

STATSUPPLÅNING

PROGNOS OCH ANALYS

2006:1

STATENS LÅNEBEHOV

Årsprognosen för 2006	1
Årsprognosen för 2007	2
Jämförelser	2
Månadsprognoser	3
Statsskulden	4

FINANSIERING

Nominell kronupplåning	6
Realupplåning	9
Valutaupplåning	9
Sammanfattning	10

AKTUELLT

2005 i backspegeln	11
Nytt riktmärke för valutaskulden	13
Riksgäldskontoret får gott betyg även i år	17

MARKNADSINFORMATION

Statsskulden	20
Finansmarknaden	23
Svensk ekonomi	24
Återförsäljare	24



FRÅN UNDERSKOTT TILL ÖVERSKOTT

2005 var ett år som vållade mycket huvudbry för prognosmakare. Oväntade effekter av ändrade skatteregler för företagen, bättre vinstutveckling och en starkare konjunktur bäddade för stora avvikelser i prognoserna för statsfinanserna. Det var framförallt på inkomstsidan de stora, men för samhällsekonomin positiva, effekterna visade sig.

I Riksgäldskontorets statsupplåningsrapport för ett år sedan räknade vi med ett lånebehov för 2005 på 38 miljarder kronor. Utfallet blev i stället ett överskott på 14 miljarder kronor, en differens på 52 miljarder kronor. Under hela 2005 överraskade utvecklingen av skatteinkomsterna, vilket ledde till att prognosen för lånebehovet successivt sänktes.

Den dominerande orsaken till prognosfelen var en betydligt starkare vinstutveckling än väntat för företagen 2004 – vilket ledde till större skattebetalningar 2005. Mellan 2003 och 2004 ökade företagets taxerade inkomst med 48 procent, en förbättring som var svår att förutsäga. Till detta kommer att det slutliga taxeringsutfallet för 2004 inte blev tillgängligt förrän i december 2005. Den förbättrade vinstutvecklingen fortsatte antagligen även under 2005, vilket är en annan orsak till att vi missbedömde skattebetalningarna under året, eftersom en stor del av företagsskatterna preliminärdebiteras.

För den intresserade läsaren finns en artikel i Statsupplåningsrapporten 2005:3 som handlar om hur Riksgäldskontoret gör prognoser på lånebehovet och i mer detalj beskriver kopplingen mellan företagets taxerade inkomst och deras skattebetalningar.

Den förbättrade vinstutvecklingen under 2004 och 2005 väntas leda till högre skatteintäkter även under 2006, vilket har lett till att vi nu höjer prognosen för skatteintäkterna. Till det kommer att vi även skruvat upp prognosen för företagsvinsterna 2006, vilket också resulterar i högre skatteintäkter. Därutöver räknar vi med en något bättre arbetsmarknad och relativt höga löneökningar som ger en ökad tillväxt av lönesumman. Det leder i kombination med förbättringar på utgiftssidan till att prognosen för lånebehovet för 2006 revideras ned med 42 miljarder kronor jämfört med oktoberprognosen. Vi räknar därmed med ett överskott på 16 miljarder kronor under 2006. För 2007 beräknas ett överskott på 6 miljarder kronor.

Förfallande lån och uppköp måste finansieras även om överskotten minskar finansieringsbehovet. Den totala emissionsvolymen i nominella statsobligationer beräknas bli 64 miljarder kronor, med en emissionsvolym på 3 miljarder kronor per auktion från den 22 mars. Den lägre lånebehovsprognosen gör att vi minskar upplåningen i statsskuldsväxlar. Även upplåningen i realobligationer dras ned till 5-10 miljarder kronor, delvis mot bakgrund av svagare efterfrågan och sämre kostnadsbild.

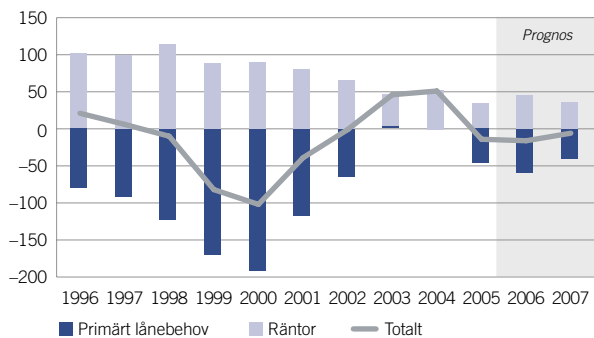
Bo Lundgren
Riksgäldsdirektör



STATENS LÅNEBEHOV

Riksgäldskontorets prognos för 2006 pekar på ett budgetöverskott på 16 miljarder kronor. Det är en förbättring för statens finanser med hela 42 miljarder kronor jämfört med oktoberprognosen. Det beror huvudsakligen på kraftigt uppreviderade skatteintäkter till följd av starkare konjunktur och fortsatt god vinstutveckling hos företagen. För 2007 beräknas en viss avmattning i skatteintäkternas tillväxt och överskottet stannar vid 6 miljarder kronor. Statsskulden beräknas uppgå till 1 270 miljarder kronor i slutet av 2006 och 1 264 miljarder kronor i slutet av 2007.

Figur 1. STATENS LÅNEBEHOV 1996-2007
Miljarder kronor



Tabell 2. PRIMÄRT ÖVERSKOTT 2006, FÖRÄNDRING FRÅN FÖREGÅENDE PROGNOSEN, MILJARDER KRONOR¹

Skatter, netto	29
Utdelningar på statens aktier	3
Studiemedel	2
Kommunmedel	2
EU-avgift	1
Nettoutlåning	1
Övrigt	6
Totalt	44

¹ Beloppen anger påverkan på överskottet. Exempelvis betyder "Studiemedel 2" att utgifterna beräknas bli lägre.

ÅRSPROGNOSEN FÖR 2006

Riksgäldskontorets reviderade prognos för 2006 pekar på ett budgetöverskott på 16 miljarder kronor (negativt lånebehov). Det är en förbättring med 42 miljarder kronor jämfört med beräkningen i oktober.

Tabell 1. STATENS LÅNEBEHOV OCH STATSSKULDEN 2005-2007, MILJARDER KRONOR

	2005	Prognos 2006	Prognos 2007
Primärt lånebehov	-47	-61	-42
Räntor på statsskulden	33	45	36
Lånebehov, netto ¹	-14	-16	-6
Skuldkorrigeringar	43	-1	0
Omvärdering valutalån	29	-6	0
Kortfristiga placeringar	22	-22	0
Statsskuldens förändring	51	-39	-6
Statsskulden vid årets slut	1 309	1 270	1 264

¹ Lånebehovet är lika med budgetsaldot men med omvänt tecken.

Det primära överskottet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) revideras upp med 44 miljarder kronor jämfört med oktoberprognosen. Överskottet prognostiseras därmed till 61 miljarder kronor. Den kraftiga förbättringen av statens finanser förklaras huvudsakligen av ökade skatteintäkter. Därutöver beräknas utdelningarna på statens aktier bli högre, samtidigt som utgifter för exempelvis studiemedel och EU-avgift blir lägre.

Det slutliga taxeringsutfallet för inkomståret 2004 bekräftar att företagens vinster utvecklades mycket kraftigt detta år, vilket innebar att företagen gjorde stora kompletterande skatteinbetalningar under 2005. Dessutom ökade skatteintäkterna då flera företag valde att lösa upp sina periodiseringsfonder. Utvecklingen av skatteintäkterna under de sista månaderna 2005 och inledningen av 2006 har varit fortsatt stark och överraskat de flesta bedömare. Stora inbetalningar av preliminärskatt från företag visar att vi har underskattat företagens vinstutveckling även för 2005. Detta har medfört att vi reviderar upp prognosen på företagets vinster, vilket ger större kompletterande skatteinbetalningar i år. Samtidigt bedömer vi att vinstutvecklingen blir fortsatt god 2006, även om ökningstakten avtar. Det leder till att också de preliminära inbetalningarna av skatt från företag blir högre i år än vad vi tidigare räknat med. Därutöver kommer företagens skattebetalningar även i år att påverkas positivt av upplösta periodiseringsfonder, om än i mindre omfattning än förra året.

Den starka utvecklingen för bolagen gäller till stor del även företag med statligt ägande, vilket ger ökade utdelningsinkomster på statens aktier.

En något bättre arbetsmarknad och relativt höga löneökningar beräknas ge en ökad tillväxt i lönesumman. Det innebär stigande inkomster från arbetsgivaravgifter och inkomstskatt. Den ökande sysselsättningen i kombination med årets inkomstskattesänkningar innebär att hushållens disponibla inkomster ökar. Detta leder till ökad konsumtion och därmed större momsintäkter för staten.



Den starka utvecklingen på aktie- och bostadsmarknaderna under de senaste åren indikerar att hushållens kapitalvinster för inkomståret 2005 ökar rejält. Kapitalvinstskatten för 2005 betalas till största del in som kompletteringsbetalningar under 2006.

Statens utgifter 2006 beräknas bli lägre än tidigare prognostiserat. Utfallet för utgifterna 2005 blev lägre än väntat för ett flertal myndigheter och vi bedömer att den lägre nivån följer med till 2006. Minskningen kan delvis förklaras av att vi underskattat effekten av de utgiftsbe- gränsningar som flera myndigheter ålagt. Därutöver beräk- nas antalet studenter med studiemedel bli lägre samtidigt som EU-avgiften ser ut att bli något lägre än tidigare väntat.

Riksgäldskontorets *nettoutlåning* till statliga myndig- heter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 14 miljarder kronor, vilket är 1 miljard kronor lägre än föregå- ende prognos.

Räntebetalningarna beräknas bli 45 miljarder kronor. Det är 2 miljarder kronor mer än i föregående prognos. Det förklaras av högre marknadsräntor än i förra prognosen, vilket ger något högre räntebetalningar och mindre över- kurser vid emission.

Eventuell lånebehovspåverkan med 25 miljarder kronor
Premiepensionsmyndigheten (PPM) gör varje år en utbe- talning av pensionsrätter till varje löntagares premiepen- sionskonto. Utbetalningen har hittills gjorts med två års eftersläpning i januari varje år. Exempelvis så avsåg utbe- talningen som gjordes i januari 2006 pensionsrätter som sattes av under inkomståret 2004.

PPM har för avsikt att betala ut pensionsrätterna för 2005 redan i december 2006. Alltså en månad tidigare än vad som var fallet förut. Om det blir verklighet kommer låne- behovet att öka med 25 miljarder kronor 2006. På liknande sätt kommer utbetalningen i januari 2008 att tidigareläggas till december 2007. För finansieringen av statsskulden har detta marginell betydelse eftersom det bara är en förflytt- ning av en betalning mellan två månader. För årssiffran på lånebehovet blir det däremot en engångseffekt 2006. Vi bedömer att det inte är helt säkert att förändringen hinner genomföras och eftersom det endast har marginell bety- delse för finansieringen har vi valt att till vidare låta utbetal- ningen ligga kvar i prognosen för januari 2007.

ÅRS-PROGNOSEN FÖR 2007

Riksgäldskontorets första prognos för 2007 visar ett bud- getöverskott på 6 miljarder kronor. Konjunkturen antas

bli fortsatt stark. Stigande sysselsättning och inkomster för hushållen gynnar statsfinanserna. Tillsammans med minskade räntebetalningar på statsskulden leder det till att statsbudgeten beräknas hamna på överskott även för 2007. Vi tror dock att företagsskatter och kapitalskatter ökar i lägre takt. Samtidigt fortsätter utgifterna att öka i ungefär samma takt som tidigare. Sammantaget leder det till att överskottet minskar med 10 miljarder kronor jämfört med 2006.

Det primära överskottet (alla betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas bli 42 miljarder kronor. Jämfört med 2006 är det en försvagning med 19 miljarder kronor.

Lönesumman, som är den viktigaste skattebasen, antas växa med drygt 5 procent under 2007. Det bygger på en fortsatt stigande sysselsättning med fler arbetade timmar och högre löner. Löne- och konsumtionsbaserade skatter utvecklas därför starkt mellan åren. Att det primära överskottet ändå minskar jämfört med 2006 beror på att den kraftiga ökningstakten av företags- och kapitalvinster antas mattas av både 2006 och 2007. Det leder till mindre inbetalningar av skatter 2007 avseende tidigare inkomstår. Dessutom blir effekten från upplösningar av periodise- ringsfonder betydligt mindre.

Statens utgifter antas i stort sett följa utvecklingen i det redan fastställda utgiftstaket.

Riksgäldskontorets *nettoutlåning* till statliga myndig- heter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 14 miljarder kronor vilket är samma som 2006.

Räntebetalningarna beräknas bli 36 miljarder kronor. Det är 9 miljarder kronor mindre än 2006. Förändringen beror på mindre kursförluster i samband med obligations- byten. Räntorna påverkas också av ett stort obligations- förfall. Obligationen som förfaller har en avsevärt högre kupongränta än det nya lån som antas ersätta det förfal- lande lånet. Det beror på att det förfallande lånet gavs ut i ett betydligt högre ränteläge än det som råder idag.

JÄMFÖRELSE

Statens finansiella sparande jämfört med budgetsaldot

Det finansiella sparandet har förbättrats successivt från 2003 och beräknas fortsätta göra det under hela prog- nosperioden. Under 2007 väntas det finansiella sparandet uppgå till 20 miljarder kronor. Budgetsaldot varierar nor- malt sett mer än det finansiella sparandet, som bl.a. jäm- nas ut genom en periodisering av räntor och skatter.

Det finansiella sparandet började förbättras redan 2004. Budgetsaldot påverkades då negativt av stora kurs- effekter på räntor på statsskulden och hög nettoutlåning.

Under 2005 kom det in stora skatteintäkter från företag som löste upp sina periodiseringsfonder. Detta gynnade saldoto 2005, men det finansiella sparandet påverkades 2004. Budgetsaldoto förbättrades även med 7 miljarder kronor 2005 då staten sålde aktier i Teliasonera och Nord-ea, vilket inte påverkade det finansiella sparandet.

Vi räknar med att det även 2006 kommer att betalas in mycket skatt som avser tidigare inkomstår. Det förbättrar saldoto i år men påverkar inte det finansiella sparandet. När periodiseringseffekterna har avtagit 2007 bedömer vi att det finansiella sparandet kommer att vara högre än saldoto.

Tabell 3. STATENS FINANSIELLA SPARANDE 2003-2007, MILJARDER KRONOR

	2003	2004	2005	Prognos 2006	Prognos 2007
Budgetsaldo	-47	-51	14	16	6
Justeringsposter	2	38	-16	-8	14
<i>Försäljning av aktieföretag</i>	0	0	-7	0	0
<i>Överföring från AP-fonden</i>	-13	-4	-2	0	0
<i>Utlåning, återbetalning netto</i>	10	15	-2	7	8
<i>Kurs- och valutaförluster</i>	8	19	-3	9	3
<i>Periodiseringar, övrigt</i>	-3	8	-3	-25	2
Finansiellt sparande	-45	-12	-2	8	20

Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldskontorets prognos pekar på ett överskott på 16 miljarder kronor i år och 6 miljarder kronor i överskott 2007. Detta avviker kraftigt från övriga prognosmakare som prognostiserar underskott för båda åren.

Skillnaderna förklaras till övervägande del av att utvecklingen i det primära lånebehovet under de senaste månaderna varit betydligt bättre än de flesta räknat med.

Utfallet för statsbudgeten 2005 blev ett överskott på 14 miljarder kronor och den positiva utvecklingen har fortsatt under inledningen av 2006. Övriga prognosmakare har inte kunnat väga in den informationen då deras prognoser är gjorda tidigare.

Tabell 4. JÄMFÖRELSE MELLAN LÅNEBEHOVSPROGNOSE, MILJARDER KRONOR

	RGK		Regeringen		KI		ESV	
	06	07	06	07	06	07	06	07
Primärt lånebehov	-61	-42	-6	-21	-7	-9	-15	-15
Räntor på statsskulden	45	36	43	43	45	45	45	42
Lånebehov	-16	-6	37	23	38	36	30	27
Lånebehov med RGK-räntor och försäljningsinkomster	-16	-6	54	30	38	27	30	21

MÅNADSPROGNOSE

Riksgäldskontoret publicerar årsprognoser tre gånger per år. Samtidigt publiceras månadsprognoser för mellanliggande månader. Mellan ordinarie publiceringstillfällen 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.

Det finns tydliga säsongsmönster i statens lånebehov. Under senvintern/våren sker stora kompletteringsbetalningar av skatt samtidigt som utdelningarna på statens aktier betalas in. Detta bidrar till att statens betalningar uppvisar överskott, eller mycket små underskott, under dessa månader. Den största delen av kompletteringsbetalningarna sker i februari, vilket förklarar det stora överskottet denna månad.

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 december 2005.

Konjunkturbilden ser starkare ut än vid vårt förra prognostillfälle i oktober månad. KI räknar med att BNP växer med 3,6 procent i år och 3,1 procent 2007. En ljusnande arbetsmarknad och stigande löneökningstakt leder till att lönesumman, som är den viktigaste skattebasen beräknas växa med drygt 5 procent både 2006 och 2007.

Förbättringen på arbetsmarknaden tillsammans med inkomstskattesänkningar och bidragshöjningar ger hushållen ökade disponibla inkomster, vilket ger ökad privat konsumtion. Även den offentliga konsumtionen ökar snabbare än tidigare.

Riksgäldskontorets prognos för räntebetalningarna på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppsdatum för den aktuella prognosen var den 13 februari 2006. Vi har även vägt in utfallet för primärsaldoto till och med den 13 februari 2006.



Tabell 5. STATENS LÅNEBEHOV PER MÅNAD 2006, MILJARDER KRONOR

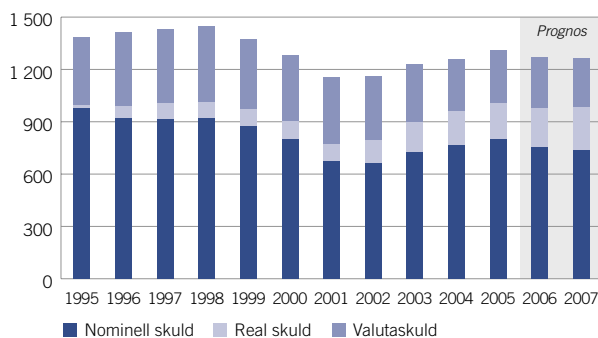
	feb	mar	apr	maj	jun
Primärt lånebehov	-31,6	-8,0	-17,7	-22,7	4,9
Räntor på statsskulden	-0,1	2,7	1,0	6,9	0,9
Lånebehov	-31,7	-5,3	-16,7	-15,8	5,8

STATSSKULDEN

Statsskulden uppgick vid utgången av januari 2006 till 1 303 miljarder kronor. Det är en minskning sedan årsskiftet med 5 miljarder kronor.

Lånebehovet ökade statsskulden med 17 miljarder kronor under januari. Kortfristiga placeringar och skulddispositioner minskade samtidigt statsskulden med 23 miljarder kronor. En skulddisposition påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet. Ett exempel är omvärdering av valutaskulden till aktuella valutakurser, vilket sker kontinuerligt i redovisningen av statsskulden.

Figur 2. STATSSKULDENS UTVECKLING 1995-2007
Miljarder kronor



Riksgäldskontoret väger inte in förväntade skulddispositioner i prognosen på statsskuldens utveckling. Statsskulden beräknas därför förändras i samma takt som lånebehovet. Vid utgången av 2006 beräknas därför statsskulden uppgå till 1 270 miljarder kronor och vid utgången av 2007 till 1 264 miljarder kronor. Mätt som andel av BNP beräknas statsskulden uppgå till 45 procent vid utgången av 2006 och till 43 procent vid utgången av 2007.

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 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 – tidshorizonten i tabellen – är större än den permanenta effekten.

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.

$$\begin{aligned}
 & \text{Primärt saldo} \\
 & + \text{RGK:s nettoutlåning till myndigheter och statliga bolag} \\
 \hline
 & = \text{Primärt lånebehov} \\
 & + \text{Räntor på statsskulden} \\
 \hline
 & = \text{Statens lånebehov}
 \end{aligned}$$

FAKTA

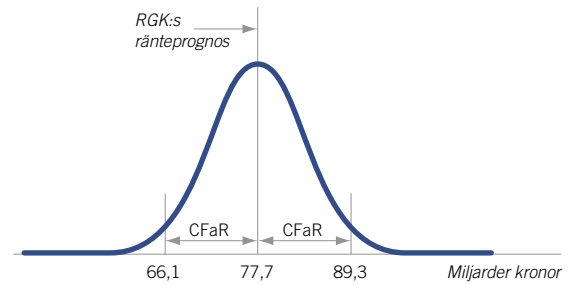
OSÄKERHETSINTERVALL FÖR RÄNTEPROGNOSEN

Riksgäldskontoret har utvecklat en modell för att beräkna marknadsrisken i våra ränteprogno­ser. Vi kallar detta mått Cash-Flow-at-Risk (CFaR) (se "Cash Flow at Risk – ett mått på marknadsrisk för ränteprogno­ser", Statsupplåning 2005:2). Måttet visar hur känsliga våra ränteprogno­ser 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 ränteprogno­sen under en given tidsperiod och med en viss sannolikhet.

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

Den nuvarande ränteprogno­sen för perioden från den 1 februari 2006 till den 31 december 2007 uppgår till 77,7 miljarder kronor, varav 35,8 miljarder kronor hör till 2007. Våra CFaR-beräkningar visar att vi kan

SANNOLIKHETSFÖRDELNING



Vi är 90 procent säkra på att räntebetalningarna inte kommer att över- eller understiga ränteprogno­sen med mer än 11,6 miljarder kronor över prognosperioden.

vara 90 procent säkra på att räntebetalningarna inte kommer att avvika från prognosen med mer än +/- 11,6 miljarder kronor. Det utgör ca 14,9 procent av ränteprogno­sen.



FINANSIERING

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer ökas som planerat till 3 miljarder kronor per auktion. Upplåningen i realobligationer minskas till 5-10 miljarder kronor i årstakt. Upplåningen i utländsk valuta beräknas till 49 miljarder kronor under 2006.

Nettolånebehovet beräknas till -16 och -6 miljarder kronor för 2006 respektive 2007. Vi räknar således med ett budgetöverskott båda åren. Riksgäldskontoret behöver dock finansiera förfallande lån och uppköp. Sammanlagt beräknas finansieringen i obligationer och statsskuldväxlar (statspapper) bli 33 miljarder kronor under 2006 vilket är 53 miljarder kronor mindre jämfört med förra prognosen från oktober. Anledningen är främst att prognosen för nettolånebehovet reviderats ned. Under 2007 bedöms finansieringen i statspapper stiga till 43 miljarder kronor.

Tabell 1. FINANSIERING 2005-2007, MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Nettolånebehov	-14	-16	-6
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning ¹	29	-23	2
Förfallande obligationslån och uppköp ²	56	72	47
Statsobligationer	16	38	31
Obligationer i utländsk valuta	40	34	16
Summa	66	33	43
Statsskuldväxelupplåning, netto ³	-27	-64	-54
Obligationssupplåning, brutto ⁴	93	97	97
Obligationer i utländsk valuta	25	25	20
Realobligationer ⁵	12	8	8
Nominella statsobligationer ⁶	56	64	69
Finansiering i statspapper	66	33	43

¹ Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor.

Privatmarknadsupplåningen antas vara oförändrad under 2006 och 2007.

² Inga uppköp är planerade under 2006 och 2007 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.

	2005	2006	2007
⁵ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt.	0,6	0,4	0,4
⁶ Emissionsvolym per auktion, genomsnitt.	2,4	2,8	3,0

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. VIKTIGA DATUM 2006

Datum	Tid	Aktivitet
8 juni	11.00	Byte av 3101 mot 3106
21 juni	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2006:2
7 augusti	09.30	Pressmeddelande om byten av 1051 och 1037
21-25 augusti	09.30	Byten av lån 1037 mot statsskuldväxlar
6 september	16:20	Villkor för emission av 1051 (kupongsättning)
7 september	11.00	Byte av 3101 mot 3106
13 september	11.00	Introduktion av ny tioåring nominell statsobligation 1051
14-19 sept.	11.00	Byte av lån 1051
Senast 1 okt.		Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer för 2007
25 oktober	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2006:3
Senast 15 nov.		Regeringens beslut om riktlinjer för 2007
14 december	11.00	Byte av 3101 mot 3106

NOMINELL KRONUPPLÅNING

Nominella statsobligationer

Ökad emissionsvolym

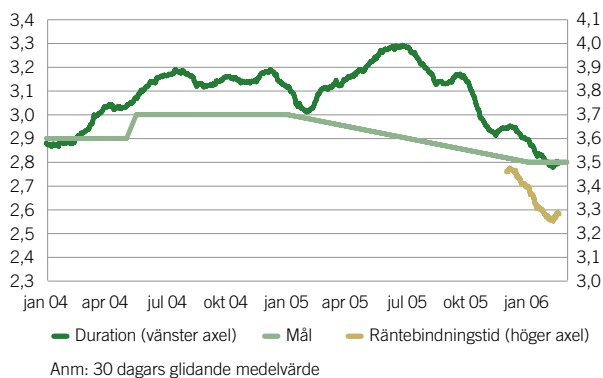
Emissionsvolymen kommer att ökas till 3 miljarder kronor per auktion. Denna ökning var tidigare planerad till juni men genomförs nu från den 22 mars. Någon ytterligare förändring av emissionsvolymen under 2006 och 2007 bedöms i nuläget inte som nödvändig. Upplåningen i nominella statsobligationer under 2006 blir med den kommande höjningen 64 miljarder kronor.

Höjningen av emissionsvolymen äger rum efter att vi under 2005 successivt har förkortat löptiden i den nominella kronskulden. För att säkerställa denna förkortning har obligationssupplåningen varit mindre än vad som motsvarats av det medelsiktiga lånebehovet. Nu när löptidsförkortningen är genomförd höjer vi upplåningsvolymen något. Höjningens storlek påverkas också av att löptiden, med vårt nya sätt att mäta den, är för kort i förhållande till målet.

Som framgår av tabell 3 kommer den utestående obligationsstocken att minska med 27 miljarder kronor under 2006 respektive öka med 3 miljarder kronor under 2007.¹ Exponeringen i obligationsräntor, med hänsyn till planerade swappar, beräknas minska med 34 miljarder kronor under 2006 respektive öka med 16 miljarder kronor under 2007. Swappar diskuteras närmare under avsnitten om statsskuldväxlar och valutaupplåning.

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

Figur 1. RÄNTEBINDNINGSTID OCH DURATION I DEN NOMINELLA KRONSKULDEN TILL OCH MED JANUARI 2006



Från den 1 januari 2006 mäts löptiden i skulden med råntebindningstid (höger axel) i stället för duration (vänster axel). Skalorna är anpassade så att målet för duration i slutet av 2005 (2,8 år) sammanfaller med målet för råntebindningstiden för den nominella kronskulden (3,5 år). Durationen ligger för närvarande vid det mål som gällde i slutet av 2005, medan råntebindningstiden i januari ligger under målet.

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

	2005	2006	2007
Nominella statsobligationer, emissioner	56	64	69
Förfall, uppköp och byten	-75	-91	-66
Förändring av nominell statsobligationsstock	-19	-27	3
Swappar, netto	-27	-6	13
Nominella statsobligationer och swappar, nettoförändring	-46	-34	16

Hälften av emissionerna i tioåringen

Den 13 september 2006 planerar vi att emittera ett nytt tioårigt lån med förfall den 12 augusti 2017. Det nya lånet introduceras först i en auktion med en planerad volym på 3 miljarder kronor. Under de fyra efterföljande bankdagarna kommer det att erbjudas tillfälle att byta in lån 1050 och ett eller flera andra äldre lån mot den nya tioåringen. Senast vi

FINANSIERINGEN OCH DET NYA LÖPTIDSMÅLET

Riksgäldskontoret beslutade i december 2004 att förkorta durationsmålet för den nominella statsskulden från 3,0 år till 2,8 år. Även om durationsförkortningen gått långsammare än beräknat har nu målet på 2,8 år uppnåtts. Orsaken till att durationen periodvis blev alltför hög under 2005 hänger samman med att nettolånebehovet blev lägre än beräknat. Ett lägre lånebehov innebär, för en given storlek på obligationsupplåningen, mindre volymer i växeemissionerna och därmed en längre duration i skulden.

Från den 1 januari anges riktvärdet för löptiden i skulden med den genomsnittliga råntebindningstiden i stället för duration. Regeringen har beslutat att den genomsnittliga råntebindningstiden ska vara 3,1 år för hela den nominella statsskulden. Riksgäldskontorets styrelse har därefter beslutat att fördela riktvärdet på 3,1 år så att den nominella kronskulden får ett mål på 3,5 år och valutaskulden på 2,1 år. Den nominella kronskulden får i den operativa förvaltningen avvika med $\pm 0,3$ år. Den viktigaste skillnaden mot att använda duration som löptidsmått är att förändringar i marknadsräntor inte påverkar råntebindningstiden.¹

Utgångspunkten vid bytet av löptidsmått var att

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

skuldens sammansättning och upplåningen inte skulle påverkas annat än marginellt i det medelsiktiga perspektivet. Beräkningen av målet för den genomsnittliga råntebindningstiden baserades på vad det genomsnittliga förhållandet mellan råntebindningstid och duration varit under ett flertal år. Under enskilda år kan emellertid denna relation avvika från medelvärdet: en låg räntenivå ger t.ex. en högre duration jämfört med råntebindningstiden.

Målet bestämdes också så att vi inte skulle riskera att behöva dra ned obligationsupplåningen ytterligare. Det historiskt låga ränteläget, med åtföljande durationsförlängning, hade redan under 2005 pressat ned obligationsupplåningen. År 2005 var således inte ett särskilt representativt år.

Av figur 1 framgår att medan durationen under januari 2006 låg precis på målet för durationen på 2,8 år, var råntebindningstiden 0,2 år kortare än det nya målet för råntebindningstiden på 3,5 år. Relationen mellan de bägge måtten avviker således från det historiskt mer normala mönstret. Det innebär att obligationsupplåningen under just 2006 skulle ha blivit något mindre om vi fortfarande hade haft kvar durationsmålet. I ett längre perspektiv har vi dock gjort bedömningen att de bägge måtten ger i stort sett samma löptidsstruktur i skulden.

introducerade en ny tioårig statsobligation var i september förra året. Den utestående volymen på detta lån (1050) med förfall den 12 juli 2016, är nu 30 miljarder kronor.

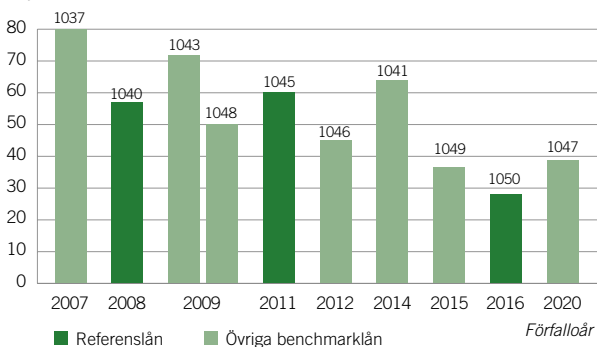
Obligationssupplåningen görs vanligtvis i de referenslån med två, fem och tio års löptid som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.² Under 2006 och 2007 kommer emissionerna att fördelas så att drygt hälften görs i tioårssegmentet. Vi koncentrerar upplåningen till nya lån för att dessa ska få tillräcklig likviditet. Vi räknar med att göra några enstaka emissioner i de två- respektive femton-åriga löptiderna och resterande i femårssegmentet.³

Tabell 4. REFERENSLÅN I DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN¹

Datum för byten av referenslån (IMM-datum)	2-årigt	5-årigt	10-årigt
1 dag	1040	1045	1050
21 juni 2006	1043		
21 december 2006		1046	1051
21 mars 2007			
20 juni 2007	1048		

¹ 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

Minskad upplåning med statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar beräknas minska under 2006 jämfört med 2005. I oktoberprognosen hade vi räknat med en oförändrad växelfinansiering. Revideringen speglar det minskade nettolånebehovet. Hela det minskade lånebehovet tas på statsskuldväxlarna. Som framgått ovan

² Valet av referenslån i den elektroniska handeln bestäms 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 terminkontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

³ Se vidare fakturen om våra emissionsbeslut i Statsupplåning – prognos och analys 2005:3.

beror detta på att vi ska kunna uppnå löptidsmålet för den nominella kronskulden. Den utestående stocken beräknas minska med 8 miljarder kronor under 2006. Eftersom statsskuldväxelstocken har ökat med 64 miljarder kronor de tre senaste åren bör minskningen av den utestående stocken kunna ske utan att likviditeten försämrats. Upplåningen i statsskuldväxlar varierar dock beroende på säsongsmässiga variationer i finansieringsbehovet.

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

	2005	2006	2007
Statsskuldväxelupplåning, netto ¹	-27	-64	-54
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	56	56	42
Förändring av statsskuldväxelstocken	29	-8	-12
Ränteswappar, netto	41	3	16
Statsskuldväxelstock & swappar, nettoförändring	70	-4	4

¹ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

30 miljarder kronor i ränteswappar

Riksgäldskontoret kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta löptiden. Denna teknik gör det möjligt att bidra till likviditeten i obligationsmarknaden i en större utsträckning än vad som annars vore möjligt. Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänker denna upplåningsteknik statens lånekostnader.

Under 2006 kommer i storleksordningen 30 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort räntexponering i kronor eller utländsk valuta. Eftersom vi inte längre har ett behov av att förkorta löptiden i skulden har swappvolymen minskats jämfört med 2005. 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.⁴

Den utestående stocken av swappar beräknas öka med 6 miljarder kronor under 2006 och minska med 13 miljarder kronor under 2007.

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

⁴ Se fakturen 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 statsskuldsvärdningen", Statsupplåning – prognos och analys 2002:3, s. 17-20. Hur finansieringen fördelas på olika låneinstrument redovisas i Olofsson, T. (2002), "Så finansieras statsskulden", Statsupplåning – prognos och analys 2002:3, s. 13-16.

Tabell 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE SWAPPAR,
 MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Ränteswappar ¹	41	6	21
Valutaswappar ²	5	24	9
Swappar totalt	45	30	30
Swappar, förfall	-18	-24	-43
Swappar, nettoförändring	27	6	-13

¹ Ränteswappar från lång till kort räntexponering i SEK.

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

REALUPPLÅNING

Emissionsvolymen minskas till 5-10 miljarder kronor

Efterfrågan på realobligationer har varierat under det senaste året. I genomsnitt har emellertid efterfrågan varit svagare än tidigare år. Skillnaden mellan nominella och reala räntenivåer minskade före sommaren men vidgades återigen under hösten.

Under 2005 emitterade vi 12 miljarder kronor. För 2006 och 2007 räknar vi med att emittera 5-10 miljarder kronor i årstakt. Bakgrunden till beslutet att minska emissionsvolymen är att vi räknar med att staten inte har något lånebehov under de kommande två åren: andelen realobligationer kommer därmed att växa även om vi emitterar förhållandevis små volymer. Det finns dessutom inget starkt motiv att nu öka andelen snabbt mot bakgrund av efterfrågeläget och en kostnadsbild som inte uppenbart är fördelaktig för staten. Samtidigt är det motiverat att upprätthålla emissionsaktiviteterna för att bidra till marknadens likviditet.

Realobligationer kommer även fortsättningsvis att emitteras varannan vecka. För att åstadkomma minskningen i emissionstakten kommer under 2006 tre av de planerade auktionerna att användas till att byta lån 3101 mot lån 3106 och två auktioner att utgå. I tabell 2 finns datumen för bytena. Gällande auktionskalender återfinns i Marknadsinformationen i slutet av rapporten.

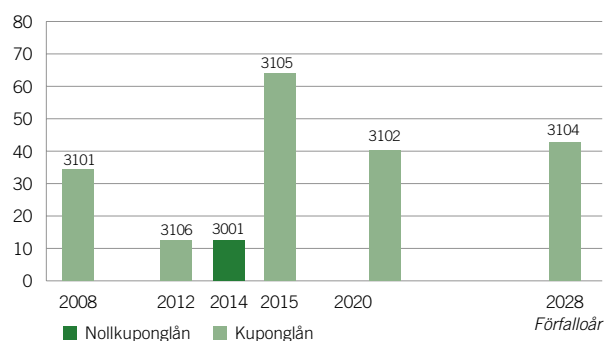
Auktionsvolymen vid de ordinarie auktionerna kommer normalt att vara 500 miljoner kronor. Avvikelser kan dock förekomma vid tillfällen då marknadsförhållandena är speciella, t.ex. vid kupongförfall. Om vi emitterar precis 500 miljoner kronor vid varje ordinarie emissionsstillfälle blir emissionsvolymen 8,0 respektive 7,5 miljarder kronor under 2006 och 2007.

Lån 3106 som introducerades i september förra året, har nu en utestående volym på 13 miljarder kronor. Som nämnts ovan kommer volymen att fortsätta byggas upp genom byten mot 3101. Totalt erbjuds uppköp av 8 miljarder

der kronor av lån 3101 vid bytena. Denna volym fördelas på de tre bytestillfällena. Bytena i juni och september kommer att vara kursriskneutrala och bytet i december kommer att vara likvidneutralt.⁵

Lån 3101 har nu en utestående volym på 34 miljarder kronor. Vid årets utgång beräknas lånet att ha en volym på 26 miljarder kronor. Lånet förfaller 1 december 2008. År 2007 kommer investerarna att erbjudas bytesmöjligheter motsvarande det vid årets början utestående beloppet. 2008 kommer inga bytes- eller uppköpsmöjligheter att erbjudas.

Lånen 3106, 3105, 3102 och 3104 kommer att emitteras under 2006 och 2007. Emissionerna kommer, om marknadsförhållandena så medger, att spridas relativt jämnt mellan de olika löptiderna. Baserat på vår bedömning av efterfrågan planeras dock en viss övervikt för framför allt lån 3106 men även för 3105. Val av obligation inför varje enskild auktion kommer i huvudsak att följa en i förväg fastställd intern emissionsplan.

 Figur 3. REALA STATSOBLIGATIONER
 Miljarder kronor


VALUTAUPPLÅNING

Riksgäldskontoret amorterar för närvarande endast 10 miljarder kronor på valutaskulden. Vår bedömning är att kronan är undervärderad och kan förväntas stärkas. För 2007 har vi beräkningstekniskt antagit en amorteringstakt i enlighet med regeringens riktlinjer på 25 miljarder kronor i årstakt.

Under 2006 och 2007 kommer lån i utländsk valuta för motsvarande 59 respektive 54 miljarder kronor att förfalla. Det innebär att vi behöver låna 49 respektive 29 miljarder kronor i utländsk valuta under innevarande och nästa år för att uppnå målet för amorteringstakten på valutaskulden.

⁵ Kursriskneutrala byten innebär att marknadsvärdet av köp- och säljvolym multiplicerat med modifierad duration för respektive obligation ska vara lika. Likvidneutrala byten innebär att köp- och säljbelopp (likviden) ska vara lika.



Tabell 7. VALUTAUPPLÅNING 2005-2007, MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Valutalånebehov, brutto	30	49	29
Valutaamortering	-20	-10	-25
Förfall och valutakursdifferenser	50	59	54
Obligationer i utländsk valuta ¹	43	30	16
Valutaswappar ²	18	21	38
Kortfristiga valutalån, netto	-4	4	0
Realiserade valutakursdifferenser	-8	4	0
Valutaupplåning, brutto	30	49	29
Obligationer i utländsk valuta	25	25	20
Valutaswappar, brutto ²	5	24	9

¹ Värdet till aktuella växelkurser.

² Ränteswappar från lång till kort ränteeponering 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)⁶ 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 gjordes huvuddelen av upplåningen med direkt valutaupplåning eftersom det har varit möjligt att uppnå mycket goda lånevillkor. Obligationer i utländsk valuta motsvarande 25 miljarder kronor gavs ut. Under 2005 gjordes bland annat två benchmarklån i eurodollar: ett på 1 miljard dollar med förfall 2010 och ett på 1,25 miljarder dollar med förfall 2009. Lånens storlek, löptid och publika försäljning till stora institutionella placerare gör dem till benchmarklån.

Mot slutet av året genomfördes även kron/swappupplåning motsvarande knappt 5 miljarder kronor och kortfristig upplåning ("Commercial paper") på 4 miljarder kronor. Den kortfristiga upplåningen genomfördes för att dra ned amorteringarna på valutaskulden i slutet på året när kronan försvagats kraftigt.

Eftersom vi har dragit ned amorteringstakten på valutaskulden behöver vi låna relativt mycket i utländsk valuta. Samtidigt vill vi inte riskera försämrade upplåningsvillkor genom att ge ut alltför mycket obligationer i utländsk valuta. Vi planerar att emittera ungefär lika mycket som under 2005, dvs. ca 25 miljarder kronor. Vi räknar också med att emittera två benchmarklån även i år. I januari emitterades ett bench-

marklån på 1 miljard dollar med förfall den 7 februari 2011.

Det återstående lånebehovet på ca 24 miljarder kronor kommer att täckas med kron/swappupplåning.

Under 2007 har lånebehovet schablonmässigt fördelats mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning; se tabell 7. Fördelningen baseras på de efterfråge- och kostnadmässiga erfarenheterna under de senaste åren. Den faktiska fördelningen kan emellertid komma att avvika från detta scenario.

SAMMANFATTNING

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer ökas som tidigare planerat till 3 miljarder kronor per auktion. Ökningen genomförs den 22 mars 2006.

Ökningen av obligationsupplåningen behöver genomföras trots det minskade lånebehovet. Under 2005 förkortades löptiden i den nominella kronskulden i enlighet med regeringens beslut. För att säkerställa denna förkortning har obligationsupplåningen tidigare varit mindre än vad som motsvarats av det medelsiktiga lånebehovet. Höjningens storlek påverkas av att löptiden för närvarande är för kort. Totalt beräknas obligationsupplåningen bli 64 miljarder kronor i år.

Under 2006 och 2007 kommer emissionerna att fördelas så att drygt 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 minskas 2006 jämfört med förra året. Detta är en nedrevidering jämfört med den förra prognosen.

Vi räknar med att göra ränteswappar för i storleksordningen 30 miljarder kronor per år. Det är en minskning med 15 miljarder kronor jämfört med 2005.

Riksgäldskontoret minskar upplåningen i realobligationer från 12 miljarder kronor förra året till 5-10 miljarder kronor under 2006.

Riksgäldskontoret amorterar på valutaskulden med en årstakt på 10 miljarder kronor. Valutaupplåningen beräknas uppgå till 49 miljarder kronor under 2006. Ca 25 miljarder kronor beräknas tas upp med obligationer utgivna i utländsk valuta.

⁶ Emitterade statsobligationer swappas först till kort ränteeponering. Rörlig ränta i kronor byts sedan till kort utländsk ränta med en valutaswapp som har samma löptid som ränteswappen. Samtidigt erhåller Riksgäldskontoret den utländska valutans avista då swappen görs. Vid swappförfallet betalar vi samma belopp i utländsk valuta. Valutaswappen skapar på så sätt en skuld i utländsk valuta.

2005 I BACKSPEGELN

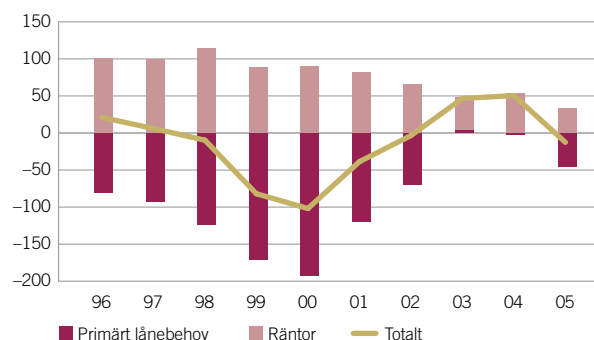
Under 2005 blev det överskott i statens finanser för första gången sedan 2002. Skattebetalningarna ökade mycket kraftigt jämfört med 2004 och överskottet blev 14 miljarder kronor. Trots detta ökade statsskulden med 51 miljarder kronor, bland annat på grund av en svagare krona. Statsskulden var vid årsskiftet 1 309 miljarder kronor. Det motsvarar ca 49 procent av bruttonationalprodukten.

STATENS FINANSER

Statens lånebehov kan delas upp i två delar: primärt lånebehov eller överskott samt räntebetalningar på statsskulden. Under 2005 var det primära överskottet 47 miljarder kronor. Det är en förbättring med 45 miljarder kronor jämfört med 2004.

Räntebetalningarna på statsskulden blev 33 miljarder kronor under 2005. Det är 20 miljarder kronor lägre än 2004. Orsaken är främst ökade valutavinster. Sammantaget gav detta ett budgetöverskott på 14 miljarder kronor. Se figur 1.

Figur 1. STATENS LÅNEBEHOV 1996-2005
Miljarder kronor



Skatteintäkterna ökade mer än utbetalningarna

På inkomstsidan ökade skatteintäkterna med 70 miljarder kronor jämfört med 2004. Framförallt konsumtion, lönesumma och företagsvinster ökade och gav större skatteintäkter. Företagens skattebetalningar ökade också på grund av ändringar i skattelagstiftningen som gjorde att de i stor utsträckning löste upp sina periodiseringsfonder och därigenom realiserade tidigare uppskjutna vinster. Utdelningar på statens aktier ökade också.

Utbetalningarna ökade totalt med 33 miljarder kronor. Större delen, 18 miljarder, var utbetalningar av skatt till kommuner och landsting. Även transfereringarna till hushållen ökade, främst barnbidrag och pensioner. Dessutom ökade utgifterna för biståndet och EU-stödet till jordbruket. EU-stödets ökning beror framförallt på att utbetalningar för både 2004 och 2006 flyttades till 2005.

Räntorna på statsskulden sjönk

I räntebetalningarna på statsskulden ingår realiserade valutavinster eller förluster. Under 2005 realiserades valutavinster på 10 miljarder kronor. Vinsterna berodde framförallt på ett par stora dollarlån som sattes om under 2005. De togs ursprungligen upp till betydligt högre dollarkurser än de som rådde då de förföll. Under 2004 gjordes valutaförluster på 5 miljarder. Det blev alltså en förbättring med 15 miljarder kronor under 2005.

Kursförlusterna vid återköp av obligationer sjönk med 6 miljarder kronor på grund av att färre återköp gjordes i samband med obligationsbyten. Sammantaget blev räntebetalningarna 33 miljarder kronor.

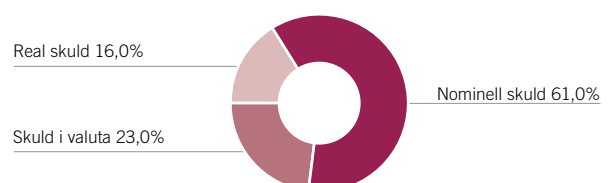
Statsskulden växte när kronan försvagades

Statsskulden ökade med 51 miljarder kronor trots budgetöverskottet. Orsaken var främst att kronan försvagades under sommaren och hösten. I november 2005 beslöt Riksgäldskontorets styrelse att sänka amorteringstakten för valutasulden för resten av året samt för 2006.

Öväntat små lånebehov under december medförde att den kortfristiga upplåningen blev större än vad som behövdes. Överskottet placerades på bankkonto över årsskiftet. De kortsiktiga placeringarna var 22 miljarder kronor större den 31 december 2005 jämfört med årsskiftet 2004/2005. Det innebar att statsskulden ökade i samma grad.

I slutet av 2005 var statsskulden 1 309 miljarder kronor. Det är 49 procent av BNP och en procentenhet lägre än 2004. Se figur 3.

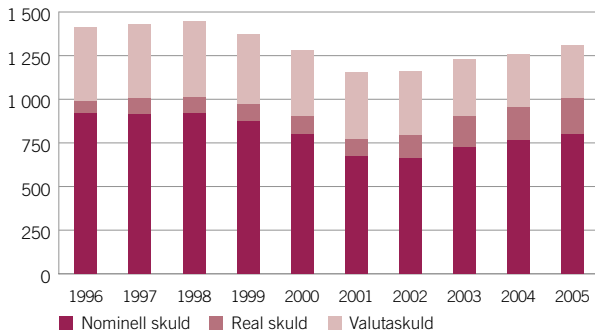
Figur 2. STATSSKULDENS BESTÅNDSDELAR



De olika skuldslagen angivet i procent, 31 december 2005.



Figur 3. STATSSKULDENS UTVECKLING 1996-2005
Miljarder kronor



FINANSIERING & SKULDFÖRVALTNING

Trots att statsbudgeten hade överskott under 2005 måste Riksgäldskontoret låna för att refinansiera lån som förfaller. Under 2005 förföll lån på sammanlagt 79 miljarder kronor (inklusive kassaförändringar m.m.). Eftersom budgetöverskottet var 14 miljarder blev bruttolånebehovet 65 miljarder kronor.

Bruttolånebehovet finansieras genom att Riksgäldskontoret lånar i kronor (nominella statsobligationer, statskuldväxlar och andra kortfristiga instrument samt realobligationer) och i utländsk valuta. Upplåningen sker främst genom att vi säljer statspapper i våra auktioner.

Nominella kronlån

Upplåningen i nominella statsobligationer var 56 miljarder kronor under 2005 och den utestående volymen vid årsskiftet var 563 miljarder kronor. Emissionsvolymen sänktes från 3,5 miljarder till 2,5 miljarder kronor per auktion i mars och sedan ytterligare till 2 miljarder kronor per auktion i juni. I september gav Riksgäldskontoret ut en ny tioårig nominell obligation.

Statsskuldväxlar används för att parera säsongsmässiga variationer i lånebehovet under året. Därför varierar emissionsvolymerna kraftigt. Volymen av utestående statskuldväxlar var 288 miljarder kronor vid årsskiftet.

Ny sjuårig realobligation

Efterfrågan på realobligationer varierade under året och ökningstakten blev lägre än planerat. En orsak till det kan ha varit osäkerheten kring de nya placeringsreglerna för pensionsfonder som kom under hösten. För att öka förutsägbarheten beslöt Riksgäldskontoret att slopa de flexibla emissionsvolymerna i auktionerna. Vid årsskiftet fanns utestående realobligationer inklusive inflationskompensation för 205 miljarder kronor.

I september introducerades en ny sjuårig realobligation. Vid årsskiftet hade den en utestående volym på 11,7 miljarder kronor.

Ökad skuld i utländsk valuta

Skulden i utländsk valuta ökade med 29 miljarder kronor trots att valutaskulden amorterades med 20 miljarder kronor under 2005. Det blev följden av att kronan försvagades under året. Riksgäldskontorets styrelse drog därför ner på amorteringstakten under hösten. För 2006 har styrelsen beslutat att amorteringarna ska minska till 10 miljarder kronor.

Valutaskulden var vid årsskiftet, inklusive orealiserade kursdifferenser, 304 miljarder kronor.

Aktiv förvaltning av skulden i valuta

Riksgäldskontoret kan aktivt förvalta en del av skulden i valuta. Syftet är att sänka statens kostnader för statsskulden genom att ta ränte- och valutapositioner på de internationella marknaderna. Om vi till exempel tror att dollarn kommer att minska i värde kan vi ta en position på det. Sjunker sedan dollarn gör vi en vinst som minskar kostnaden för statsskulden.

Under 2005 gjorde Riksgäldskontoret en förlust på 613 miljoner kronor på grund av valutahandeln. Räntehandeln gav däremot en vinst på 187 miljoner kronor. Sammantaget under perioden 2001-2005 har den aktiva förvaltningen sänkt kostnaden för statsskulden med 1 033 miljoner kronor.

NYTT RIKTMÄRKE FÖR VALUTASKULDEN

Skuld i utländsk valuta utgör i dag knappt en fjärdedel av den totala statsskulden. Valutaskulden består av fem olika valutor, där euro dominerar med en andel på 65 procent. Med tre års mellanrum gör Riksgäldskontoret en översyn av valutariktmarks sammansättning. Syftet är att hitta en valutafördelning med önskvärda risk- och kostnadsegenskaper. I samband med den senaste översynen inför perioden 2006 till och med 2008 genomförde vi vissa justeringar av riktmärket i form av en ökad exponering mot schweizerfranc på bekostnad av andelarna för pund och amerikanska dollar. Vår förhoppning är att förändringarna främst ska bidra till lägre kostnader för valutaskulden, medan risken bedöms vara oförändrad jämfört med det tidigare riktmärket.

Med tre års mellanrum sker en översyn av riktmärket för valutaskuldens fördelning mellan utländska valutor. Sedan 1997 har analysen av riktmarks sammansättning baserats på beräkningar med den s.k. mean variance-metoden i syfte att hitta en valutafördelning med önskvärda risk- och kostnadsegenskaper. Tidigare har främst låg risk eftersträvas men i den senaste översynen för perioden 2006-2008 har kostnadsaspekten fått större vikt. Det främsta skälet är att bilden av de långsiktiga kostnadsförhållandena för de olika valutorna bedöms bli allt mer tillförlitlig i takt med att datamängden ökar.

Beräkningarna har baserats på historiska marknadsdata över räntor och växelkurser för perioden 1993-2005. Eftersom historiska data används som en prognos för den förväntade framtida utvecklingen finns ett betydande mått av osäkerhet i beräkningarna. Kostnads måttet definieras som summan av räntekostnader och marknadsvärdesförändringar på skulden till följd av växelkursförändringar. Det innebär att marknadsvärdesförändringar på skulden till följd av ränteförändringar utelämnas. Risk definieras i sin tur som volatiliteten i kostnaden, där hög volatilitet – dvs. stora fluktuationer i kostnaden – innebär hög risk.

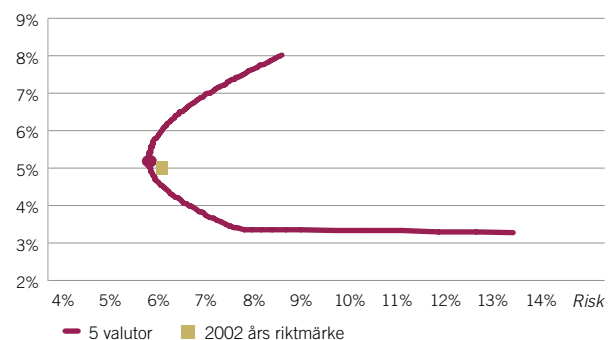
I de kommande avsnitten redovisas hur risken för 2002 års riktmarke har förändrats över tiden. Vidare analyseras egenskaperna för de befintliga valutorna i riktmärket med avseende på risk och kostnad. Syftet är att se om det går att hitta en mer förmånlig fördelning, inte minst mot bakgrund av att kostnadsaspekten givits större vikt. I översynen analyseras också om det finns ytterligare valutor med tillfredsställande likviditet i marknaden som kan bidra till att sänka risken eller kostnaden för valutaskulden ytterligare. Slutligen utvärderas det tidigare beslutet om att delvis ersätta euro med schweizerfranc.

RIKTMÄRKE 2003-2005

Det riktmarke som fastställdes i samband med översynen 2002 låg nära, men inte på, den historiska effektiva fronten. Avsikten med avvikelsen var främst att sänka kostnaden jämfört med den riskminimerande valutafördelningen.

Beroende på vilken period beräkningen baseras på varierar risken för riktmärket. Det förefaller dock som om den totala risken i valutaskulden trendmässigt har minskat. I figur 2 illustreras det genom att den samlade risken tenderar att minska när tidiga observationer exkluderas från beräkningen. Risken i valutaskulden ligger primärt i växelkursfluktuationer som slår direkt på kronvärdet på skulden, även om räntefluktuationer också har viss betydelse. Lägre växelkursvolatilitet i flera av valutorna i riktmärket verkar vara det främsta skälet till att den totala risken i valutaskulden successivt har minskat. Utvecklingen har därmed varit gynnsam med hänsyn till att låg risk eftersträvas i förvaltningen.

Figur 1. EFFEKTIV FRONT OCH 2002 ÅRS RIKTMÄRKE, 1993-2005
Kostnad



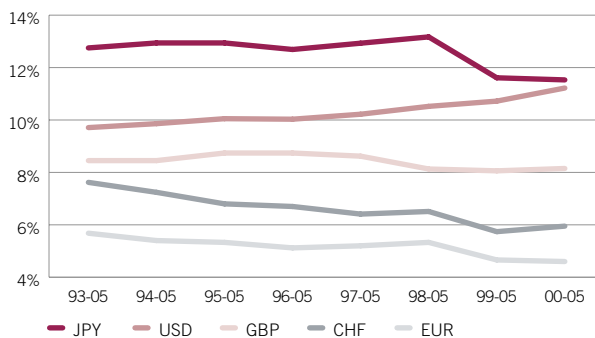
Figur 2. RISK I 2002 ÅRS RIKTMÄRKE



ÖVERSYN AV ANDELARNA FÖR BEFINTLIGA VALUTOR

Figur 3 visar risken för respektive valuta baserat på historiska månadsdata. Som framgår av diagrammet har risken minskat successivt över tiden för merparten av valutorna i riktmärket. Det gäller däremot inte för den amerikanska dollarn där risken trendmässigt förefaller ha ökat.

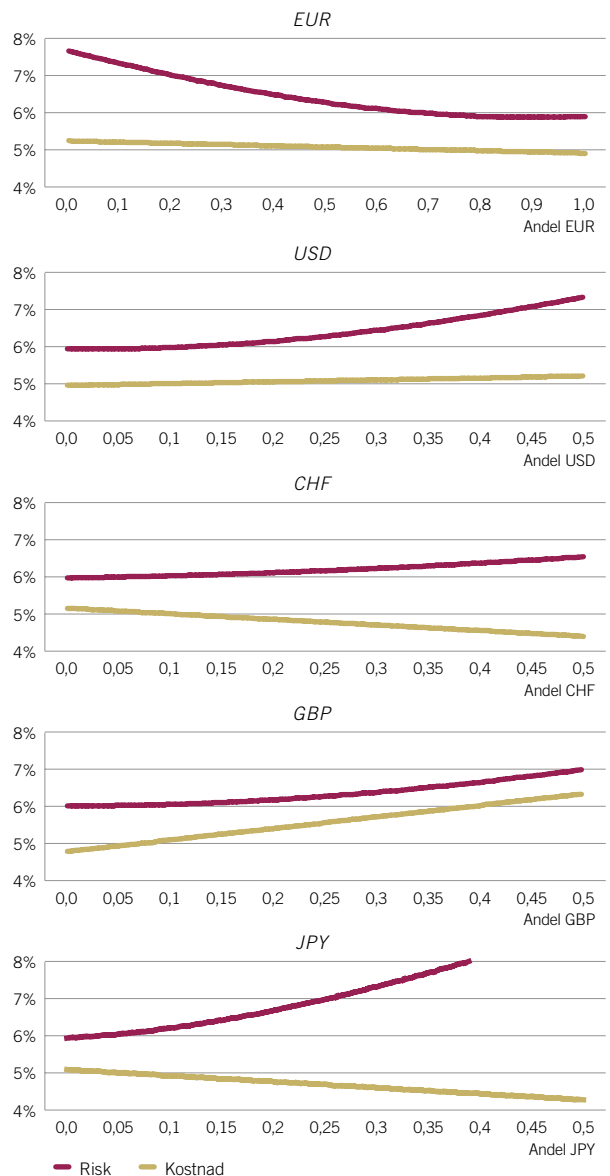
Figur 3. RISK I ENSKILDA VALUTOR
% årstakt



Den högre dollarrisken får också genomslag på dollarns vikt i den riskminimerande portföljen. Med stigande volatilitet som inte uppvägs av en motverkande diversifieringseffekt har den riskminimerande dollarandelen successivt fallit över tiden.

Ett annat sätt att analysera egenskaperna hos respektive valuta är att illustrera hur kostnaden och risken i valutaskulden förändras om de olika valutornas andelar i riktmärket varierar. I diagrammen nedan förändras var och en av de övriga valutornas andelar på bekostnad av eurons andel, samt eurons andel på bekostnad av övriga valutornas andelar, utan att dessas inbördes relation förändras.

Figur 4. KOSTNAD OCH RISK VID FÖRÄNDRING AV ANDEL, 1993-2005



FAKTA

MEAN VARIANCE-METODEN, KOSTNADS- OCH RISKDEFINITION

Riksgäldskontoret använder mean variance-metoden för att söka efter de optimala portföljsammansättningarna. Denna metod utgår från modern portföljteori och är vanlig i finansiell problemlösning av detta slag. Metoden går ut på att utifrån historiska data finna de portföljer som är entydigt bättre än andra portföljer med avseende på förväntad kostnad och risk. Dessa portföljer benämns effektiva och utgör tillsammans den effektiva fronten.

Kostnaderna definieras som summan av räntekostnader och marknadsvärdesförändringar på skulden till följd av växelkursförändringar. Risken definieras i sin tur som volatiliteten i kostnaden.

Kostnader och risk beräknas med hjälp av månadsdata men presenteras uppräknade till årstakt. Månatlig marknadsdata från januari 1993 till och med augusti 2005 används. De valutor som ingår i analysen är de valutor som i dag ingår i valutariktmärket (euro, dollar, yen, pund och schweizerfranc) samt kanadensiska och australiensiska dollar. D-mark används som approximation för euro för perioden innan eurons införande.

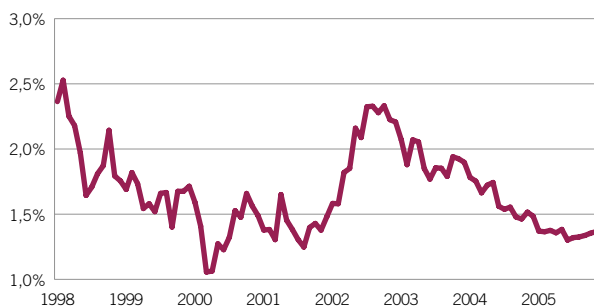
Som syns i diagrammen skiljer sig de olika valutornas egenskaper åt med hänsyn till risk och kostnad. En större andel euro på bekostnad av de övriga valutorna förefaller reducera både kostnad och risk. Den amerikanska dollarn och pundet verkar tvärtom bidra till både högre risk och kostnad när dessa valutors andelar ökar på bekostnad av euron. På samma sätt medför ökade andelar schweizerfranc och japanska yen högre risk, men samtidigt minskar kostnaden.

I den senaste översynen av riktmärket år 2005 justerades därför andelarna för dollar och pund ned till förmån för en högre andel euro. Detta baserades på de olika valutornas historiska risk- och kostnadsegenskaper samt volatilitetens utveckling över tiden. Justeringen förväntas bidra till att både risken och kostnaden för valutaskulden minskar i framtiden.

EXPONERING MOT SCHWEIZERFRANC

Historiskt har exponeringen mot schweizerfranc på bekostnad av euroandelen bidragit till att sänka kostnaden för valutaskulden, med obetydligt högre risk som följd. I det riktmarke som fastställdes i samband med översynen 1999 tilldelades därför schweizerfrancen en vikt på 9 procent. Fortfarande ligger de schweiziska marknadsräntorna betydligt under de tyska, även om viss uppgång i de schweiziska marknadsräntorna, parallellt med lägre tyska marknadsräntor, har minskat räntedifferensen sedan 2002. Data indikerar även att korrelationen mellan kronans växelkurser mot euron och schweizerfrancen fortsätter att ligga relativt stabilt runt ca 0,85.

Figur 5. RÄNTEDIFFERENS MELLAN TYSKLAND & SCHWEIZ
 Genomsnittlig löptid 2,1 år



I samband med översynen av valutariktmärket 2005 ökades schweizerfrancens andel från 9 till 16 procent på bekostnad av eurons andel. Förändringen genomfördes

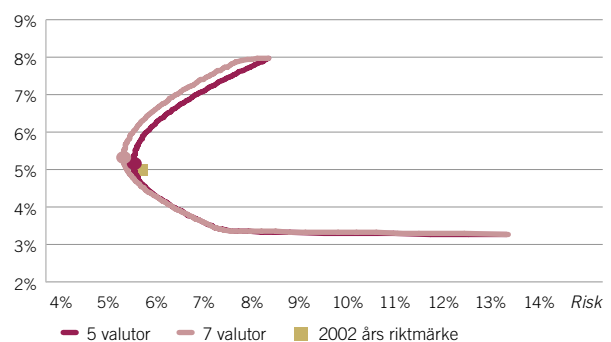
eftersom nuvarande exponering mot schweizerfrancen har bidragit till att sänka kostnaden. Även förhållandena i övrigt bedöms vara fortsatt gynnsamma ¹.

ALTERNATIVA VALUTOR

I samband med den senaste översynen prövades även om ytterligare valutor, utöver de nuvarande fem valutorna i riktmärket, skulle kunna bidra till att minska risken eller kostnaden i valutaskulden. Redan 2002 valdes de norska och danska valutorna bort. Det berodde främst på otillräcklig likviditet i ränte- och valutamarknaderna. De valutor som bedömdes som möjliga för valutariktmärket den här gången var kanadensiska och australiensiska dollar. Till skillnad från de danska och norska marknaderna har dessa valutor förhållandevis god likviditet i ränte- och valutamarknaderna ². För att motivera att riktmärket utökas med ytterligare valutor bör dessa dock bidra till att signifikant sänka risken eller kostnaden för valutaskulden.

Beräkningar på historiska data för perioden 1993-2005 indikerade att risken i valutaskulden skulle minska med australiensiska och kanadensiska dollar i riktmärket. Samtidigt skulle dock kostnaden stiga. I figur 6 framgår detta genom att den effektiva fronten med kanadensiska och australiensiska dollar inkluderade, delvis ligger till vänster om den effektiva fronten med enbart de befintliga valutorna.

Figur 6. EFFEKTIV FRONT 1993-2005
 Kostnad



¹ Promemoria "Operativa konsekvenser av regeringens riktlinjebeslut för statsskuldens förvaltning", Riksgäldskontoret, 9 december 1999.

² OTC-handel i valuta 2004:
 AUD (CAD) 60 (41) miljarder USD per dag. (Sverige 25 miljarder USD per dag).
 OTC-handel i räntor 2004:
 AUD (CAD) 13 (12) miljarder USD per dag. (Sverige 7 miljarder USD per dag).
 "Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2004", BIS, March 2005.



Analysen visade dock att den riskreducerande effekten nästan fullt ut varit kopplad till den australiensiska dollarn. Därmed kunde den kanadensiska dollarn avfärdas. Med den australiensiska dollarn i riktmärket på bekostnad av amerikanska dollar och brittiska pund, kan risken i valutaskulden förväntas minska med ca 0,1-0,2 procentenheter per år. Parallellt med något lägre risk i valutaskulden förväntas dock kostnaden för skulden öka något. Historiken tyder på att kostnaden skulle stiga med i genomsnitt ca 0,25 procentenheter per år.

För att uppnå den avsedda riskreduceringen av att inkludera australiensiska dollar i riktmärket skulle valutariktmärket nästan helt komma att sakna större valutor såsom amerikanska dollar och pund. Att helt utesluta de största och mest likvida valutorna från riktmärket till förmån för mindre valutor bedömdes inte vara önskvärt. Därtill framfördes skäl av mera teknisk art som talade mot att införa den australiensiska dollarn i riktmärket. Bland annat att likviditeten på den australiensiska räntemarknaden kan vara något begränsad under normala svenska arbetstider.

Med hänsyn till riskegenskaperna borde den australiensiska dollarn ingå i riktmärket för valutaskulden. Men även om den australiensiska dollarn har tilltalande riskegenskaper bedömdes de inte som tillräckligt stora i förhållande till den ökade kostnad som den samtidigt förväntades medföra.

NYTT RIKTMÄRKE FÖR VALUTASKULDEN

Analysen pekade på att riktmärkets dollar- och pundandelar bör minska till förmån för en större euroandel. Sannolikt skulle det bidra till att sänka både kostnaden och risken i valutaskulden. Vidare verkade schweizerfrancens positiva risk- och kostnadsegenskaper kvarstå. Redan 1999 ökade exponering mot schweizerfrancens på bekostnad av euron efter att det bedömts reducera kostnaden, med endast marginellt högre risk som följd. Exponeringen mot schweizerfrancens har fått avsedd effekt på kostnaderna och de gynnsamma egenskaperna förefaller kvarstå. I samband med den senaste översynen bedömdes det därför motiverat att öka exponeringen mot schweizerfrancens. Framst är det ökat fokus på valutornas kostnadsegenskaper som har bidragit till förändringarna. Tabell 1 visar andelarna för respektive valuta i det föregående och det nya riktmärket för valutaskulden.

TABELL 1. VALUTAANDELAR OCH FÖRVÄNTAD RISK OCH KOSTNAD

	EUR	USD	GBP	JPY	CHF	Risk	Kostnad
Riktmärke 2003-2005	65%	14%	8%	4%	9%	6,01%	5,01%
Riktmärke 2006-2008	65%	10%	5%	4%	16%	6,01%	4,79%

Sammantaget förväntas de förändringar som genomfördes i samband med den senaste översynen av valutariktmärket bidra till att kostnaden för valutaskulden minskar jämfört med om den tidigare valutfördelningen legat fast. Samtidigt förväntas risken vara oförändrad.

*Richard Falkenhäll,
Analytiker*

Referenser

Andersson, M och Andrén, L (2003),
Analys av valutaskuldens sammansättning,
Statsupplåning – prognos och analys 2003:1.

RIKSGÄLDSKONTORET FÅR GOTT BETYG ÄVEN I ÅR

Även 2005 ger investerare och återförsäljare Riksgäldskontoret goda betyg. Det gäller t.ex. vår information kring lånebehov och finansiering och vår professionalism. Samtidigt kan kontakterna med investerare förbättras. Det framgår av den undersökning av Riksgäldskontorets upplåning som Prospera genomfört för vår räkning. Undersökningen är ett led i vår strävan att utveckla och förbättra vår verksamhet.

Vi har nu för andra året i rad genomfört en undersökning av hur investerare och motparter uppfattar oss. Resultatet skiljer sig inte så mycket från förra året, även om tendensen tycks vara att vi nu fått något högre betyg på de flesta områden. Svagheterna ligger fortfarande i kontakterna med investerarna och lyhörddheten för marknadens önskemål.

Goda investerare- och återförsäljarrelationer är en viktig del av Riksgäldskontorets upplåningspolicy. Goda investerarerelationer bidrar till att skapa en bred och stabil investerarasbas med god likviditet för våra upplåningsinstrument. Investerarerelationerna ska, liksom vår upplåningspolicy i stort, präglas av öppenhet, transparens och förutsägbarhet. Ytterst syftar vår upplåningspolicy till att uppnå låga upplåningskostnader.

Undersökningen vänder sig till svenska och internationella investerare i svenska statspapper samt till återförsäljare och andra försäljare¹ av statsobligationer. De faktorer vi lagt tonvikten på är vår information, upplåningsformer, genomförande av auktioner, professionalism i vårt agerande samt hur marknaden fungerar. Undersökningen är ett redskap i arbetet med att ytterligare förbättra svensk statsskuldsväxling.

I stort sett alla tillfrågade deltog i intervjun. Svarsfrekvensen var 99 procent, vilket får anses som mycket bra. Totalt intervjuades 29 svenska investerare, 21 utländska investerare, 7 återförsäljare och 6 andra säljare av svenska statsobligationer. Intervjuerna genomfördes under perioden den 1 december 2005 till den 11 januari 2006.

Undersökningen finns tillgänglig i pdf-format på vår hemsida www.rgk.se.

KOMMUNIKATION OCH EMISSIONER VIKTIGA

Svenska investerares och återförsäljares krav på Riksgäldskontoret är ännu något högre än vad som var fallet för ett år sedan. I undersökningen anses samtliga faktorer som utgör grunden för bedömningen (se faktaruta) mycket betydelsefulla för förtroendet. Framför allt är det viktigt att Riksgäldskontoret ger tydlig information om lånebehov och

finansiering, agerar tydligt och konsekvent vid neddragning av utbudna auktionsvolymerna och att informationen ger god förutsägbarhet om emissionsplaner. Återförsäljarna ger auktionsplattformens funktion allra högst prioritet för förtroendet.

Majoriteten av aktörerna har god kännedom om Riksgäldskontoret. Det område man känner bäst till är informationen om statens lånebehov.

De viktigaste resultaten framgår av diagrammen nedan. Staplarna anger hur de intervjuade värderar betydelsen av de olika faktorerna, medan kurvorna anger hur de värderar Riksgäldskontoret. I diagrammen rangordnas faktorerna efter hur betydelsefulla de anses vara. De faktorer som täcks av undersökningen återfinns i rutan nedan.

OMRÅDEN SOM TÄCKS AV UNDERSÖKNINGEN

Kommunikation och information

- a Tydlig information om lånebehov/finansiering
- b Bra kontakter med investerare och återförsäljare

Upplåning

Bra försäljningsformer för:

- c1 nominella obligationer
- c2 realobligationer
- c3 statsskuldväxlar

Lämpliga tidpunkter/tidsintervaller vid auktioner

- d1 nominella obligationer
- d2 realobligationer
- d3 statsskuldväxlar

Bra information om volymer och andra villkor

- e1 nominella obligationer
- e2 realobligationer
- e3 statsskuldväxlar

Tydligt/konsekvent agerande

vid neddragning av auktionsvolymerna

- f1 nominella obligationer
- f2 realobligationer
- f3 statsskuldväxlar

Generellt

- i Lyhörddhet för marknadens önskemål

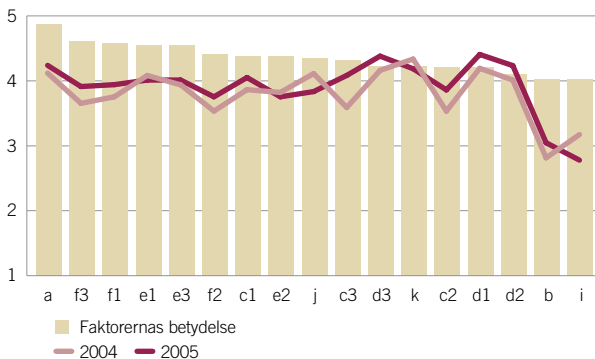
Professionellt agerande

- j Internationell jämförelse
- k Jämförelse med svenska bostadsinstitut

¹ Investmentbanker i London som handlar svenska statspapper.

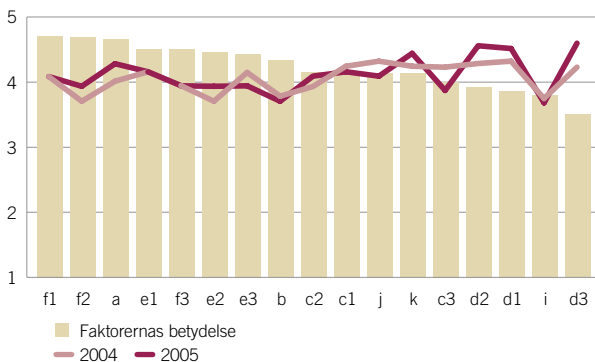


Figur 1. VÄRDERING AV RIKSGÄLDSKONTORET
– SVENSKA INVESTERARE 2005 VS 2004



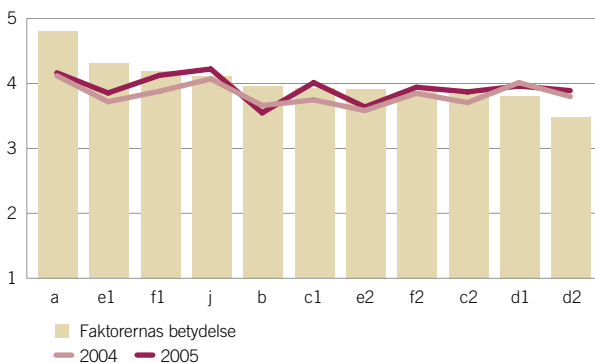
Betygskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt respektive mycket betydelsefullt och värden under 3 som underkänt respektive oviktigt.

Figur 2. VÄRDERING AV RIKSGÄLDSKONTORET
– ÅTERFÖRSÄLJARE 2005 VS 2004



Betygskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt respektive mycket betydelsefullt och värden under 3 som underkänt respektive oviktigt.

Figur 3. VÄRDERING AV RIKSGÄLDSKONTORET
– UTLÄNDSKA INVESTERARE 2005 VS 2004



Betygskalan är från 1 till 5. Värden över 4 tolkas som utmärkt respektive mycket betydelsefullt och värden under 3 som underkänt respektive oviktigt.

PROFESSIONALISM, BRA INFORMATION MEN BRISTANDE KONTAKTER OCH LYHÖRDHET

Informationen är tydlig och ger god förutsägbarhet

Vår information, förmåga att agera professionellt samt valet av klockslag och frekvens för auktioner framstår som våra starka sidor. Informationen om lånebehov och finansiering anses överlag som utmärkt och ger god förutsägbarhet, liksom informationen om emissionsvolym och villkor. Investeringarna anser att Riksgäldskontorets hemsida och återförsäljarna i stort sett är lika viktiga kanaler för information från Riksgäldskontoret.

Riksgäldskontoret värderas generellt mycket högt på frågan om vi agerar professionellt i en internationell jämförelse, särskilt av utländska investerare, även om omdömet inte var riktigt lika positivt som förra året. En tänkbar förklaring, som också anges av några aktörer, är att vi inte tillgodosett önskemålet om att ge ut långa obligationer.

Försäljningen av statspapper fungerar väl. Det gäller såväl frekvens och försäljningsformer som agerande vid neddragning av auktionsvolym. Under 2005 har det skett en tydlig omvärdering av Riksgäldskontorets agerande på statskuldväxelmärknaden. Den bedöms nu fungera utmärkt.

Betyget för försäljningsformerna för och agerandet vid auktionerna i realobligationer har höjts 2005. En orsak till det högre betyget kan vara att vi övergett auktionsformen med flexibla volymer som uppfattades som svår att genomskåda. Fortfarande är betyget på realobligationsmarknaden lägre än på övriga marknader.

Våra återförsäljare tycker att tekniken vid auktionerna fungerar väl och värdesätter de marknadsvårdande repor som vi erbjuder för att minska risken för bristsituationer i marknaden.

Bristande lyhörighet för marknadens önskemål

Riksgäldskontoret får underkänt på en punkt av svenska investerare. Det gäller lyhörheten för deras önskemål. En tänkbar förklaring kan vara att vi inte tillmötesgått investerarnas krav på att vi ska ge ut långa obligationer.

Svenska investerare tycker att direktkontakterna med oss kan bli mycket bättre. Betyget höjdes visserligen under 2005 men är fortfarande lågt. En klar majoritet av investeringarna uttrycker ett ganska stort eller mycket stort intresse av möten med oss. Återförsäljare och andra motparter anser att kontakterna är goda.

Riksgäldskontoret har också frågat investeringarna om de har intresse för längre löptider i statsskuldväxlar, nominella obligationer och realobligationer. För långa statsskuldväxlar och realobligationer är intresset svagt. Resultatet för nominella obligationer visar ett medelmåttigt intresse. Bakom

detta döljer sig emellertid en mycket stor spridning mellan svaren. Många placerare är helt ointresserade samtidigt som många uppger att de har ett mycket stort intresse av långa obligationer.

Andrahandsmarknaden får blandat betyg

Svenska investerare och återförsäljare anser att likviditeten i andrahandsmarknaden för nominella obligationer och statsskuldväxlar är bra. Det gäller framför allt volymerna och pristransparensen. De internationella aktörerna i nominella obligationer ger lägre betyg.

Realobligationsmarknaden får däremot, i år liksom föregående år, genomgående underbetyg. Likviditet och prisinformation anses inte tillfredsställande och räntespreaden, dvs. skillnaden mellan köp- och säljräntor, är för stor. Återförsäljare anser dessutom att likviditeten har försämrats det senaste året.

Återförsäljarna anser att brokerhandeln ger det bästa bidraget till likviditet i interbankmarknaden. Den elektroniska interbankmarknaden (EIM, Saxess Trading) anses vara ett utmärkt instrument för pristransparens. Den elektroniska handeln mellan återförsäljarna tycks således vara mycket viktig för pristransparensen, medan riskhanteringen mellan bankerna huvudsakligen görs via broker. Detta är ett resultat som har stått sig från 2004.

Investerarna uppger att de huvudsakligen handlar statsobligationer via telefon. Jämfört med 2004 använder färre investerare elektroniska handelssystem.

VÄGEN MOT STÄNDIGA FÖRBÄTTRINGAR

Vi har i flera avseenden fått goda eller tillfredsställande omdömen. Inom nästan alla områden har betygen dessutom höjts. Det är glädjande – inte minst eftersom vi tycks ha rört oss i rätt riktning de senaste åren. Detta innebär dock inte att vi kan slå oss till ro. Särskilt viktigt är det att förbättra vår verksamhet på de områden där vi uppfattas som svaga.

En sådan punkt är att många investerare gärna skulle se att kontakterna med Riksgäldskontoret förbättrades. Mot bakgrund av 2004 års undersökning har vi arbetat vidare med att inbjuda till dialog och diskussion med investerare och återförsäljare om vår upplåning. Bl.a. har vi etablerat informationsmöten i samband med publikationen av Statsupplåningsrapporten. Vi har också genomfört fördjupade diskussioner med återförsäljare och investerare om funktionen i real- och statsskuldväxelmärnaderna. Det resulterade bl.a. i att vi övergav flexibla auktionsvolymmer i realobligationer. Vi kommer att fortsätta verka för en tätare och mer systematisk dialog.

Vi kommer också fortsätta utveckla vår information. Bl.a. har ett omfattande arbete nu inletts som syftar till att utveckla och förbättra vår hemsida, en viktig informationskanal för våra investerare och återförsäljare.

Vi har återigen fått kritik för bristande lyhörddhet. Detta är som vi framhållit tidigare en fråga som rymmer flera dimensioner. Vårt uppdrag är att finansiera statens under-skott genom att låna så billigt som möjligt med hänsyn till risk. I detta syfte fastställs mål för t.ex. den genomsnittliga räntebindningstiden och skuldens fördelning. Här tar vi hänsyn till marknadsförutsättningar i form av efterfrågan och prisrelationer så att vi ska kunna låna till låga kostnader och risker. Vi kan och bör dock inte ta hänsyn till önskemål som inte är konsistenta med våra mål.

Det finns också önskemål och synpunkter på vår operativa verksamhet som vi bör lyssna på och ta hänsyn till. Det kan t.ex. gälla försäljningsformer och kommunikation. Så länge de är förenliga med våra mål och vårt uppdrag försöker vi så långt som möjligt att tillgodose dessa önskemål. Ibland kan dock önskemålen gå i olika riktningar och då kan vi uppenbarligen inte göra alla glada.

För att stärka vår transparens och förutsägbarhet är synpunkter på vår upplåningspolicy viktiga. Det är också viktigt att vi kan förmedla hur våra mål påverkar upplåningen. Den nu genomförda undersökningen ger en god utgångspunkt för att fortsätta arbetet med att utveckla vår verksamhet samt våra investerare- och andra motpartsrelationer.

*Maria Norström,
Skuldförvaltare*



MARKNADSINFORMATION

Källa: Riksgäldskontoret, om ingen annan anges.

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 31 JANUARI 2006

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2007-08-15	8,00	1037	79 901
2008-05-05	6,50	1040	56 783
2009-01-28	5,00	1043	71 621
2009-12-01	4,00	1048	49 990
2011-03-15	5,25	1045	60 034
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	27 990
2020-12-01	5,00	1047	38 703
Summa benchmarks			529 981
Icke benchmarks			41 330

STATSSKULDVÄXLAR, UTESTÅENDE BELOPP, 31 JANUARI 2006

Förfalldatum	Miljoner kronor
2006-02-15	38 684
2006-03-15	84 093
2006-04-19	22 551
2006-06-21	48 078
2006-09-20	54 573
2006-12-20	42 502
Summa statsskuldväxlar	290 481

REALA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 31 JANUARI 2006

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	34 389
2012-04-01	1,00	3106	12 432
2014-04-01	-	3001	12 583
2015-12-01	3,50	3105	63 877
2020-12-01	4,00	3102	40 321
2028-12-01	3,50	3103	3
2028-12-01	3,50	3104	42 569
Summa realobligationer (inkl. inflationskomp.)			206 173

KREDITBETYG

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

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2006-07-26	2006-08-02	2006-08-07
2006-08-09	2006-08-16	2006-08-21
2006-08-23	2006-08-30	2006-09-04
2006-09-06	2006-09-13	2006-09-18
2006-09-20	2006-09-27	2006-10-02
2006-10-04	2006-10-11	2006-10-16
2006-10-18	2006-10-25	2006-10-30
2006-11-01	2006-11-08	2006-11-13
2006-11-15	2006-11-22	2006-11-27
2006-11-29	2006-12-06	2006-12-11

STATSSKULDVÄXLAR, AUKTIONSdatum

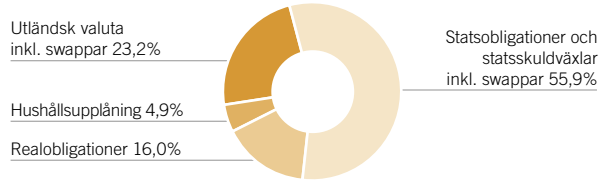
Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2006-02-22	2006-03-01	2006-03-03
2006-03-08	2006-03-15	2006-03-17
2006-03-22	2006-03-29	2006-03-31
2006-04-05	2006-04-12	2006-04-18
2006-04-19	2006-04-26	2006-04-28
2006-05-03	2006-05-10	2006-05-12
2006-05-16	2006-05-23	2006-05-26
2006-05-31	2006-06-07	2006-06-09
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
2006-08-02	2006-08-09	2006-08-11
2006-08-16	2006-08-23	2006-08-25
2006-08-30	2006-09-06	2006-09-08
2006-09-13	2006-09-20	2006-09-22
2006-09-27	2006-10-04	2006-10-06
2006-10-11	2006-10-18	2006-10-20
2006-10-25	2006-11-01	2006-11-03
2006-11-08	2006-11-15	2006-11-17
2006-11-22	2006-11-29	2006-12-01
2006-12-06	2006-12-13	2006-12-15

REALA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
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
2006-04-20	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
2006-08-31	2006-09-07	2006-09-12
2006-09-14	2006-09-21	2006-09-26
2006-09-28	2006-10-05	2006-10-10
2006-10-12	2006-10-19	2006-10-24
2006-10-26	2006-11-02	2006-11-07
2006-11-09	2006-11-16	2006-11-21
2006-11-23	2006-11-30	2006-12-05
2006-12-07	2006-12-14	2006-12-19

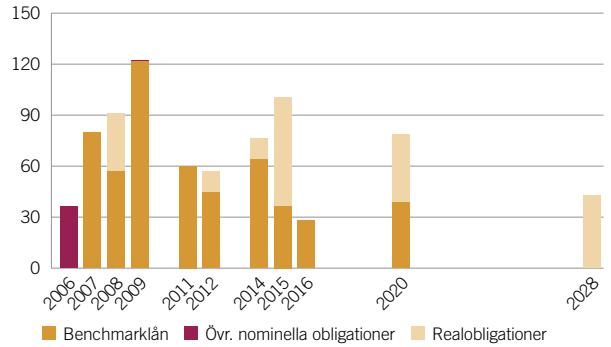
SKULDSAMMANSÄTTNING
Total skuld 1 303 miljarder kronor

31 januari 2006



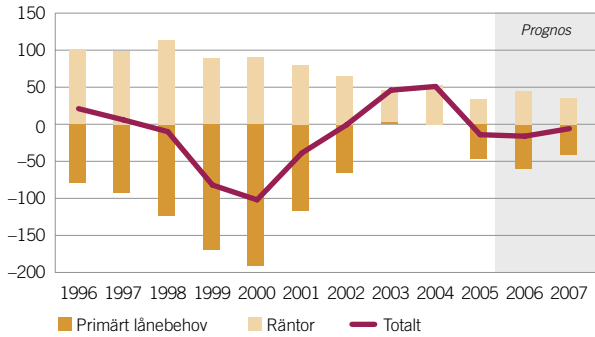
FÖRFALLOPROFIL, NOMINELLA OBLIGATIONER OCH REALOBLIGATIONER

Miljarder kronor 31 januari 2006



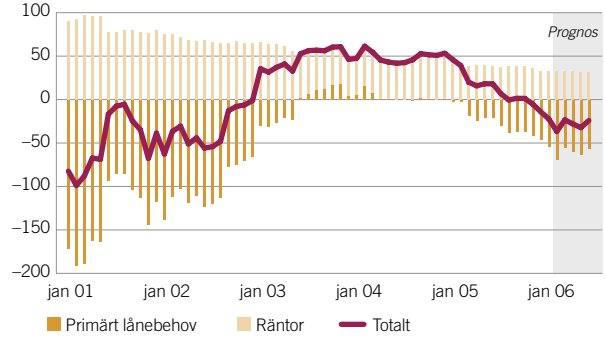
STATENS LÅNEBEHOV 1996-2007

Miljarder kronor



STATENS LÅNEBEHOV, 12-MÅNADERSTAL

Miljarder kronor

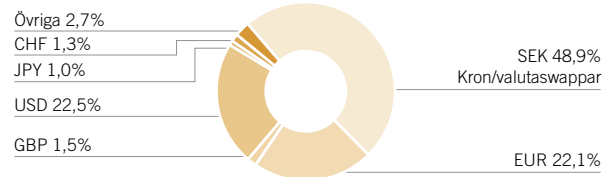


RIKTMÄRKE FÖR VALUTASKULDENS SAMMANSÄTTNING



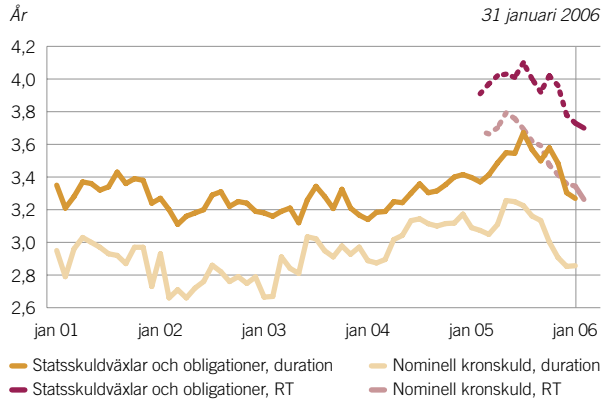
FINANSIERING AV VALUTASKULDEN

31 januari 2006



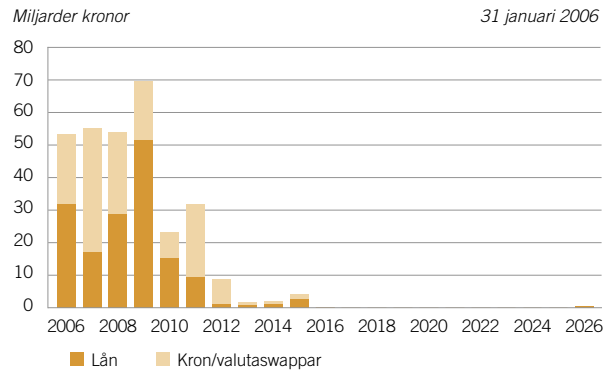


NOMINELLA KRONSKULDENS RÄNTEBINDNINGSTID (RT) OCH DURATION

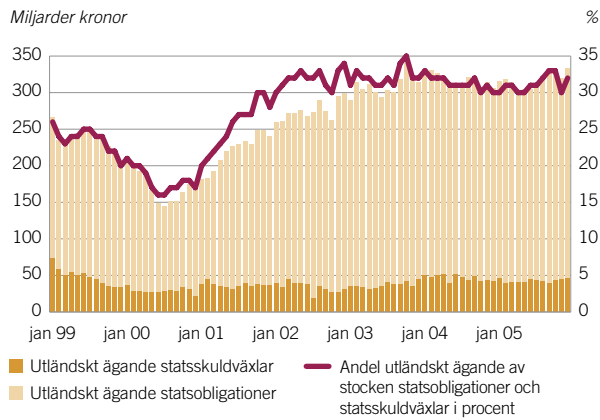


Från och med 1 januari 2006 byter vi löptidsmått från duration till genomsnittlig räntebindningstid (RT).

FÖRFALLOPROFIL, LÅN I UTLÄNDSK VALUTA EXKLUSIVE CALLABLE BONDS

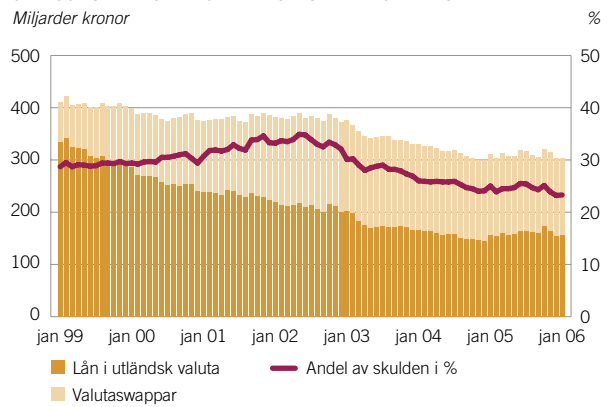


UTLÄNDSKT ÄGANDE AV STATSOBLIGATIONER OCH STATSSKULDVÄXLAR



Källa: Riksbanken

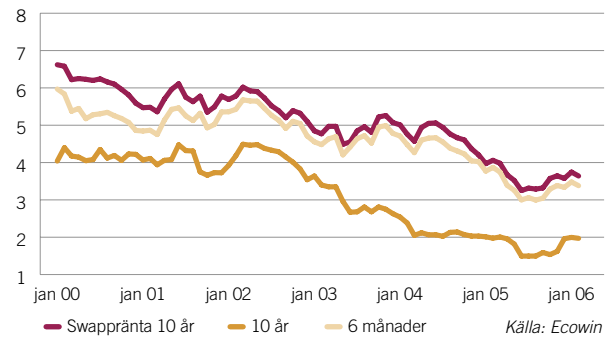
STATSSKULDENS EXPONERING I UTLÄNDSK VALUTA



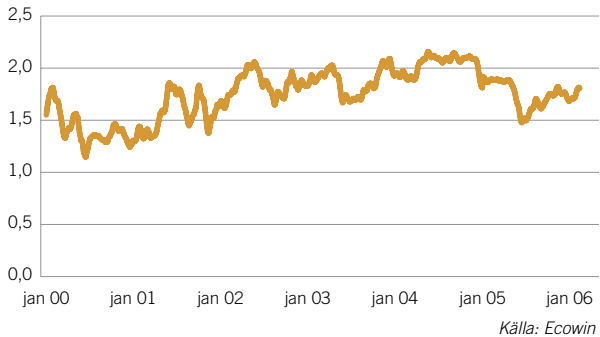
AVKASTNINGSKURVA FÖR SVENSKA STATSPAPPER
%



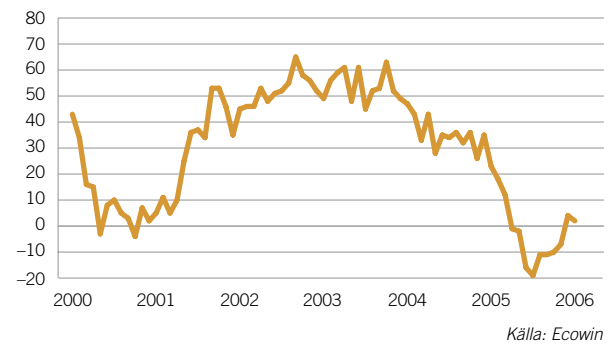
RÄNTEUTVECKLING
%



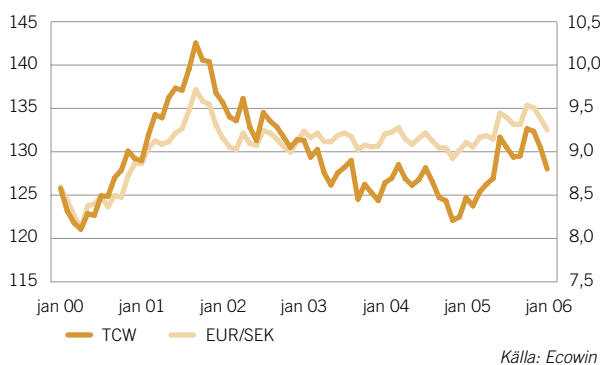
BREAK-EVEN INFLATION
%



RÄNTESKILLNAD TYSKLAND, 10 ÅR
Baspunkter

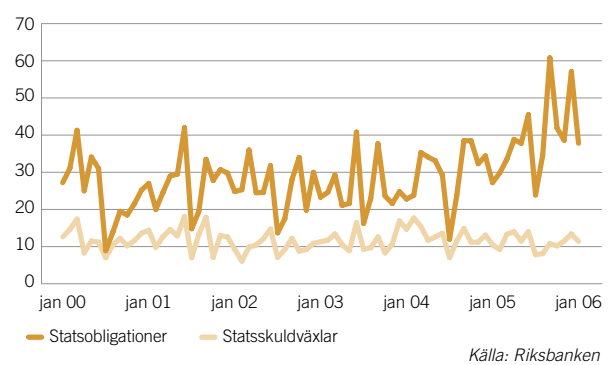


VÄXELKURSUUTVECKLING
TCW – Handelsvägt index



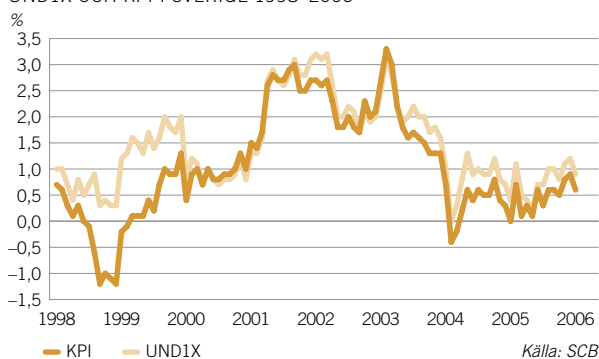
DAGLIG OMSÄTTNING SVENSKA STATSPAPPER

Total omsättning inklusive optioner och terminer, miljarder kronor

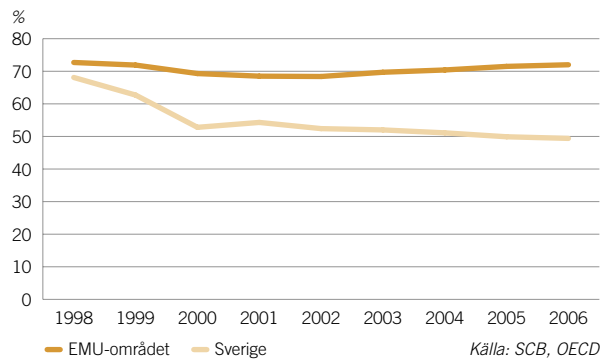




INFLATION:
UND1X OCH KPI I SVERIGE 1998–2006



DEN OFFENTLIGA SEKTORNS KONSOLIDERADE
BRUTTOSKULD I FÖRHÅLLANDE TILL BNP



NATIONALRÄKENSKAPER, PROCENTUELL FÖRÄNDRING

Utbud och efterfrågan	2004	2005	2006	2007
BNP ¹	3,7	2,7	3,6	3,1
Import av varor och tjänster	6,4	7,1	8,5	6,8
Hushållens konsumtionsutgifter	1,8	2,6	3,3	3,1
Offentliga konsumtionsutgifter	0,1	-0,1	1,2	0,8
Fasta bruttoinvesteringar	5,1	10,1	6,7	4,7
Lagerinvesteringar	-0,3	-0,1	0,1	0,0
Export	10,8	5,7	7,9	7,0

Andra indikatorer	Sep-05	Jan-06	2004	2005	2006	2007
KPI, årlig förändring		0,6	0,3	1,0	1,7	2,3
Arbetslöshet		6,3	6,0	5,9	5,0	4,4
Bytesbalans	7,6		6,6	6,2	5,9	6,3

¹ 2 573 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

ORDLISTA

Benchmarkobligation ▶ Obligationer i vilka Riksgäldskontoret åtagit sig att upprätthålla likviditet. Har normalt en utestående volym på minst 20 miljarder kronor.

Break even-inflation ▶ Break even-inflationen är skillnaden mellan nominell och real ränta vid emissionstidpunkten. Den anger hur stor inflationen måste vara i genomsnitt under löptiden för att kostnaden för ett realt och ett nominellt lån ska vara lika stor. Om inflationen är högre än break even-inflationen blir reallånet dyrare för staten och tvärtom.

Derivatinstrument ▶ Finansiellt instrument vars pris är beroende av ett annat instrument. De vanligaste derivatinstrumenten är optioner, terminer och swappar.

Duration ▶ Mått på en obligations återstående löptid som tar hänsyn till både tiden till förfall och kupongräntan. Kortare löptid och högre kupongränta ger lägre duration. Duration kan också ses som riskmått, som mäter hur mycket ett räntepappers marknadsvärde påverkas av att marknadsräntan ändras.

Emission ▶ Försäljning av nya statspapper. Sker vanligen via auktioner.

Fast ränta ▶ Ränta som enligt avtal är bunden till en viss storlek under avtalets löptid.

Finansiella risker ▶ Består av marknadsrisker och kreditrisk, jfr *kreditrisk*.

Float ▶ Är den period i samband med en betalning via bank när varken den som skickar pengar eller den som ska ta emot pengar får någon ränta. I stället tillfaller räntan banken som förmedlar betalningen.

Friår ▶ Friår innebär att en anställd tar ledigt i tre till tolv månader samtidigt som en arbetssökande från Arbetsförmedlingen går in som vikarie.

Inflation ▶ Allmänna prisökningar som gör att pengar får lägre köpkraft. Mäts vanligen med hjälp av konsumentprisindex.

Kapitalmarknaden ▶ Består av kredit- och aktiemarknaden.

Kreditmarknad ▶ Består av penning- och obligationsmarknaden.

Kreditrisk ▶ Risken att motparten inte fullgör sina förpliktelser i en transaktion. Avvecklingsrisk, kapitalrisk, motpartsrisk, landrisk och systemrisk ingår i kreditrisker.

Kupongobligation ▶ Obligation med årlig ränteutbetalning.

Likviditetsväxlar ▶ Statskuldväxlar med skräddarsydda löptider.

Limiter ▶ Kvantitativ begränsning av belopp eller risker.

Marknadsrisk ▶ Risken att priserna på marknaden rör sig på ett ofördelaktigt sätt. Ränterisk och valutarisk är olika former av marknadsrisk.

NBC-stridsmedel ▶ Förkortning av "Nuclear, Biological and Chemical", det vill säga nukleära, biologiska och kemiska stridsmedel.

Nominell obligation ▶ En placering till nominell fast ränta ger vid löptidens slut ett förutbestämt belopp i kronor.

Obligation ▶ Skuldförbindelse där avkastningen betalas i form av ränta.

Obligationmarknad ▶ Marknaden för värdepapper med löptider längre än ett år. Nominella och reala statsobligationer handlas på obligationsmarknaden.

Operativ risk ▶ Risken för förluster som beror på brister i interna processer, mänskliga fel, felaktiga system eller externa händelser. I begreppet ingår legala risker men inte strategiska risker.

Penningmarknad ▶ Marknaden för räntebärande papper med löptider på upp till ett år. Statskuldväxlar handlas på penningmarknaden.

Premieobligation ▶ Sparform där räntan lottas ut som vinster. Riksgäldskontoret ger vanligtvis ut premieobligationer två till tre gånger per år.

Ramavtal ▶ Avtal som ingås mellan en upphandlande enhet och en eller flera leverantörer. Syftet är att för en viss period fastställa de villkor som ska gälla för den enhet som väljer att utnyttja (avropa) ramavtalet. För betalningsförmedlingen till och från staten är Riksgäldskontoret upphandlande enhet. Statliga myndigheter kan välja att utnyttja (avropa) något av ramavtalen genom skriftligt avtal med berörd ramavtalsbank.

Rating ▶ Är ett betyg på till exempel ett företag eller lands förmåga att uppfylla sina ekonomiska åtaganden, det vill säga ett betyg på kreditvärdigheten.

Real ränta ▶ En ränta som är värdesäkrad mot inflation, jfr *realobligation*.

Realobligation ▶ En obligation där innehavare får dels en fixerad ränta, dels en kompensation för inflationen under löptiden. Det betyder att avkastningen och det insatta beloppet är värdesäkrade, så att eventuell inflation inte urholkar obligationens värde under sparp-erioden.

Redundans ▶ Innebär till exempel att ett datorsystem med krav på hög tillgänglighet har vitala delar i två exemplar.

Referenslån ▶ Ett referenslån är en benchmarkobligation som handlas som 2-, 5- eller 10-åring. Kallas även för superbenchmark. Det är i dessa löptider som Riksgäldskontoret koncentrerar upplåningen, jfr *bench-markobligation*.

Repa (repurchase agreement) ▶ Avtal om försäljning av ett värdepapper, där säljaren samtidigt förbinder sig att återköpa papperet om en viss tid till ett överenskommet pris. Repan kan även vara omvänd, det vill säga avtal om köp i kombination med framtida försäljning.

Riksgäldsspar ▶ Riksgäldsspar är ett kontobaserat obligations-sparande. Riksgäldsspar finns med rörlig ränta, fast ränta eller real fast ränta.

Royaltylån ▶ Lån där återbetalningen beror på storlek på försäljning, tillverkning etc.

Räntebindningstid ▶ Den genomsnittliga tiden tills dess de kassaflöden som statskulden ger upphov till ska betalas. Kassaflöden uppstår när räntor och lån förfaller till betalning.

Räntemarknad ▶ Här handlas instrument som ger en i förväg fastställd avkastning (ränta). Räntemarknad delas in i obligations- och penningmarknad.

Rörlig ränta ▶ Ränta som varierar under löptiden.

Statsobligation ▶ Samlingsbegrepp för de obligationer som Riksgäldskontoret ger ut på obligationsmarknaden. Innefattar både reala och nominella obligationer.

Statspappersmarknad ▶ Handeln med de statskuldväxlar och obligationer som vi ger eller har gett ut.

Statsskuldväxel ▶ Ett kortfristigt statspapper utan kupongbetalningar, som ges ut med löptider på upp till ett år.

Swapp ▶ Avtal mellan två parter om en utväxling eller ett byte av räntebetalningar under en given löptid, till exempel byte av fast ränta mot rörlig ränta.

Termin (terminskontrakt) ▶ Avtal om köp och försäljning till ett angivet pris vid en given tidpunkt i framtiden.

Value at Risk, VaR ▶ Ett riskmått som prognostiserar förväntad förlustnivå med en given sannolikhet under en bestämd tid.

Nästa utgåva av Statsupplåning – prognos och analys publiceras onsdagen den 21 juni 2006, kl. 9.30.

Rapporten ges ut tre gånger per år.

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
Riktlinjeförslag för 2006 i korthet		2005:3
Hur och varför Riksgäldskontoret gör prognoser över statens lånebehov	<i>Håkan Carlsson och Sofia Olsson</i>	2005:3
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 ränteprognoser	<i>Martin Lanzarotti</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 avvecklad – valuta- och räntevinst på 4,5 miljarder		2003:3
Marknadsvård- och utveckling i Sverige och några andra europeiska länder	<i>Anders Holmlund</i>	2003:3
Prissättning av statliga garantier i praktiken	<i>Niclas Hagelin och Magnus Thor</i>	2003:3
Statens betalningssystem och nya ramavtal	<i>Lennart Sundquist</i>	2003:3
Små låntagares upplåning i EMU	<i>Eric Morell och Thomas Wigren</i>	2003:2
Upplåningspolicy vid ett medlemskap i valutaunionen	<i>Thomas Olofsson</i>	2003:2
Statliga garantier – förslag till ännu bättre regelverk	<i>Lars Hörngren</i>	2003:2
Risker och derivat	<i>Anne Gynnerstedt och Per-Olof Jönsson</i>	2003:2
Riksgäldskontorets metod för riskanalys	<i>Johan Palm</i>	2003:1
Analys av valutaskuldens sammansättning	<i>Magnus Andersson och Lars André</i>	2003:1
Lånebehov och finansiering under 2002		2003:1



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