föranlett en förnyad analys av vad som är ett ändamålsenligt styrmått för statsskuldens löptid.

Huvudpunkterna i förslaget är:

- Andelen valutalån i statsskulden ska långsiktigt minska till 15 procent. Riktvärdet för valutaskuldens amortering under 2006 sätts till 25 miljarder kronor. Riksgäldskontoret får avvika från riktvärdet med  $\pm 15$  miljarder kronor. Inriktningen för amorteringstakten för 2007 och 2008 är 25 miljarder kronor per år.
- Andelen reallån i statsskulden ska långsiktigt öka till 20–25 procent. Ökningstakten ska vägas mot utvecklingen av efterfrågan på realobligationer och kostnaderna för upplåning i andra skuldslag med beaktande av risk.
- Återstoden av bruttolånebehovet täcks genom nominella kronlån.
- Riktvärdet för löptiden (mätt i termer av räntebindningstid) i den nominella kron- och valutaskulden sätts till 3,1 år. Det motsvarar det nuvarande riktvärdet på 2,5 års duration.
- Riksgäldskontoret får ta räntepositioner på maximalt 0,5 års duration.

## STATSSKULDENS LÖPTID

Utvecklingen på räntemarknaden har varit händelserik under det gångna året. Både korta och långa räntor har sjunkit till historiskt låga nivåer. Trots att långa räntor har fallit mer än korta gäller alltså att avkastningskurvan har positiv lutning, dvs. de direkta kostnaderna för kort upplåning är lägre än för lång upplåning. Den grundläggande bedömning om kostnadsförhållandena som låg bakom fjolårets beslut att förkorta löptiden är således fortsatt giltig. Två förhållanden – relationen mellan korta och långa räntor och det aktuella ränteläget – förtjänar dock särskild uppmärksamhet i analysen av vilken löptid statsskulden bör ha framöver.

## Avkastningskurvans lutning

Den senaste tidens ränteutveckling gör att det finns skäl att fråga sig om det skett – eller kan komma att ske – en långsiktig förändring i relationen mellan korta och långa räntor.

En faktor som skulle kunna tala för en flackare avkastningskurva på längre sikt är att försäkringsbolag med långsiktiga pensionsåtaganden, till följd av ändrade regler och de problem som bristande matchning kan ge, väntas vilja hålla mer obligationer. Det skulle leda till ökad efterfrågan på långa obligationer och lägre räntor. Osäkerhet råder dock om hur stora omplaceringar som kan bli aktuella, bl.a. därför att arbetet med regelverket och dess tillämpning ännu inte är färdigt.

Så länge avkastningskurvan har positiv lutning handlar det strategiska valet av löptid i statsskulden om att väga förväntad kostnad mot risk; ju längre löptid, desto högre kostnad och desto lägre ränteomsättningsrisk. Därmed gäller också att ju flackare kurvan är, desto lägre är merkostnaden för att reducera risken. Allt annat lika, och i synnerhet under antagandet att statens syn på avvägningen mellan kostnad och risk inte har ändrats, skulle således en flackning av kurvan kunna motivera att staten förlänger skuldens löptid.

Enligt vår bedömning talar de förändringar som hittills inträffat för att det blivit billigare att minska risken genom en förlängning av löptiden i den nominella skulden. Bedömningen är emellertid osäker eftersom observations-tiden är så pass kort och t.ex. effekterna av den pågående förändringen av regelverken för livbolagen ännu inte är överblickbara.

Frågan är också om den eventuella långsiktiga förändringen är av den storleksordningen att den i sig föranleder en långsiktig ändring av löptiden i statsskulden. Ränteskillnaden mellan kort och lång upplåning (upp till 10 år) är inte anmärkningsvärt låg, sett i ett längre perspektiv. Inte heller är den lägre än de modellantaganden vi gjorde i fjolårets scenarioräkningar, vilka låg till grund för regeringens beslut att förkorta löptiden i skulden. Att enbart jämföra dagens avkastningskurva med dess utveckling under det senaste året kan ge en missvisande bild av de överväganden vi gjort i tidigare riktlinjeförslag. Riksgäldskontoret är därför inte berett att i nuläget förorda en förlängning av löptiden.



### Det aktuella ränteläget

Det finns också anledning att diskutera hur löptiden bör hanteras i ett mer kortsiktigt perspektiv även om utgångspunkten för riktlinjediskussionen ska vara den mer långsiktiga avvägningen mellan kostnad och risk.

Enligt gällande riktlinjer har Riksgäldskontoret mandat att välja ett eget riktmärke för löptiden i den nominella kron- och valutaskulden som avviker från regeringens riktvärde på 2,5 års duration med  $\pm 0,3$  år. Ett beslut att avvika ska hanteras som en position och i första hand bygga på en bedömning av det aktuella ränteläget i förhållande till den långsiktiga ränteutvecklingen och ska primärt utvärderas i marknadsvärdestermerna.

Ansvarsfördelningen mellan Riksgäldskontoret och regeringen innebär att det är Riksgäldskontoret som har till uppgift att löpande följa och anpassa sitt agerande till ränteutvecklingen. Regeringens riktlinjer har ett längre tidsperspektiv och ska framför allt ge uttryck för synen på avvägningen mellan kostnad och risk, även om det inte utesluter att regeringens riktlinjebeslut i vissa fall påverkas av aktuella marknadsförhållanden.

Riksgäldskontoret har hittills inte tagit någon strategisk löptidsposition. Vi har under de senaste åren fortlöpande bevakat frågan om de långa räntorna är så låga att det vore lönsamt att tillfälligt förlänga löptiden för att binda in låga långräntor.

Vår bedömning har varit att det hittills inte funnits tillräckliga skäl för en sådan position. Det har funnits faktorer som talat för att räntorna inte skulle gå upp tillräckligt mycket eller tillräckligt snart för att uppväga de fördringar som följer av en längre löptid i skulden. Hittills har dessa bedömningar visat sig riktiga. Uppgången har inte bara utblivit utan såväl långa som korta räntor har fortsatt att falla.

Riksgäldskontoret diskuterar fortlöpande om och hur vi ska utnyttja det avvikelsemandat som regeringen gett oss. Skulle vi finna skäl att ta en strategisk löptidsposition och dessutom komma fram till att den bör göras större än rådande riktlinjer tillåter, har Riksgäldskontoret möjlighet att vända sig till regeringen med förslag till ändrade riktlinjer.

Eftersom vi inte tagit någon strategisk ränteposition föreslår vi inte heller att regeringen ska ändra riktlinjerna baserat på sådana överväganden.

### BYTE AV LÖPTIDSMÅTT FRÅN DURATION TILL RÄNTEBINDNINGSTID

Riksgäldskontoret förespråkar att riktlinjerna för statskuldens löptid ska anges i termer av räntebindningstid i

stället för duration. Beräkningsmässigt är skillnaden mellan duration och räntebindningstid liten. Bägge utgör mått på den genomsnittliga tiden fram till en obligations framtida kassaflöden (kuponger och inlösningsbelopp). Skillnaden är att medan duration beräknas genom att tiden till varje kassaflöde vägs med kassaflödets nuvärde (beräknat med rådande marknadsräntor), beräknas räntebindningstid genom att tiden till kassaflödena vägs med kassaflödernas nominella värden utan diskontering.

Det främsta motivet bakom förslaget att byta löptidsmått är att räntebindningstid är ett mer ändamålsenligt styrmått för statskuldens löptid än duration, eftersom det inte påverkas av ändringar i marknadsräntorna. Det vi vill kontrollera med valet av löptid är ränteomsättningsrisken, dvs. risken för stora svängningar i kostnaderna för skulden. Det kan man göra genom att styra sammansättningen av kort och lång löptid. Sett i ljuset av detta är det därför mer ändamålsenligt att ha ett styrmått som inte påverkas av ändringar i räntorna. Då påverkas inte vår lånestrategi av ändringarna och sammansättningen av kort och lång löptid blir densamma oavsett ränteläge.

En annan fördel med att byta löptidsmått är att det leder till en tydligare koppling mellan våra upplåningsplaner och våra lånebehovsprognoser eftersom ändringar i marknadsräntan inte längre påverkar upplåningen. Således kommer ett ökat lånebehov leda till större volymer i obligationsemissionerna, medan ett minskat lånebehov leder till mindre volymer. I dagsläget är detta inte givet. I dag kan exempelvis ett ökat lånebehov i kombination med sjunkande räntor innebära att emissionsvolymerna i obligationer sänks. Anledningen är att durationen ökar i skulden då räntan sjunker, vilket måste kompenseras genom att minska löptiden i upplåningen, dvs. minska obligationsemissionerna till förmån för en ökad upplåning i statsskuldväxlar.

Riksgäldskontorets beräkningar visar att med en bibehållen fördelning mellan kort och lång upplåning enligt den låneplan som presenterades i juni prognosen så motsvarar det nuvarande durationsriktvärdet på 2,5 år ett riktvärde för den genomsnittliga räntebindningstiden på 3,1 år.

### RIKSGÄLDSKONTORETS MANDAT FÖR RÄNTEPOSITIONER

Om riktlinjerna för löptiden ändras så att riktvärdet anges i termer av genomsnittlig räntebindningstid i stället för duration, så bör riktlinjerna för Riksgäldskontorets riskmandat anpassas till detta samtidigt som deras innebörd bibehålls.

Riktlinjerna bör därför inte längre uttryckas i termer av avvikelser från riktvärdet, utan bör liksom tidigare anges i termer av duration.

Skälet till att Riksgäldskontorets riskmandat bör uttryckas i termer av duration är att duration inte bara är ett mått på löptid utan även ett mått på räntekänslighet (dvs. hur mycket värdet på en eventuell position förändras om räntan ändras).

Riksgäldskontorets mandat att ta räntepositioner bör fastställas till 0,5 års duration. Därigenom formaliseras och förtydligas det synsätt vi haft, som inneburit att den operativa förvaltningens positionsutrymme legat utanför det av regeringen angivna riskmandatet. Den aktiva förvaltningen i utländsk valuta har under ett flertal år tilldelats ett positionsutrymme på 0,2 års duration. För att inte begränsa denna möjlighet för RGK att via kortsiktiga räntepositioner minska kostnaderna för statsskulden bör det samlade positionsutrymmet sättas till 0,5 år.

#### RIKTLINJER FÖR ANDELSSTYRNING OCH ETT SAMLAT LÖPTIDSMÅTT

Avslutningsvis kan nämnas att Riksgäldskontoret inför årets riktlinjeförslag haft i uppdrag att göra en mer ingående analys av hur fluktuationsintervall kring skuldandelarnas riktvärden bör utformas, samt hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras. De inledande undersökningarna visar dock att frågorna är komplexa och att mer tid behövs för att utreda de operativa konsekvenserna av frågorna. Riksgäldskontoret avser därför att återkomma till frågorna i nästa riktlinjeförslag.

#### 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 statsskuldskörelsen under maj-juni.
- RGK beaktar riksdagens synpunkter i sitt förslag till riktlinjer för efterkommande år.

F  
A  
K  
T  
A

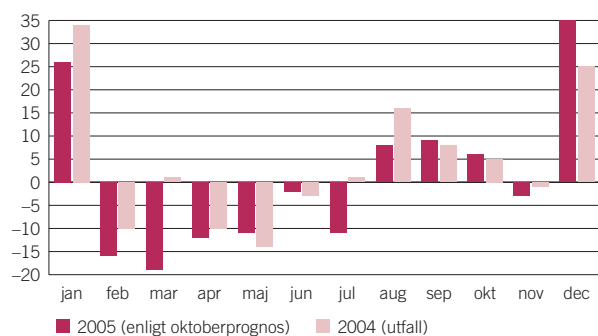


# HUR OCH VARFÖR RIKSGÄLDKONTORET GÖR PROGNOSEN ÖVER STATENS LÅNEBEHOV

Riksgäldskontorets lånebehovsprognoser ligger till grund för vår låneplanering. Årsprognoserna styr i första hand upplåningen på löptider över ett år. De månadsfördelade och dagfördelade prognoserna styr den korta upplåningen i form av exempelvis statsskuldväxlar och dagslån. Genom att vi följer de statliga betalningsflödena på en detaljerad nivå dagligen, och kompletterar med statistik från exempelvis Skatteverket, har vi möjlighet att upptäcka förändringar i betalningsflödena relativt tidigt. Det ger oss en fördel gentemot andra prognosmakare. Träffsäkerheten i prognoserna ger god framförhållning i upplåningen och bidrar därmed till lägre räntekostnader för staten.

Statens lånebehov varierar varje dag och månad och även om årets totala lånebehov kan vara negativt (budgetöverskott) finns det fortfarande vissa dagar och månader under året när vi måste låna. Generellt sett lånar staten mindre under våren. Det hör bland annat ihop med skattesystemets utformning, där våren är den tid när större delen av den kompletterande skatten betalas in.

Figur 1. Månadsfördelat lånebehov 2004 och 2005  
Miljarder kronor



Staten har sina största lånebehov i januari och december. Februari till maj görs stora skattebetalningar och staten har ett negativt lånebehov.

## VARFÖR GÖR RGK LÅNEBEHOVSPROGNOSEN?

RGK är inte den enda myndigheten som gör prognoser på lånebehovet. Konjunkturinstitutet (KI) och Ekonomistyrningsverket (ESV) gör lånebehovsprognoser fyra gånger per år. Dessutom publicerar regeringen prognoser för lånebehovet två gånger per år, i april och i september. Skulle vi då inte kunna använda dessa prognoser i vår verksamhet?

Nej, det kan vi inte eftersom vi har ett annat syfte med våra prognoser. Våra prognoser ska ligga till grund för vår låneplanering. Syftet med KI:s prognoser på de offentliga finanserna är att beräkna det finansiella sparandet.

ESV:s prognoser är i sin tur konsekvensberäkningar i den meningen att de utgår ifrån nu gällande regler, eftersom deras syfte är att fungera som beslutsunderlag för framtida finanspolitik. Slutligen, syftet med regeringens prognoser är att fastställa ramarna för statsbudgeten.

Eftersom syftet skiljer sig åt mellan oss och de andra myndigheterna hanterar vi också prognosfrågorna på olika sätt. Regeringen räknar exempelvis schablonmässigt med 15 miljarder kronor i utförsäljningsinkomster varje år utan att det finns några beslut om statliga utförsäljningar. De senaste tre åren har försäljningsinkomsterna emellertid varit mycket låga. I gengäld fick staten in ca 60 miljarder kronor när delar av Telia såldes ut år 2000. Att schablonmässigt räkna med 15 miljarder kronor i försäljningsinkomster leder därför till överskattade eller underskattade lånebehovsprognoser.

Våra prognoser fungerar som underlag i låneplaneringen och vi har därför valt att invänta eventuella beslut om försäljningar innan vi tar med det i prognosen. I vissa fall försöker vi dock väga in effekten av framtida finanspolitik i våra prognoser. Exempelvis räknade vi redan i juniprognosen med att det sista steget i skattereformen kommer att genomföras 2006. Prognosmissar kan leda till dyrare upplåning för staten. Därför är målet att göra den mest sannolika bedömningen av lånebehovet.

Vi har en viktig fördel gentemot övriga prognosmakare genom att vi följer statliga myndigheters in- och utbetalningar dagligen. Det ger oss möjlighet till en direkt avstämning mellan utfall och prognos. Vi får därigenom en unik inblick i statens betalningsflöden, något som kan utnyttjas i prognosarbetet. Dessutom är räntorna på statskulden och myndigheternas in- och utlåning en del av Riksgäldskontorets verksamhet. Detta innebär att vi har den detaljerade informationen som är nödvändig för att prognostisera dessa flöden. Det resulterar i att vi bistår både regering och andra myndigheter med prognoser på



räntebetalningar och nettoutlåning, vilka sedan ligger till grund för deras egna beräkningar.

En annan fördel med att göra egna beräkningar av lånebehovet är att vi kan göra en självständig bedömning av statens inkomster och utgifter bland annat baserad på vår egen analys av de makroekonomiska förutsättningarna. Vi utgår alltid från KI:s senaste bedömning av den ekonomiska utvecklingen, men har möjlighet att anpassa den till hur vi tycker att statens in- och utbetalningar förhåller sig till KI:s syn på ekonomin. Vi kan även välja detaljeringsgrad och tidpunkt för våra beräkningar samt hur många gånger per år vi vill uppdatera beräkningarna.

## HUR GÖR RGK LÅNEBEHOVSPROGNOSENER?

### Definition av statens lånebehov

Statens lånebehov är det samma som statens budgetsaldo fast med omvänt tecken. Ett lånebehov uppstår av två anledningar. För det första måste staten låna om utbetalningarna från staten är större än inbetalningarna till staten. För det andra måste staten låna för att betala tillbaka utestående lån som förfaller. Sammantaget kallas alla kassaflöden

till och från staten för nettolånebehov. Summan av nettolånebehovet och förfallande lån kallas bruttolånebehov.

Vi kommer i den här artikeln att enbart tala om statens lånebehov i bemärkelsen statens nettolånebehov, och vi kommer inte att gå in närmare på finansieringen av förfallande lån. För ytterligare information om likviditetsförvaltningen se artikel i *Statsupplåning – prognos och analys 2005:1*.

### Beräkning av lånebehovet

Vi använder oss av en bottom-up metod. Först delar vi in lånebehovet i ca 50 prognosflöden, där ett prognosflöde motsvaras av en myndighet. De myndigheter som är så små att deras in- eller utbetalningar under ett år summeras till mindre än en miljard kronor slås dock ihop till en övrigtpost. Därutöver tillkommer prognosflöden avseende RGK:s in- och utlåning till myndigheter och statliga bolag samt räntor på statsskulden. För varje prognosflöde gör vi en månadsfördelad årsprognos och sedan summeras alla enskilda prognosflöden till en månadsfördelad årsprognos för statens lånebehov.

Vissa större prognosflöden (myndigheter) har *delflöden* som också prognostiseras. På så sätt kan vi följa exempelvis utbetalningar av pensioner, barnbidrag och sjukpenning som alla betalas ut av Försäkringskassan. Metoden vi använder för att beräkna de olika prognosflödena skiljer sig en del åt beroende på vilka slags in- och utbetalningar det rör sig om. För de mindre myndigheterna räcker det med att följa prognoserna i budget- och vårpropositionen, medan det för större myndigheter krävs egna beräkningar.

När vi gör egna beräkningar väger vi in vår syn på den makroekonomiska utvecklingen. Det är framför allt på områden där vi har tillgång till regelbunden statistik som vi kan ha en annan uppfattning än KI. För de löne- och konsumtionsbaserade skatterna får vi ett kvitto varje månad på hur väl vår prognos stämmer överens med utfallet. Om det skulle vara så att vi tycker att lönesummans utveckling ser svagare ut än vad KI räknar med i sina prognoser justerar vi vår prognos för innevarande år och för det mesta även nivån för nästkommande år.

Generellt sett påverkar BNP-utvecklingen i sig inte lånebehovet särskilt mycket på kort sikt, utan det är faktorer som direkt påverkar arbetsmarknaden och hushållens konsumtion som har störst effekt. En minskning i

## FAKTA

### STATENS LÅNEBEHOV OCH DESS UPPDELNING

Statens lånebehov kan delas upp på *primärt lånebehov* och *räntor på statsskulden*. Det primära lånebehovet består i sin tur av *primärt saldo* och *Riksgäldskontorets in- och utlåning till myndigheter och statliga bolag*. Det primära saldot är nettot av alla statliga in- och utbetalningar kopplade till statsbudgeten exklusive räntor på statsskulden. Vi använder den här uppdelningen för att kunna följa statens betalningar under dagen. Den dagliga uppföljningen inriktas framför allt på det primära saldot.

Primärt saldo
+ RGK:s nettoutlåning till myndigheter och statliga bolag
-----
= Primärt lånebehov
+ Räntor på statsskulden
-----
= Statens lånebehov



arbetslösheten får exempelvis stor effekt på lånebehovet genom att utgifterna för arbetslöshetsersättningen minskar samtidigt som staten får in mer skatteintäkter.

### Exempel på prognosflöden

#### *Försäkringskassan*

Försäkringskassan är den myndighet som svarar för de största utbetalningarna och är därmed det största myndighetsflödet. Under 2004 betalade Försäkringskassan ut drygt 600 miljarder kronor, vilket motsvarar ca 35% av de totala utbetalningarna.

Försäkringskassan administrerar de försäkringar och bidrag som ingår i socialförsäkringen. Totalt finns över 50 olika förmåner eller bidrag. Vi prognostiserar dock inte var och en av de olika förmånerna, utan summerar liknande förmåner till ett tiotal delflöden. Exempelvis görs en gemensam prognos för samtliga former av pensionsutbetalningar. Därutöver svarar Försäkringskassan för utbetalningar till AP-fonderna och PPM av den del av arbetsgivaravgifterna som ska finansiera pensionssystemen. På motsvarande sätt rekvirerar man pengar från AP-fonderna varje månad för utbetalningar av pensioner.

Prognoserna grundas till stor del på statistik från myndighetens egna budgetuppföljningar, framförallt när det gäller antalet personer som erhåller en viss förmån och storleken på den genomsnittliga ersättningen. Därutöver grundas prognosen på anslagsberäkningarna i budget- och vårpropositionerna från regeringen, SCB:s senaste befolkningsprognos och KI:s makrobild.

Senast kända utfall skrivs fram med hjälp av de makroekonomiska förutsättningarna, med hänsyn tagen till befolkningsutveckling och eventuella regeländringar. De makroekonomiska variabler som har störst påverkan på socialförsäkringens utbetalningar är förändringar i prisbasbeloppet, timlöneutvecklingen och inkomstindex. På kort sikt är det framförallt förändringen i antalet förmånstagare som får effekt.

#### *Räntor på statsskulden*

Räntebetalningarna på statsskulden är en del av statens lånebehov. Riksgäldskontoret betalar räntorna på statsskulden och har ett särskilt anslag för detta. Räntorna på anslaget är kassamässiga. Det innebär att det är de räntor som faktiskt betalats under en viss period som redovisas. Exempelvis belastar räntebetalningen för en statsskuldväxel anslaget först på förfalldagen eftersom det är då som räntan betalas ut. För obligationer är det den faktiska kupongbetalningen som belastar anslaget.

Osäkerhetsfaktorer i ränteprognosen är bland annat kurseffekter vid emission och tillbakaköp av obligationer, vinster och förluster på derivatinstrument samt växelkurser. När Riksgäldskontoret emitterar eller köper tillbaka obligationer uppstår en kurseffekt som förenklat är skillnaden mellan marknadspris och nominellt belopp. Kurseffekter på obligationer och vinster/förluster på derivatinstrument bokförs som en minskning eller ökning av räntebetalningarna. De kan uppgå till en betydande del av de totala räntebetalningarna under ett år.

Underlaget för prognosen på räntebetalningarna utgörs av samtliga utestående instrument i statsskulden. Ovanpå det görs en finansieringsplan för vilken upplåning som kommer att ske under prognosperioden. Det som ska finansieras är förenklat förfallande lån och statens nettolånebehov. I beräkningen finns möjlighet att lägga in scenarier för framtida ränte- och valutakursutveckling. Men vi har valt att använda så kallade stoppkurser. Det innebär att vi tar de räntor och valutakurser som råder när vi gör beräkningen och håller dem konstanta för hela beräkningsperioden. Det går att diskutera om det är möjligt att göra bättre prognoser på räntebetalningarna med en annan metod för framtida ränte- och valutakursutveckling. Hittills har vi dock valt att använda stoppkurser.

Utvecklingen för framtida räntor och valutakurser är givetvis osäkerhetsfaktorer för prognosen på räntebetalningarna. Ränteförändringar slår på kort sikt igenom främst på den korta upplåningen eftersom den sätts om ofta och på den långa upplåningen genom kurseffekter p.g.a. förändrat marknadspris på obligationer. Valutakurser påverkar räntebetalningarna när lån förfaller och när derivat sätts om. Andra osäkerhetsfaktorer är att storleken på statens lånebehov och också att finansieringsplanen kan komma att ändras.

#### *Skattekontot*

Skattekontot som prognosflöde skiljer sig från de andra flödena genom att det är mer beroende av den makroekonomiska utvecklingen. Dessutom kan de skatter som betalas in ett visst år ha sitt ursprung ett eller flera år tillbaka i tiden.

Inom skattekontot finns de flesta skatterna, som till exempel preliminär A-skatt, företagsskatt, moms och punktskatter. Skattekontots konstruktion innebär dock att vi bara vet hur mycket som betalats in och ut totalt varje dag. Uppdelningen på respektive skatteslag får vi först några dagar in i efterföljande månad. Då vi gör prognoser per skatteslag är detta problematiskt. Skattekontot

prognostiseras genom att senaste utfallsåret skrivs fram med den ekonomiska utvecklingen inom det för skatten avsedda området. Till det räknas effekten av eventuella regelförändringar ut och läggs till beräkningen. Preliminär A-skatt och arbetsgivaravgifter skrivs således fram med lönesummans utvecklingstakt, medan moms och punktskatter skrivs fram med bland annat utvecklingen av hushållens konsumtionsutgifter.

På skattekontot görs även inbetalningar som avser skatter som inte preliminärinbetalas, till exempel kapitalskatt och förmögenhetsskatt. Dessa skatter betalas in av den skattskyldige i efterhand. Vi kallar dessa inbetalningar för *kompletteringsbetalningar*. De kan avse flera olika inkomster och skatter och är därför svåra att prognostisera och att följa upp (se mer om detta nedan).

### Dagfördelade prognoser

Alla våra prognosflöden dagfördelas med tre månaders framförhållning. I praktiken går det till så att vi definierat olika fördelningsnycklar för olika prognosflöden (ibland per delflöde) och månader. En stor del av statens betalningar är regelstyrda. Vi vet till exempel att pensioner betalas ut den 18:e och 19:e i varje månad, samtidigt som en stor del av skatteinbetalningarna sker den 12:e. Dagfördelningen är viktig för den korta upplåningen, dvs. kassahanteringen.

Dagsprognoserna uppdateras löpande beroende på ny information. Det kan exempelvis vara så att en myndighet meddelar oss att en större betalning ska göras eller att den flyttas från ett datum till ett annat. Ibland kan prognoserna till och med uppdateras under innevarande dag.

Figur 2 visar hur primärsaldot (dvs. statens betalningar exklusive RGK:s nettoutlåning och räntor på statsskulden) kan variera mellan olika dagar under en typmånad (i det här fallet april). Exempelvis betalas det in skatt till staten den 12:e och 26:e, medan kommunerna

får sina pengar från kommunalskatten och statsbidragen runt den 21:a.

Det dagliga upplåningsbehovet kan dock vara betydligt större än primärsaldot som visas ovan beroende på förfallande lån, räntor och nettoutlåning. Inkluderar vi de förfallande lånen finansierar Riksgäldskontoret i genomsnitt ett dagligt kassamässigt underskott på 15-20 miljarder kronor. Det dagliga saldot varierar dock kraftigt. En fjärdedel av dagarna placeras ett överskott som ofta är 10-15 miljarder kronor. Vissa dagar kan överskottet till och med vara så stort som 30-40 miljarder kronor, medan underskotten kan vara så stora som 40-50 miljarder kronor.

### UPPFÖLJNING AV PROGNOSENA

Vi följer upp våra prognoser per dag, månad och år. Den dagliga uppföljningen sker som en del i likviditetsförvaltningen och de dagar då vi har stora avvikelser mellan prognos och utfall har vi möjlighet att justera prognosen. Vi kan justera dagsprognosen under samma dag eller i förväg beroende på när vi får informationen. Månadsutfallet publiceras den femte bankdagen i varje månad på RGK:s hemsida. Årsutfallet publiceras fem bankdagar efter nyår.

Om det uppstår en stor differens mellan prognos och utfall under en dag, startar vi något som kan liknas vid ett detektivarbete. Vi försöker först ta reda på om differensen beror på att vi fått in mer eller mindre pengar än vad vi räknat med eller om det är utbetalningarna som avvikit från prognosen. Om vi vet att någon myndighet ska göra en stor utbetalning under månaden kontrollerar vi om de avvikit från sin utbetalningsplan.

Senast dagen därpå får vi i utfallssystemet reda på om en myndighet haft en stor avvikelse gentemot prognos. För de flesta prognosflöden betyder en oväntad betalning oftast en förflyttning i tiden och leder då endast till en justering av lånebehovet resterande dagar i månaden. När det gäller skatterna har vi dock ingen information om vilka slags skatter som betalats förrän månaden är slut. Det kan därför vara svårt att avgöra hur en prognosavvikelse påverkar lånebehovet resten av månaden eller året (se nedan).

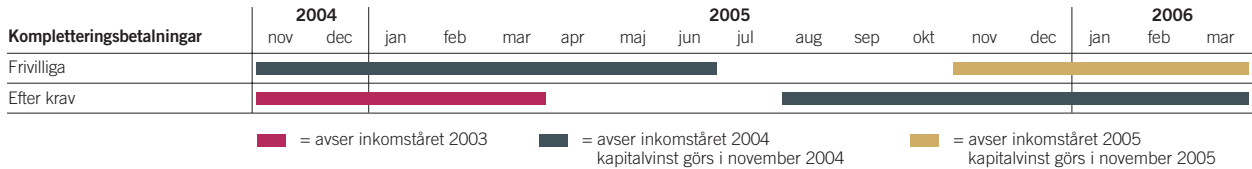
### AVVIKELSER I PROGNOSENA – EXEMPEL SKATTEKONTOT

Lånebehovet varierar varje månad och varje dag. För det mesta är det de kompletterande skatteinbetalningarna som ger upphov till de största prognosavvikelserna, dels storleksmässigt, dels tidsmässigt.

Figur 2. Dagfördelat primärsaldo – april 2005  
Miljarder kronor



Figur 3. Kompletteringsbetalningar – exempel på betalningsflöden



Alla som har deklarerat någon gång vet att den slutliga skatt som man ska betala för ett år sällan stämmer överens med den preliminära skatten man redan betalat. Ibland har man betalat för lite och blir skyldig staten pengar i form av kvarskatt, andra gånger har man betalat för mycket och får tillbaka pengar i form av överskjutande skatt.

Vad beror detta på? För såväl enskilda personer som företag gäller att största delen av inkomsterna beskattas preliminärt varje månad. Med löneinkomster är det förhållandevis enkelt. Arbetsgivaren drar skatt på utbetalad lön. När hushåll och företag realiserar vinster, t.ex. säljer fastigheter eller värdepapper, blir det dock svårare. I väntan på att den slutliga avstämningen av inkomståret görs året efter, blir det hushållets/företagets eget ansvar att räkna ut hur mycket kompletterande skatt som ska betalas på kapitalvinsten.

Om en person eller ett företag realiserar en kapitalvinst ett år har den/det möjlighet att betala in skatt under flera år. Anta till exempel att en person gjorde en kapitalvinst i november 2004. Den här personen har då möjlighet att antingen göra frivilliga inbetalningar mellan november 2004 och juni 2005 eller betala efter krav någon gång mellan augusti 2005 och mars 2006 (beroende på när han/hon får sitt slutskattebesked). Detta illustreras i figur 3.

Genom att studera inbetalningsmönstret (se exempel i figur 3) kan man se att en stor del av de kompletterande skatteinbetalningarna avseende ett visst år görs mellan januari och juni året efter. Under årets första månader görs såväl frivilliga inbetalningar som inbetalningar efter krav. Det betyder att de kompletterande inbetalningar vi ser på skattekontot avser den ekonomiska utvecklingen både ett och två år tillbaka i tiden. De totala kompletteringsbetalningarna under ett år kan i sin tur hänföras till tre olika inkomstår. För att kunna avgöra hur resten av året påverkas av en prognosavvikelse måste vi därför försöka uppskatta hur stor del av avvikelsen som

är frivilliga inbetalningar respektive inbetalningar efter krav.

En anledning till att de kompletterande skatteinbetalningarna kan avvika från prognos är att inbetalningsmönstret kan ha ändrats. Det behöver med andra ord inte innebära att de *totala* inbetalningarna blir högre eller lägre än vad vi räknat med. Det kan till exempel röra sig om lägre frivilliga inbetalningar i februari, vilket senare kompenseras av högre inbetalningar i juni.

Det finns ett krav att kompletterande skatt ska betalas in senast 12 februari om man har ett underskott på skattekontot som överstiger 20 000 kronor, annars får man betala ränta på det belopp som överstiger 20 000 kronor. Detta krav leder till att inbetalningarna i februari är större än de andra månaderna. De senaste åren har det dock sett ut som om inbetalningarna inte är lika koncentrerade till februari som tidigare. Förra året gjordes nästan inga frivilliga inbetalningar i juni, medan de i år uppgick till nära 5 miljarder kronor.

Eftersom skattekontot är relativt nytt är det svårt att dra några slutsatser om hur ett normalt betalningsmönster ser ut. Det går alltid att spekulera i om storleken på hushållens och företagens vinster har betydelse för när de frivilliga inbetalningarna sker. Det kan även vara så att det ökade antalet förenklade självdeklarationer och de nya möjligheterna att deklarerat via telefon och internet har lett till senare inbetalningar.

En annan förklaring till varför de kompletterande skatteinbetalningarna avviker från prognos kan vara att vi har över- eller underskattat hushållens och/eller företagens kapitalvinster. Det slutliga utfallet på hur stora vinster hushåll och företag gjort får vi reda på först i december året efter inkomståret. Ovanligt stora kompletterande skatteinbetalningar kan vara en indikation på att vinsterna varit större än vi räknat med. Men det är egentligen först när vi får det första preliminära taxeringsutfallet i mitten av augusti året efter inkomståret som vi kan skapa oss en bättre bild av vinstnivåerna.



### PÅVERKAN PÅ ÅRSPROGNOSEN

Sammantaget innebär detta att en prognosavvikelse en månad eller kanske till och med en ackumulerad prognosavvikelse under flera månader inte behöver betyda att årsprognosen måste revideras. Inbetalningar som görs under första halvåret kan variera i storlek och mellan månader beroende på ett flertal olika orsaker.

Det är också skillnad på hur olika prognosavvikelser påverkar årsprognoserna. Extra kompletteringsbetalningar ett år kan vara en tillfällig extra inkomst för staten det året utan att få några återverkningar på kommande år. Men om exempelvis de lönebaserade skatterna går bättre än prognostiserat kan detta vara ett tecken på att konjunkturen utvecklas starkare än väntat. En sådan avvikelse skulle då förmodligen innebära att vi justerar såväl innevarande års prognos som efterföljande års prognoser.

*Håkan Carlsson, utredare*

*Sofia Olsson, utredare*



# MARKNADSINFORMATION

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

## NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2005

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2007-08-15	8,00	1037	79 900
2008-05-05	6,50	1040	54 783
2009-01-28	5,00	1043	71 619
2009-12-01	4,00	1048	49 990
2011-03-15	5,25	1045	54 033
2012-10-08	5,50	1046	44 696
2014-05-05	6,75	1041	63 774
2015-08-12	4,50	1049	36 489
2016-07-12	3,00	1050	23 991
2020-12-01	5,00	1047	36 702
Summa benchmarks			515 977
Icke benchmarks			39 432

## STATSSKULDVÄXLAR, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2005

Förfalldatum	Miljoner kronor
2005-10-19	27 589
2005-11-16	25 038
2005-12-21	64 054
2006-03-15	54 079
2006-06-21	26 560
2006-09-20	41 549
Summa statsskuldväxlar	238 869

## REALA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2005

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	34 839
2012-04-01	1,00	3106	4 891
2014-04-01	-	3001	15 696
2015-12-01	3,50	3105	63 549
2020-12-01	4,00	3102	38 232
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	42 184
Summa realobligationer (inkl. inflationskomp.)			199 395

## KREDITBETYG

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

## NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2006-01-04	2006-01-11	2006-01-16
2006-01-18	2006-01-25	2006-01-30
2006-02-01	2006-02-08	2006-02-13
2006-02-15	2006-02-22	2006-02-27
2006-03-01	2006-03-08	2006-03-13
2006-03-15	2006-03-22	2006-03-27
2006-03-29	2006-04-05	2006-04-10
2006-04-12	2006-04-19	2006-04-24
2006-04-26	2006-05-03	2006-05-08
2006-05-10	2006-05-17	2006-05-22
2006-05-24	2006-05-31	2006-06-05
2006-06-07	2006-06-14	2006-06-19
2006-06-21	2006-06-28	2006-07-03

## STATSSKULDVÄXLAR, AUKTIONSdatum

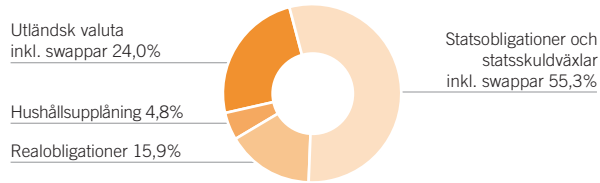
Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2005-10-26	2005-11-02	2005-11-04
2005-11-09	2005-11-16	2005-11-18
2005-11-23	2005-11-30	2005-12-02
2005-12-07	2005-12-14	2005-12-16
2005-12-28	2006-01-04	2006-01-09
2006-01-11	2006-01-18	2006-01-20
2006-01-25	2006-02-01	2006-02-03
2006-02-08	2006-02-15	2006-02-17
2006-02-22	2006-03-01	2006-03-03
2006-03-08	2006-03-15	2006-03-17
2006-03-22	2006-03-29	2006-03-31
2006-04-05	2006-04-12	2006-04-18
2006-04-19	2006-04-26	2006-04-28
2006-05-03	2006-05-10	2006-05-12
2006-05-16	2006-05-23	2006-05-26
2006-05-31	2006-06-07	2006-06-09
2006-06-14	2006-06-21	2006-06-26
2006-06-28	2006-07-05	2006-07-07
2006-07-19	2006-07-26	2006-07-28

## REALA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2006-01-12	2006-01-19	2006-01-24
2006-01-26	2006-02-02	2006-02-07
2006-02-09	2006-02-16	2006-02-21
2006-02-23	2006-03-02	2006-03-07
2006-03-09	2006-03-16	2006-03-21
2006-03-23	2006-03-30	2006-04-04
2006-04-04	2006-04-11	2006-04-18
2006-04-20	2006-04-27	2006-05-03
2006-05-04	2006-05-11	2006-05-16
2006-05-16	2006-05-23	2006-05-29
2006-06-01	2006-06-08	2006-06-13

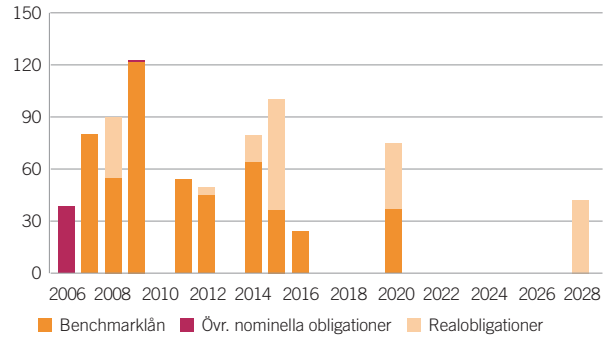
**SKULDSAMMANSÄTTNING**  
Total skuld 1 258 miljarder kronor

30 september 2005

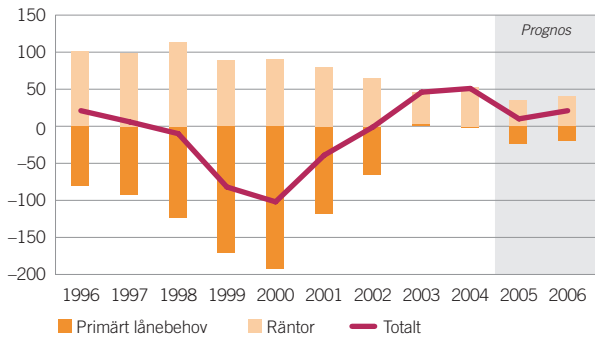


**FÖRFALLOPROFIL, NOMINELLA OBLIGATIONER OCH REALOBLIGATIONER**  
Miljarder kronor

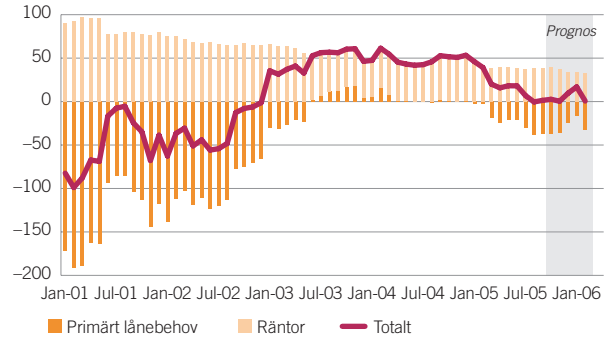
30 september 2005



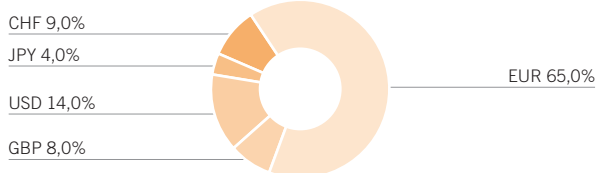
**STATENS LÅNEBEHOV 1996-2006**  
Miljarder kronor



**STATENS LÅNEBEHOV, 12-MÅNADERSTAL**  
Miljarder kronor

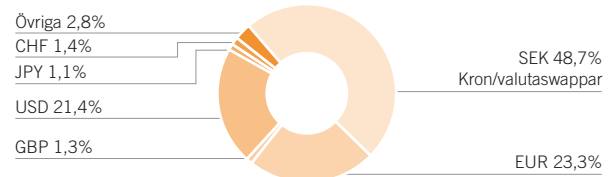


**RIKTMÄRKE FÖR VALUTASKULDENS SAMMANSÄTTNING**



**FINANSIERING AV VALUTASKULDEN**

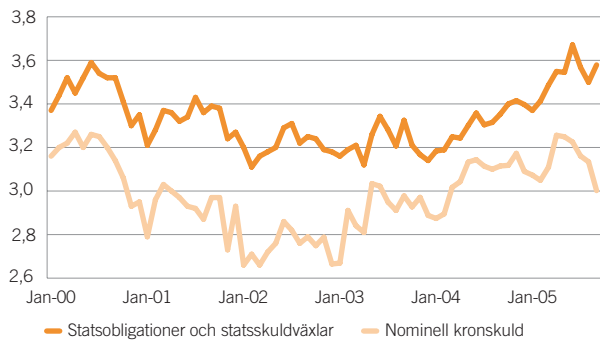
30 september 2005





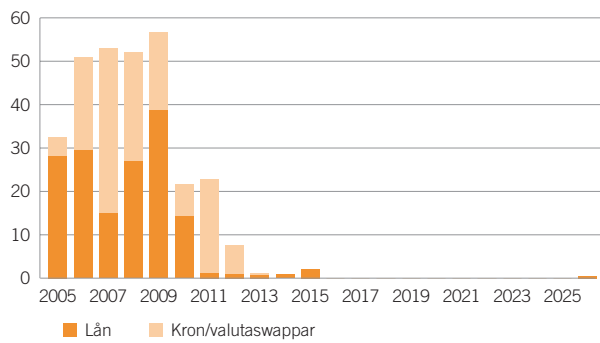
### NOMINELLA KRONSKULDENS DURATION

År 30 september 2005



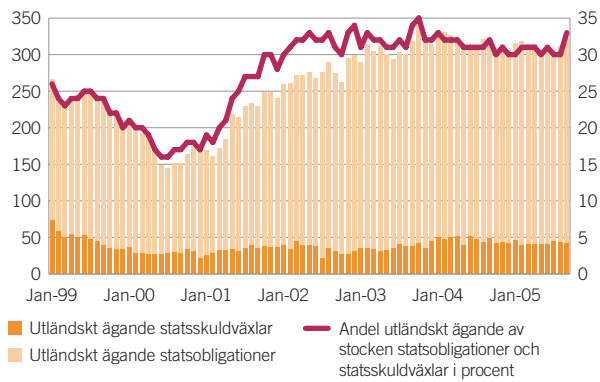
### FÖRFALLOPROFIL, LÅN I UTLÄNDSK VALUTA EXKL. CALLABLE BONDS

Miljarder kronor 30 september 2005



### UTLÄNDSKT ÄGANDE AV STATSOBLIGATIONER OCH STATSSKULDVÄXLAR

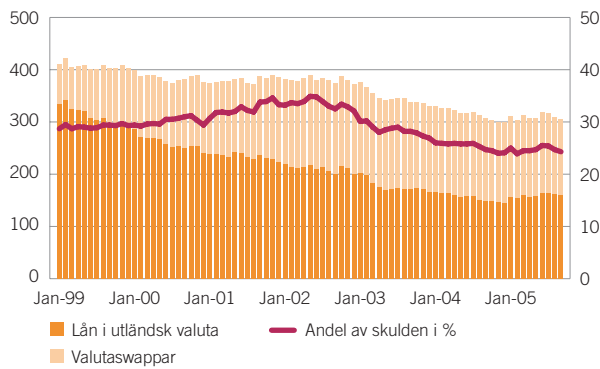
Miljarder kronor %



Källa: Riksbanken

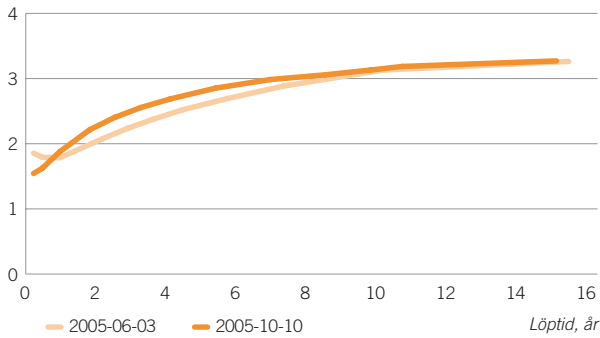
### STATSSKULDENS EXPONERING I UTLÄNDSK VALUTA

Miljarder kronor %

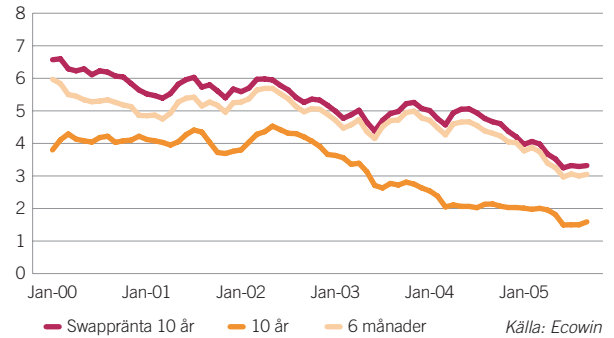




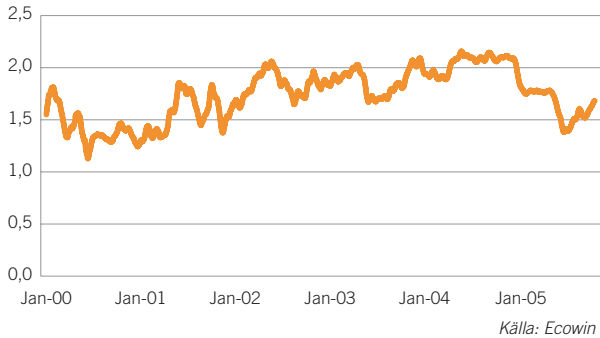
AVKASTNINGSKURVA FÖR SVENSKA STATSPAPPER  
%



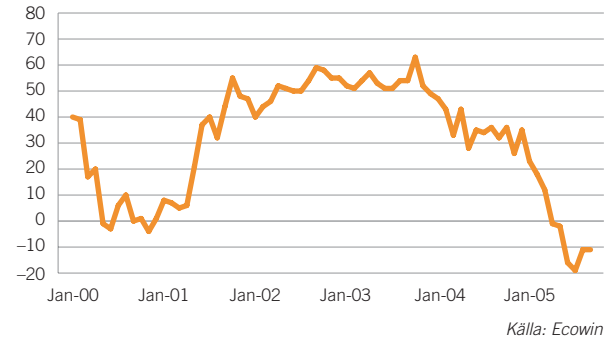
RÄNTEUTVECKLING  
%



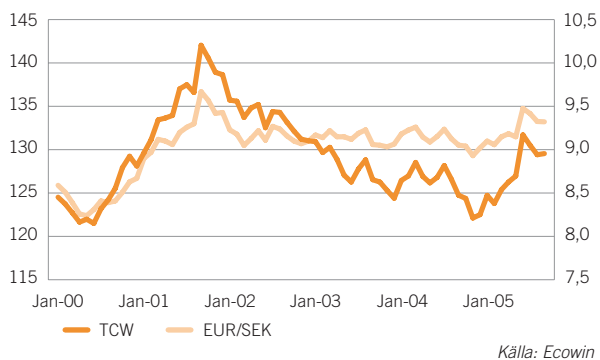
BREAK-EVEN INFLATION  
%



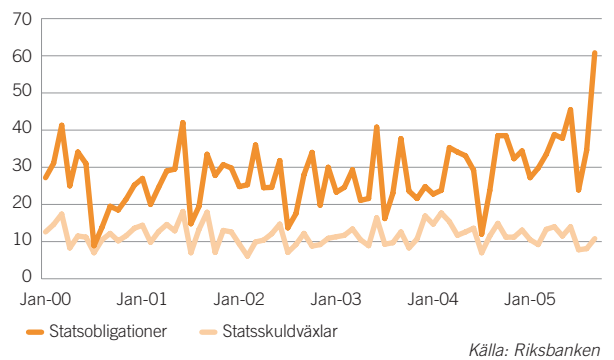
RÄNTESKILLNAD TYSKLAND, 10 ÅR  
Baspunkter



VÄXELKURSUUTVECKLING  
TCW – Handelsvägt index

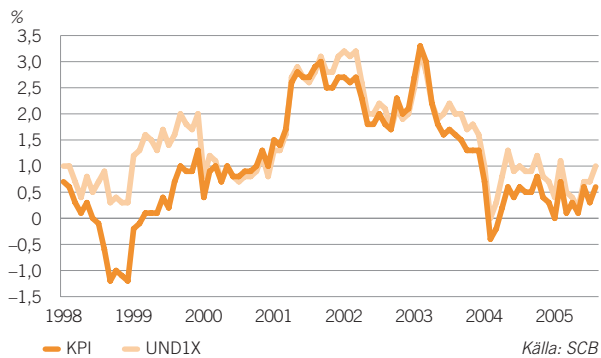


DAGLIG OMSÄTTNING SVENSKA STATSPAPPER  
Total omsättning inklusive optioner och terminer, miljarder kronor

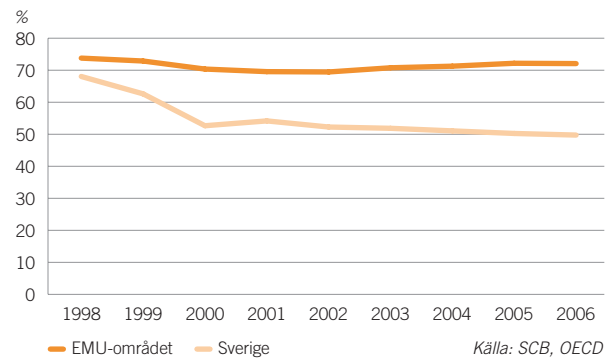




INFLATION:  
UNDIX OCH KPI I SVERIGE 1998–2005



DEN OFFENTLIGA SEKTORNS KONSOLIDERADE  
BRUTTOSKULD I FÖRHÅLLANDE TILL BNP



NATIONALRÄKENSKAPER, PROCENTUELL FÖRÄNDRING

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

Andra indikatorer	Jul-04	Aug-05	2004	2005	2006
KPI, årlig förändring		0,6	0,4	0,7	1,5
Arbetslöshet		6,5	6,0	5,8	5,4
Bytesbalans	7,1		7,8	5,9	4,9

<sup>1</sup> 2 546 mdkr (2004 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 1 mars 2006, kl. 9.30.

*För mer information:*

Lånebehov och statsskuld: Sara Bergström 08-613 47 43 eller 08-613 47 40  
Finansiering: Thomas Olofsson 08-613 47 82

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Statsskuldspolitiken och de budgetpolitiska målen	<i>Lars Hörngren</i>	2005:2
Valutasäkring för statliga myndigheter	<i>Mikael Bergman</i>	2005:2
Cash flow at risk – ett mått på marknadsrisk för ränteprognoiser	<i>Martin Lanza</i>	2005:2
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 utvecklade – 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