

STATSUPPLÅNING

PROGNOS OCH ANALYS

2006:3

STATENS LÅNEBEHOV

Årsprognosen för 2006	1
Årsprognosen för 2007	2
Jämförelser	4
Månadsprognoser	5
Statsskulden	5

FINANSIERING

Finansieringsbehovet	6
Nominell kronupplåning	7
Realupplåning	9
Valutaupplåning	10
Sammanfattning	11

AKTUELLT

Riktlinjeförslaget 2007 i korthet	12
Billigare banktjänster för staten genom nya ramavtal	16
Löptid och risk	18

MARKNADSINFORMATION

Statsskulden	26
Finansmarknaden	29
Svensk ekonomi	30
Återförsäljare	31



STORT ÖVERSKOTT 2007

Riksgälden räknar i den här rapporten med att statens budget 2006 ska ge ett överskott på 11 miljarder kronor. I förra prognosen trodde vi på ett underskott på 5 miljarder. Statsfinanserna utvecklas alltså bättre än vi tidigare räknat med.

Den mer gynnsamma utvecklingen väntas fortsätta. Vi räknar nu med att de löpande nettobetalingarna till staten under 2007 ska bli 24 miljarder större än vi trodde i juni. Därtill kommer att den nya regeringen planerar att sälja statligt ägda företag. I budgetpropositionen anges siffran 50 miljarder kronor per år 2007 och framåt. I och med att inga konkreta beslut är fattade är både det totala beloppet och fördelningen mellan åren osäkra. Vi har valt att utgå från regeringens bedömning och har därför lagt till försäljningsinkomster på 50 miljarder i prognosen för 2007. Sammantaget gör det att vi räknar med ett budgetöverskott på 82 miljarder kronor nästa år.

Ett så stort överskott i statens betalningar försätter Riksgälden i en ny men inte obekant situation. Även åren 1999 och 2000 hade staten överskott i den här storleksordningen. En skillnad är att statsskulden är mindre i utgångsläget den här gången. Men den är alltså så stor att vi kan upprätthålla väl fungerande marknader för våra instrument, med hjälp av en balanserad och likviditetsfrämjande upplåning. Konkret räknar vi med att från årsskiftet emittera nominella obligationer för 2,5 miljarder kronor per auktion och sedan gå ner till 2 miljarder från september. Realupplåningen fortsätter i ungefär oförändrad takt.

Försäljningar av statliga företag kan leda till stora inflöden på kort tid, men som Riksgälden framhållit tidigare har vi medel att hantera dessa utan extra kostnader för staten eller stora effekter på marknaderna. Styrsystemet för skuldens sammansättning och löptid ger oss också så stor flexibilitet att vi kan hantera upplåningen utan tvära kast.

Den finansieringsplan som vi nu presenterar bygger på regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldshöjningen 2007. Beslutet utgår i vanlig ordning från ett förslag från Riksgälden. Utöver snabbare amortering på valutaskulden än tidigare är den viktigaste nyheten att regeringen lagt fast ett samlat styrsystem för statsskuldens sammansättning och löptid. Vårt förslag och regeringens beslut sammanfattas i en artikel i den här rapporten.

Riksgälden har nyligen tecknat ett nytt ramavtal för betalningstjänster med tre affärsbanker. Det nya avtalet gör det möjligt för myndigheterna att sänka kostnaderna för sina betalningar med uppemot 30 procent, motsvarande 50 miljoner kronor per år. Ramavtalet, som är en viktig del av vårt arbete med att effektivisera det statliga betalningssystemet, presenteras också i en artikel.

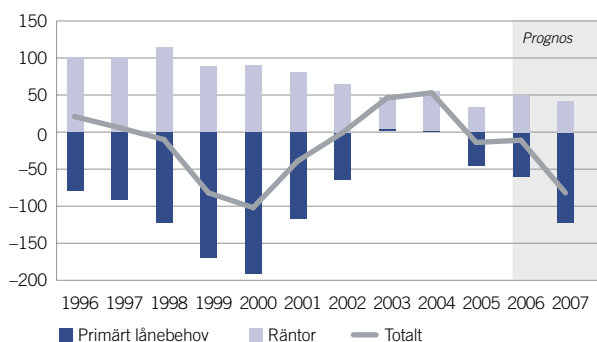
Bo Lundgren
Riksgäldsdirektör



STATENS LÅNEBEHOV

Statsfinanserna har fortsatt att utvecklas starkt sedan vår föregående prognos. För 2006 räknar vi med ett lånebehov på –11 miljarder kronor, dvs. ett budgetöverskott. Det är en förstärkning med 16 miljarder jämfört med prognosen i juni. Nästa år räknar vi med ett lånebehov på –82 miljarder kronor. Den kraftiga förbättringen beror huvudsakligen på förväntade försäljningsinkomster och en fortsatt stark konjunktur. Statsskulden beräknas uppgå till 1 266 miljarder i slutet av 2006 och 1184 miljarder kronor i slutet av 2007.

Figur 1. STATENS LÅNEBEHOV 1996-2007
Miljarder kronor



ÅRSPROGNOSEN FÖR 2006

Vi räknar med ett lånebehov på –11 miljarder kronor 2006 (dvs. budgetöverskott). Det är en förstärkning av statsfinanserna med 16 miljarder kronor jämfört med föregående prognos. Största delen av förbättringen förklaras av att Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter och statliga bolag varit lägre än beräknat, samtidigt som skatteinkomsterna varit högre.

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

	2005	Prognos 2006	Prognos 2007
Primärt lånebehov	-47	-61	-124
Räntor på statsskulden	33	50	42
Lånebehov, netto	-14	-11	-82
Skuldkorrigeringar	43	-12	0
Omvärdering valutalån	29	-15	0
Kortfristiga placeringar	22	-20	0
Statsskuldens förändring	51	-43	-82
Statsskulden vid årets slut	1 309	1 266	1 184

Det primära lånebehovet

Vi reviderar ner det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) från –45 till –61 miljarder kronor jämfört med prognosen i juni. Se tabell 2.

Tabell 2. PRIMÄRT LÅNEBEHOV 2006, FÖRÄNDRING FRÅN FÖREGÅENDE PROGNOSEN, MILJARDER KRONOR ¹

Nettoutlåning	-7
Skatter, netto	-6
Kommunmedel	-3
Tullverket	-2
Övrigt	2
Totalt	-16

¹ Beloppen anger påverkan på lånebehovet. Således betyder exempelvis "Skatter -6" att inkomsterna beräknas bli högre.

Månadsutfallen för statens lånebehov sedan i juni, har varit något starkare än beräknat och vi bedömer att den positiva utvecklingen håller i sig även för årets resterande månader. Den starka konjunkturen har inneburit att den privata konsumtionen utvecklats kraftigt, vilket avspeglat sig i större inbetalningar av moms. Stora aktieutdelningar i kombination med stigande ränteinkomster har lett till att hushållens preliminärskatter på dessa inkomster blivit större än vi räknat med. Därutöver har en ökande import lett till att inkomsterna från tull och tullmoms vuxit starkare.

Riksgäldens nettoutlåning till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 28 miljarder kronor. Det är 7 miljarder kronor lägre än i föregående prognos. Den förhållandevis stora revideringen beror på att ett flertal myndigheter, bland annat Insättningsgarantinämnden och Exportkreditnämnden, har valt att öka sin inlåning och att amortera på sina lån. Samtidigt har också nyutlåningen blivit något lägre än beräknat.

Nettoutlåningen påverkas 2006 med 25 miljarder kronor eftersom utbetalningen av pensionsrätter från PPM avseende 2005 har tidigare lagts från januari 2007 till december 2006. För ytterligare information se vår föregående rapport från juni.

Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna beräknas bli 50 miljarder kronor, vilket är oförändrat jämfört med föregående prognos.

LÅNEBEHOVETS UTVECKLING 2003–2007

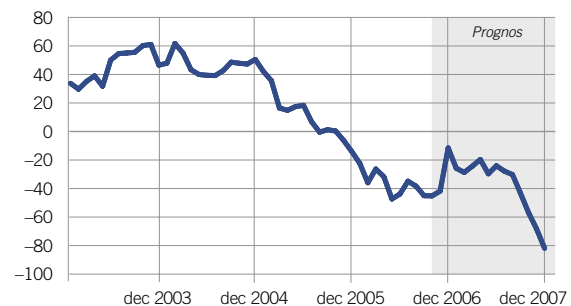
Under ett drygt år, från början av 2005 till början av 2006, skedde ett skift i nettolånebehovet mätt som rullande 12-månaderstal på cirka –90 miljarder kronor. Se figur 2. Under 2003 och 2004 låg lånebehovet kring 50 miljarder kronor (underskott i budgeten). Under större delen av 2006 har 12-månaderstalet legat runt –40 miljarder kronor (överskott i statsbudgeten).

Det snabba skiftet beror främst på att skatteinkomsterna har ökat, framför allt skatter på kapital. Detta var något vi underskattade i våra prognoser under 2005. Lånebehovet har 2006 fortsatt att bli lägre än vi väntat oss, men inte i samma omfattning som förra året. Vår avvikelse på skatteprognosen februari till oktober 2006 är ca –8 miljarder kronor. Därutöver har utdelningar på statens aktier blivit större och Riksgäldens nettoutlåning mindre.

Den förväntade uppgången i 12-månaderstalet i december 2006 beror på att utbetalningen av premiepen-sionsmedel på cirka 25 miljarder kronor är flyttad från januari 2007 och att räntebetalningarna stiger jämfört med förra året. Vi förväntar oss att 12-månaderstalet kommer

att ligga kring –25 miljarder kronor under första halvåret 2007, dvs. en liten uppgång jämfört med 2006. Därefter beräknas tolv månaderstalet minska ner till –82 miljarder kronor i slutet av 2007, vilket beror på inkomster från försäljning av statliga tillgångar.

Figur 2. NETTOLÅNEBEHOV 2003-2007, RULLANDE TOLVMÅNADERSTAL
Miljarder kronor



Diagrammet visar utvecklingen för statens nettolånebehov som rullande 12-månaderstal från 2003 till 2007. Utfall finns fram till oktober 2006 och efter det visas vår prognos.

ÅRSPROGNOSEN FÖR 2007

Vår nya prognos för 2007 är ett lånebehov på –82 miljarder kronor. Den kraftiga förbättringen från juni-prognosen beror till stor del på att vi räknat in de försäljningsinkomster på 50 miljarder kronor som regeringen aviserade i budgetpropositionen. Prognosen över försäljningsinkomsterna är dock behäftad med stor osäkerhet. Men även utan dessa inkomster förbättras lånebehovet jämfört med föregående prognos, inte minst på grund av en mycket stark konjunktur som leder till större skatteinkomster.

Det primära lånebehovet

Det primära lånebehovet (alla betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas bli –124 miljarder kronor. Det är en förbättring med 78 miljarder kronor jämfört med juni-prognosen. Den viktigaste förklaringen är att vi i juni inte räknade med några försäljningsinkomster.

Tabell 3. PRIMÄRT LÅNEBEHOV 2007, FÖRÄNDRING FRÅN FÖREGÅENDE PROGNOSEN, MILJARDER KRONOR ¹

Försäljningsinkomster	–50
Höjd egenavgift i arbetslöshetsförsäkringen	–9
Skatter, netto	9
Transfereringar	–7
Utdelningar på statens aktier	–5
Inbetalning från Venantius AB	–5
Kommunmedel	–4
Nettoutlåning	–4
Övrigt	–4
Totalt	–78

¹ Beloppen anger påverkan på lånebehovet. Således betyder exempelvis "Försäljningsinkomster –50" att inkomsterna beräknas bli högre.

Budgetpropositionen för 2007 innehåller ett stort antal förändringar på skatteområdet. De flesta innebär minskade skatteinkomster. Den enskilt största skattesänkningen är en skattereduktion för arbetsinkomster som införs från

den 1 januari 2007 (det s.k. "jobbskatteavdraget"). Detta innebär att alla med arbetsinkomster kommer att få lägre genomsnittlig skatt. Sänkningen av skatten på arbete motverkas delvis av att skattereduktionen för fack- och a-kasseavgiften slopas och att avdragen för resor och övriga utgifter minskas. Dessutom höjs punktskatterna på tobaksvaror, och en förmånsskatt på Hem-PC införs.

Budgetpropositionen innehåller också förslag om sänkningar av fastighets- och förmögenhetsskatten. Dessa förslag beräknas dock få mycket liten *kassamässig* effekt 2007, utan kommer huvudsakligen att påverka lånebehovet för 2008 och framåt eftersom största delen av dessa skatter betalas in med ett års eftersläpning som fyllnadsinbetalning eller kvarskatt.

Sammantaget beräknar vi att förslagen i budgetpropositionen leder till att skattebetalningarna minskar med knappt 30 miljarder kronor 2007. Trots de omfattande skattesänkningarna minskar prognosen för skatterna endast med 9 miljarder kronor. Det beror på att skatteinkomsterna påverkas positivt av den starka konjunkturen. Vinstutvecklingen hos företagen förväntas hålla i sig, vilket leder till höga skattebetalningar från bolagen också nästa år. Även hushållens skatt på kapitalvinster, inkomsträntor och utdelningar ökar jämfört med förra prognosen. Samti-

digt innebär de sänkta skatterna på arbete att hushållens disponibla inkomster stiger. Detta leder till öknings av en redan stark konsumtion. Momsinkomsterna ökar därmed ytterligare något mer än vi trodde i juni.

För att finansiera skattesänkningarna har regeringen föreslagit ett antal besparingsåtgärder. Egenavgifterna i arbetslöshetsförsäkringen kommer att höjas nästa år. Vi beräknar att det leder till att statens inkomster ökar med 9 miljarder kronor.

Regeringen föreslår också besparingar inom transfereringssystemen. Det är framförallt utgifterna för aktivitets- och sjukersättning samt aktivitetsstödet och arbetslöshetsförsäkringen som sänks. Vi beräknar därför att statens utgifter för transfereringar 2007 blir 7 miljarder kronor lägre än tidigare.

Utdelningarna på statens aktier ökar med 5 miljarder kronor jämfört med föregående prognos. Ökningen förklaras framför allt av att TeliaSonera förväntas höja sin utdelning avseende 2006.

Vidare har regeringen bemyndigats att överta gäldenärsansvaret för Venantius AB:s obligationslån, samt bolagets utestående åtagande på derivatmarknaden. Åtagandet uppgår till cirka 4,5 miljarder kronor och kommer att kompenseras med en inbetalning på motsvarande belopp från

FÖRSÄLJNINGAR AV STATLIGA TILLGÅNGAR

Regeringen har aviserat att den tänker sälja statliga tillgångar för 50 miljarder kronor per år 2007 till 2009. Det kommer i så fall att minska nettolånebehovet och statskulden med motsvarande belopp.

För Riksgäldens verksamhet har det ingen betydelse vilka företag som säljs. För oss ligger svårigheten i att hantera osäkerheten i försäljningsinkomsternas storlek och när i tiden de förväntas infalla. Ju kortare planeringshorisonten är desto svårare blir det att planera statsskuldens förvaltning (se mer under finansieringsavsnittet sid 8).

Det går givetvis att spekulera i vilka företag som kommer att säljas först och till vilka belopp. Riksgälden har dock ingen ytterligare information än den som är allmänt tillgänglig om försäljningsprocessen. Vår bedömning är därför lika osäker som någon annans.

Vad gäller *beloppets storlek* tror vi inte att vi kan göra en bättre bedömning än regeringen själva. Vi har därför antagit 50 miljarder i försäljningsinkomster under 2007. Det skiljer sig från hur vi tidigare hanterat regeringens

prognos över försäljningsinkomster. Den förra regeringen hade under en rad år ett beräkningstekniskt antagande om försäljningsinkomster på 15 miljarder kronor per år i sin budget. Detta realiserades sällan, utan försäljningsinkomsterna blev ofta nära noll kronor. Därför antog vi inte några försäljningsinkomster i våra prognoser. Skillnaden nu är att den nya regeringen är väldigt tydliga med att det finns en ambition att sälja statliga tillgångar och i stor omfattning.

Vad gäller *tidpunkten för när* pengar betalas in till statskassan tror vi att det är mer sannolikt att de kommer under andra halvåret än det första, av det enkla skälet att försäljningsprocessen kan ta tid. Vi har därför fördelat de antagna försäljningsinkomsterna om 50 miljarder kronor under september till och med december 2007. Vår förhoppning med den fördelningen är att effekterna på låneplanen ska bli så små som möjligt då vi med stor sannolikhet ändå kommer att behöva revidera vår finansieringsplan vartefter mer information blir känd.



Venantius. Övertagandet kommer inte att påverka stats-skulden då den ökar vid övertagandet och sedan kommer att minska med samma belopp genom betalningen från Venantius. Däremot kommer lånebehovet att minska med ca 4,5 miljarder kronor då betalningen från Venantius redovisas mot inkomsttitel på statsbudgeten.

Riksgäldens nettoutlåning till statliga myndigheter, af-färsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 11 miljarder kronor. Det är 4 miljarder kronor lägre än i föregående prognos. Det är främst en anpassning till att myndigheter-na de senaste åren lånat betydligt mindre än budgeterat.

Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna beräknas bli 42 miljarder kronor. Det är 4 miljarder kronor högre än föregående prognos. Förklaringen är högre räntor i svenska kronor och högre kursförluster i utländsk valuta. Det lägre lånebehovet under 2007 jämfört med föregående prognos hinner inte påverka räntebetalningarna i någon större utsträckning eftersom vi antagit

att inbetalningar för försäljningar av statliga tillgångar sker först mot slutet av året.

JÄMFÖRELSE

Statens finansiella sparande jämfört med budgetsaldot

Budgetsaldot¹ kommer enligt våra beräkningar att uppgå till 82 miljarder kronor för 2007. Det finansiella sparandet beräknas däremot uppgå till endast 22 miljarder kronor. Skillnaden beror i huvudsak på att de inkomster på 50 miljarder kronor, som förväntas från försäljning av statliga tillgångar, inte påverkar det finansiella sparandet. Försäljningsinkomsten innebär att aktier omvandlas till kontanter vilket inte har någon effekt på statens förmögenhetsställning.

Det finansiella sparandet förbättras ändå successivt under perioden. Undantaget är 2006 då det försämras något jämfört med 2005, vilket beror på periodiseringseffekter.

Tabell 4. STATENS FINANSIELLA SPARANDE 2003-2007, MILJARDER KRONOR

	2003	2004	2005	Prognos 2006	Prognos 2007
Budgetsaldo	-47	-51	14	11	82
Justeringsposter	2	38	-4	-11	-60
<i>Försäljning av aktiebolag</i>	0	0	-7	0	-50
<i>Överföring från AP-fonden</i>	-13	-4	-2	0	0
<i>Utlåning, återbetalning netto</i>	10	15	6	-4	4
<i>Kurs- och valutaförluster</i>	8	19	-3	12	5
<i>Periodiseringar, övrigt</i>	-3	8	1	-19	-18
Finansiellt sparande	-45	-12	10	0	22

FAKTA

PROGNOSEFÖRUTSÄTTNINGAR

Prognosen baseras på de utgiftsramar och skatteregler som lagts fast i budget- och vårpropositionerna.

På de områden där prognosen för lånebehovet kräver makroekonomiska bedömningar utgår Riksgälden från Konjunkturinstitutets (KI) makrobild. I den här prognosen utgår vi från den makroprognos som KI presenterade i augusti 2006.

Konjunkturuppgången fortsätter. KI räknar med att BNP växer med 4,1 procent i år och 3,3 procent 2007. Förbättringen på arbetsmarknaden är nu tydlig och antalet nyanmälda platser stiger. I kombination med en stigande löneökningstakt innebär den förbättrade sysselsättningen att lönesumman beräknas öka med över 5 procent både i år och nästa år. Även hushållens konsumtion fortsätter att öka snabbt, samtidigt som investeringarna ligger kvar på en hög nivå.

Riksgäldens prognos för räntebetalningarna på statsskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för den aktuella prognosen var den 31 oktober 2006. Vi har även vägt in utfallet för lånebehovet till och med oktober.

Jämförelser med andra lånebehovsprognoser

Riksgäldens nya prognos pekar på ett lånebehov på -11 miljarder kronor i år och ett lånebehov på -82 miljarder kronor 2007. Vi räknar således med ett lägre lånebehov både 2006 och 2007 jämfört med övriga prognosmakare.

Jämför man med prognoserna från KI och Ekonomistyrningsverket så har man i dessa inte hunnit ta hänsyn till förslagen i Budgetpropositionen för 2007. I Riksgäldens och regeringens prognoser ligger det bl.a. försäljningsinkomster för 50 miljarder kronor mer 2007. Även justerat med försäljningsinkomsterna så räknar vi dock med ett betydligt lägre lånebehov än övriga prognosmakare. Det framgår i den sista raden i tabell 5, där vi gör jämförelser rensat för skillnader i försäljningsinkomster och stats-skuldräntor.

¹ För att förenkla framställningen talar vi här om budgetsaldot i stället för lånebehovet, vilket är samma sak förutom att det har omvänt tecken.

Tabell 5. JÄMFÖRELSE MELLAN LÅNEBEHOVSPROGNOSEN,
 MILJARDER KRONOR

	Riksgälden		Regeringen		KI		ESV	
	06	07	06	07	06	07	06	07
Primärt lånebehov	-61	-124	-43	-106	-45	-58	-54	-51
Räntor på statsskulden	50	42	51	43	51	46	51	46
Lånebehov	-11	-82	9	-63	6	-12	-3	-4
Lånebehov justerat för räntor och försäljningsinkomster*	-11	-82	8	-64	5	-66	-4	-58

* Övriga myndigheters prognoser men med Riksgäldens prognos över försäljningsinkomster och statsskuld räntor.

MÅNADSPROGNOSEN

Riksgälden publicerar årsprognoser tre gånger per år. Mellan ordinarie publiceringar görs revideringar av års- och månadsprognoserna endast i undantagsfall. I så fall görs de samtidigt som månadsutfallet för lånebehovet presenteras, vilket sker fem arbetsdagar efter varje månadsskifte.

Prognosen för lånebehovet i november 2006 är -3,8 miljarder kronor. Det är oförändrat jämfört med föregående prognos. Det höga lånebehovet i december kan hänföras till stora utbetalningar avseende överskjutande skatt samt

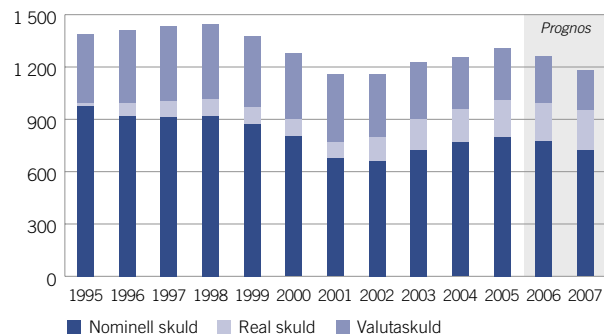
PPM:s extra utbetalning. I februari görs stora skattebetalningar vilket leder till ett överskott denna månad och det stora överskottet i maj kan förklaras av förväntade utdelningar från statliga bolag.

 Tabell 6. STATENS LÅNEBEHOV PER MÅNAD 2006-2007,
 MILJARDER KRONOR

	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	jun
Primärt lånebehov	-4,5	33,5	-1,0	-34,2	-10,4	-12,4	-43,1	4,2
Räntor på statsskulden	0,7	14,4	4,2	1,6	5,8	-0,4	6,1	2,5
Lånebehov	-3,8	47,9	3,2	-32,6	-4,7	-12,8	-37,0	6,7

STATSSKULDEN

Statsskulden uppgick till 1 222 miljarder kronor i slutet oktober 2006. Det är en minskning sedan årsskiftet med 87 miljarder kronor.

 Figur 3. STATSSKULDENS UTVECKLING 1995-2007
 Miljarder kronor


Det negativa lånebehovet har minskat statsskulden med 55 miljarder kronor sedan årsskiftet. Därutöver har statsskulden minskat med 32 miljarder kronor på grund av minskade kortfristiga placeringar och skulddispositioner. En skulddisposition påverkar statsskulden utan att påverka lånebehovet. Ett exempel på detta är omvärdering av valutaskulden till aktuella valutakurser, vilket sker kontinuerligt i redovisningen av statsskulden.

Riksgälden väger inte in förväntade skulddispositioner i prognosen på statsskuldens utveckling. Lånebehovet beräknas uppgå till 44 miljarder kronor fram till årsskiftet. Det innebär att statsskulden förväntas öka till 1 266 miljarder i slutet av 2006. I slutet av 2007 beräknas statsskulden uppgå till 1 184 miljarder kronor. Det motsvarar omkring 45 respektive 40 procent av BNP.

FAKTA

KÄNSLIGHETSANALYS

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

KÄNSLIGHETSANALYS, MILJARDER KRONOR

Ökning med en procent/procentenhet	Effekt på lånebehovet
Lönesumman ¹	-6
Hushållens konsumtion i löpande priser	-2
Öppen arbetslöshet	4
Räntenivån i Sverige	4
Internationell räntenivå	1
Valutakurs	0,5

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



FINANSIERING

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer minskar till 2,5 miljarder kronor per auktion från årsskiftet. En ytterligare minskning till 2 miljarder kronor planeras i september 2007. Såvitt vi nu kan bedöma kan denna emissionsvolym behållas även under 2008. Upplåningen i realobligationer blir fortsatt 5-10 miljarder kronor i årstakt. Riksgälden amorterar på valutaskulden med 40 miljarder kronor i årstakt. Upplåningen i utländsk valuta beräknas till 11 miljarder kronor under 2007.

Den här finansieringsprognosen innebär flera förändringar jämfört med juni-prognosen. I och med att vi nu räknar med ett relativt stort budgetöverskott kommer upplåningen i de flesta instrument att minska. Trots detta räknar vi med att kunna upprätthålla vår normala lånepolicy och även framöver kunna bidra till likviditeten på marknaderna för statspapper.

Regeringen har beslutat öka riktvärdet för amorteringstakten i valutaskulden till 40 miljarder kronor i årstakt vilket innebär att valutaupplåningen minskar. Vi har även fått ett löptidsmål för hela skulden, vilket betyder att real-skulden nu får ett riktvärde för löptidsutvecklingen. I regeringens riktlinjer anges även att realskulden ska utgöra 25 procent av statsskulden.¹

Prognosen för nettolånebehovet är i hög grad avhängig storleksmässigt och i tiden osäkra försäljningsintäkter av statliga tillgångar. Det kan därför uppstå prognosavvikelser som får konsekvenser för t.ex. realskuldens andel och löptiden i den nominella kronskulden. Avvikelseintervallen kring regeringens och styrelsens riktvärden är satta så att vi ska uppnå den flexibilitet som krävs för att upplåningen ska kunna bedrivas med förutsägbarhet och utan krav på Anpassningar i form av kostsamma transaktioner. Vår utgångspunkt och ambition är att eventuella prognosavvikelser inte ska medföra några tvära kast i upplåningen; vare sig i vår lånepolicy eller i vår obligationsupplåning.

FINANSIERINGSBEHOVET

Nettolånebehovet beräknas till –11 respektive –82 miljarder kronor för 2006 och 2007. Jämfört med prognosen från juni minskar nettolånebehovet med 74 miljarder kronor under 2007. Den viktigaste förklaringen är att regeringen aviserat att den planerar sälja statliga tillgångar för 50 miljarder kronor.

Utöver nettolånebehovet behöver Riksgälden också finansiera förfallande lån. Sammanlagt beräknas finansieringen i obligationer och statsskuldväxlar (statspapper) bli –22 miljarder kronor under 2007. Detta är en minskning med 46

¹ Riktvärdena för hur statsskulden ska fördelas mellan de olika skuldslagen anges i termer av alla framtida kassaflöden (nominell skuld plus kuponger och förväntad inflationskompensation). Detta kan också uttryckas som marknadsvärdet av skulden beräknad med nollräntor samt förväntad inflationskompensation. Vi kallar detta mått för statsskuldens summerade kassaflöden (SSK). Se också regeringens Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007 och Riksgäldens Förslag till riktlinjer för 2007.

miljarder kronor jämfört med 2006 och återspeglar det minskade nettolånebehovet tillsammans med en viss minskning av förfallande lån. Det är förfallen i valutaskulden som minskar.

Tabell 1. FINANSIERING 2005–2007, MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Nettolånebehov	-14	-11	-82
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning ¹	29	-33	4
Förfallande obligationslån och uppköp ²	56	68	55
Statsobligationer	16	34	43
Obligationer i utländsk valuta	40	34	12
Summa	66	24	-22
Statsskuldväxelupplåning, netto ³	-27	-67	-90
Obligationssupplåning, brutto ⁴	93	91	68
Obligationer i utländsk valuta	25	20	7
Realobligationer ⁵	12	7	7
Nominella statsobligationer ⁶	56	64	54
Finansiering i statspapper	66	24	-22

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 räntebetalingar i nettolånebehovet.

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

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

Tabell 2. VIKTIGA DATUM 2006 OCH 2007

Datum	Tid	Aktivitet
8 december		Styrelsens beslut om riktmärken och finanspolicy för 2007
14 december	11.00	Byte av 3101 mot 3106
1 februari	11.00	Byte av 3101 mot 3106
28 februari	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2007:1
1 mars	11.00	Sista bytet av 3001
29 mars	11.00	Byte av 3101 mot 3106
12 april	09.30	Pressmeddelande om byte av lån 1040
7-10 maj	16.30	Byten av lån 1040 mot statsskuldväxlar
24 maj	11.00	Byte av 3101 mot 3106
20 juni	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2007:2
23 augusti	11.00	Sista bytet av 3101 mot 3106
24 oktober	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2007:3

NOMINELL KRONUPPLÅNING

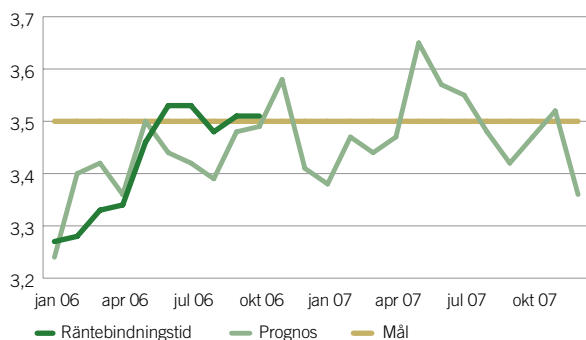
Nominella statsobligationer

Emissionsvolymen minskas till 2,5 miljarder kronor

Emissionsvolymen i statsobligationer minskas från 3 till 2,5 miljarder kronor från auktionen den 10 januari 2007. Bakgrunden är det minskade lånebehovet nästa år. Vi bedömer att det sedan kommer att behövas ytterligare en neddragning av emissionsvolymen till 2 miljarder kronor per auktion från den 12 september 2007. Vår låneprognos sträcker sig inte längre än till och med nästa år, men en preliminär bedömning, baserad på ett oförändrat budgetöverskott, indikerar att denna emissionsvolym bör kunna bibehållas även under 2008.

Vår prognos för räntebindningstiden återfinns i figur 1. Räntebindningstiden beräknas till 3,5 år i genomsnitt under 2007. Eftersom löptiden för närvarande ligger väl i linje med målet finns inget behov av anpassningsåtgärder.

Figur 1. PROGNOSEN OCH UTFALLET FÖR DEN NOMINELLA KRONSKULDENS DURATION OCH RÄNTEBINDNINGSTID
 Räntebindningstid, år



Målet för räntebindningstiden i den nominella kronskulden är $3,5 \pm 0,3$ år. Det månatliga utfallet publiceras den femte bankdagen varje månad i pressmeddelandet om utfallet av statens lånebehov.

Som framgår av tabell 3 medför den minskade obligationsupplåningen att den utestående volymen nominella statsobligationer minskar under 2007 jämfört med innevarande år.² I tabellen redovisas även exponeringen i obligationsräntor med hänsyn till planerade swappar. Dessa diskuteras närmare under avsnitten om statsskuldväxlar och valutaupplåning.

² Uppgifter om utestående stockar i de olika skuldslagen publiceras i Riksgäldens månadsrapport Den svenska statsskulden.

³ 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 terminskontrakten alltid att vara detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader.

⁴ Se vidare fakturen om våra emissionsbeslut i Statsupplåning – prognos och analys 2005:3.

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

	2005	2006	2007
Nominella statsobligationer, emissioner	56	64	54
Förfall, uppköp och byten	-75	-80	-84
Förändring av nominell statsobligationsstock	-19	-16	-31
Swappar, netto	-27	-11	13
Nominella statsobligationer och swappar, nettoförändring	-46	-28	-17

Ny tioårig obligation planeras till december 2007

För att upprätthålla likviditeten i våra benchmarklån och undvika att obligationsstocken sprids på alltför många lån, har vi i vår prognos räknat med att nästa tioåriga obligation, lån 1052, introduceras först i början av december 2007. Detta lån kommer då att bli tioårigt referenslån först den tredje onsdagen i mars 2008. Därefter introduceras inget nytt obligationslån förrän tidigast år 2010 eftersom det utestående lånet 1047 kommer att bli nytt tioårigt referenslån år 2009.

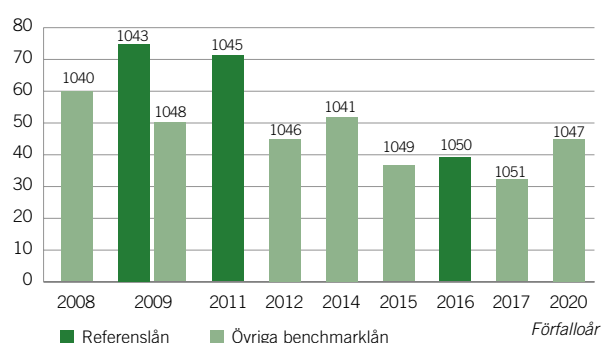
Vi räknar med att kunna fortsätta emittera i referenslånen med två, fem och tioåriga löptider som handlas i den elektroniska interbankmarknaden.³ Under 2007 kommer ungefär hälften av emissionerna att göras i tioårssegmentet. Vi räknar med att göra några enstaka emissioner i de två- respektive fjortonåriga löptiderna och resterande i femårssegmentet.⁴

Tabell 4. REFERENSLÅN I DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN *

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

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

Figur 2. NOMINELLA STATSOBLIGATIONER (BENCHMARKLÅN)
 Miljarder kronor





PRIVATISERINGSINTÄKTER OCH VÅR LIKVIDITETSFÖRVALTNING

I vår planering av finansieringen under 2007 har vi utformat upplåningen så att likviditeten i framför allt statsobligationsmarknaden så långt som möjligt ska kunna upprätthållas. Upplåningen koncentreras till färre benchmarklån så att varje enskilt lån kan bli tillräckligt stort. Användningen av swappar utnyttjas för att hålla upp obligationsupplåningen trots ett minskat lånebehov. Samtidigt fortsätter vi att i viss utsträckning låna både i realobligationer och i obligationer i utländsk valuta.

Intäkter från försäljning av statliga tillgångar innebär större utmaningar för likviditetsförvaltning än normalt. Det är svårt att bedöma när dessa kommer och hur stora de är. Om intäkterna kommer under månader när lånebehoven är små uppstår omfattande placeringsbehov. Vi har emellertid möjligheter att hantera stora svängningar i vår kassaställning.

Förutom den placeringskapacitet vi har på den korta kronmarknaden har vi också tillgång till den internationella penningmarknaden. Vi har möjlighet att placera kassaöverskott hos institut med god kreditvärdighet, köpa räntebärande värdepapper utställda hos sådana institut både i kronor och i utländsk valuta och både i Sverige och utomlands. Vi kan också placera överskott hos andra skuldkontor.

När vi placerar överskott i utländska valutor tar vi inte någon valutarisk eftersom när vi köper utländsk valuta avista för att göra en placering så säljer vi samtidigt utländsk valuta på termin (en s.k. FX-swapp). Det betyder att även stora placeringar av tillgångar inom ramen för vår likviditetsförvaltning inte får några egentliga effekter på valutakursen. Vår policy att nettoköpa utländsk valuta för ungefär samma belopp varje månad påverkas således inte av att vi använder den internationella kapitalmarknaden i vår likviditetsförvaltning.

En god framförhållning är viktig för att minska påfrestningarna för vår likviditetsförvaltning och för att undvika alltför tvära kast både i obligations- och växelupplåningen. Av den anledning tar vi hänsyn till förväntade privatiseringsintäkter redan från årsskiftet.

Vi har tidigare kommenterat, se *Statsupplåningen – prognos och analys 2006:2*, de uppköp av statsobligationer som gjordes år 2000. Vår slutsats är att sådana uppköp inte utgör något förstahandsalternativ vid stora engångsintäkter utan så långt som möjligt kommer undvikas. Vi räknar med att den flexibilitet som vi i dag har i likviditetsförvaltning, inom rimliga gränser, ska vara tillräcklig för att kunna hantera kassafloden av den storleksordning som försäljningar av statliga tillgångar innebär.

Statsskuldväxlar och ränteswappar

Minskad upplåning med statsskuldväxlar

Finansieringen i statsskuldväxlar beräknas minska med 40 miljarder kronor under 2006 jämfört med 2005. I juni-prognosen räknade vi med en minskning på 18 miljarder kronor. Revideringen speglar det minskade lånebehovet jämfört med juni-prognosen. Under 2007 räknar vi med att finansieringen i statsskuldväxlar kommer att minska ytterligare med 23 miljarder kronor jämfört med 2006 till följd av de förväntade intäkterna av försäljning av statliga tillgångar under året.

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

	2005	2006	2007
Statsskuldväxelupplåning, netto ¹	-27	-67	-90
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	56	44	43
Förändring av statsskuldväxelstocken	29	-23	-47
Ränteswappar, netto	41	10	21
Statsskuldväxelstock och swappar, nettoförändring	70	-13	-25

¹ Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

30 miljarder kronor i ränteswappar

Riksgälden 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 utan att skuldens samlade löptid ökar. Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänker denna upplåningsteknik även statens lånekostnader.

Under 2007 kommer i storleksordningen 30 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort räntexponering i kronor eller utländsk valuta. Ränteswappar kan också användas som en del av valutaupplåningen. Då kombineras en ränteswapp med en valutaswapp så att exponeringen i kronor byts till exponering i utländsk valuta.

Riksgälden började använda swappar i slutet av 1995 och har fram till i dag byggt upp en stock motsvarande ca 230 miljarder kronor. Den utestående stocken av swappar beräknas nu för första gången minska något. Under 2007

blir nämligen volymen förfallande swappar större än de 30 miljarder vi totalt beräknas göra i swappar.

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

Tabell 6. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE SWAPPAR, MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Ränteswappar ¹	41	12	26
Valutaswappar ²	5	23	4
Swappar totalt	45	35	30
Swappar, förfall	-18	-24	-43
Swappar, nettoförändring	27	11	-13

¹ Ränteswappar från lång till kort ränteeponering i SEK.

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

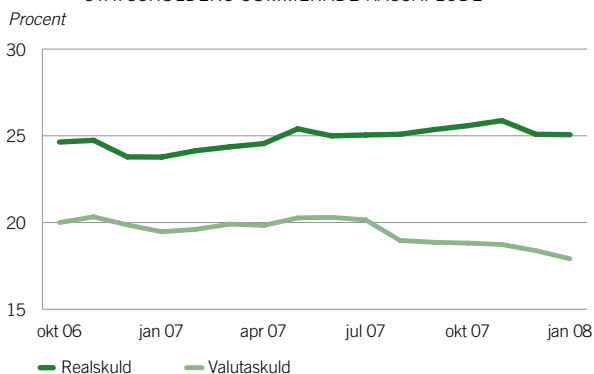
REALUPPLÅNING

Oförändrad emissionsvolym på 5–10 miljarder kronor

Under 2006 har vi hittills emitterat 5,7 miljarder kronor i realobligationer och vi räknar med en volym motsvarande ca 7 miljarder kronor för helåret. Efterfrågan har varierat men har, åtminstone periodvis, varit relativt svag. Skillnaden mellan nominella och reala räntenivåer har i huvudsak legat i linje med Riksbankens inflationsmål.

Realskuldens andel är för närvarande 24,6 procent av statsskulden. Detta innebär att andelen nu är i linje med det av regeringen beslutade målet. Mot bakgrund av nästa

Figur 3. REALSKULDENS RESPEKTIVE VALUTASKULDENS ANDEL AV STATSSKULDEN MÄTT SOM ANDEL AV STATSSKULDENS SUMMERADE KASSAFLÖDE



Riktvärdena för hur statsskulden ska fördelas mellan de olika skuldslagen anges i termer av alla framtida kassaflöden (nominell skuld plus kuponger och förväntad inflationskompensation). Detta kan också uttryckas som marknadsvärdet av statsskulden beräknad med nollräntor samt förväntad inflationskompensation. Vi kallar detta mått för statens summerade kassaflöden (SSK).

års relativt stora budgetöverskottet under 2007 tenderar realskuldens andel att växa även vid begränsade emissionsvolym. För att bidra med likviditet till marknaden kommer vi ändå att fortsätta emittera i en årstakt på 5–10 miljarder kronor även under 2007. Av figur 3 framgår att vi räknar med endast en marginell ökning av realskuldens andel under 2007.

Auktionsvolymen vid de ordinarie auktionerna under 2007 kommer normalt att vara 500 miljoner kronor. Avvikelse kan dock förekomma vid tillfällen då marknadsförhållandena är speciella, t.ex. vid kupongförfall.

Under 2007 planerar vi 14 försäljningsauktioner och fem bytesauktioner. Gällande auktionskalender för 2006 och våren 2007 återfinns i *Marknadsinformation* i slutet av rapporten.

Regeringen har, som nämnts ovan, beslutat om ett riktvärde för hela statsskuldens löptid. Dessa riktvärden omfattar således även realskulden. I vårt underlag till regeringen har vi utgått från hur realskuldens löptid utvecklas över tiden baserat på den upplåning och de byten som redovisats här. Vår styrelse kommer i december att besluta om ett avvikelseintervall för löptiden i realskulden. Intervallet kommer att sättas så att det inte utgör något hinder för den flexibilitet vi behöver i vår hantering av realupplåningen.

Lånen 3106, 3105, 3102 och 3104 kommer att emitteras under 2007. Upplåningen kommer att fördelas relativt jämnt mellan dessa lån. Denna bedömning är beroende av ett marknadsförhållande som kan förändras. Närmaste revideringstillfälle är i februari då nästa bedömning redovisas. Val av obligation inför varje enskild auktion kommer i huvudsak att följa en intern och i förväg fastställd emissionsplan.

Realupplåning på längre sikt

Hur kommer upplåningen att se ut på litet längre sikt? Även utan stora budgetöverskott begränsas emissionsvolymerna av hur stora förfall vi har framöver. Om vi ska erbjuda inbyten av lån 3106 mot längre obligationer, som vi nu gör med lån 3101, begränsas utrymmet för emissioner ytterligare. Skulle vi i stället låta hela lån 3106 gå till förfall utan föregående byten blir utrymmet större. Då hänvisas emellertid investerarna helt till andrahandsmarknaden: både för att hantera lånet när det får kort återstående löptid och för att tillgodose eventuella reinvesteringsbehov. Här kan nämnas några exempel på möjliga förändringar i upplåningen för att från vår sida bidra till likviditeten: Vi skulle vid vissa auktioner kunna göra uppköp i stället för försäljningar och vi skulle kunna göra förlängningsbyten efter hand för att undvika alltför stora förfall när lånen 3106 och 3105 förfaller.



Den mer långsiktiga realupplåningen och vilken roll vi kan ta på oss när det gäller att bidra till likviditeten i marknaden kommer att bli föremål för en dialog med marknaden. Investerare och återförsäljare är välkomna med synpunkter och förslag. Vi kommer att återkomma med närmare besked om formerna för dialogen.

Byten av 3101 och 3001

Under 2006 och 2007 kommer ytterligare byten av lån 3101 mot 3106, och sannolikt ytterligare någon längre realobligation, att erbjudas: ett byte under hösten 2006 och fyra under 2007. I juni och i augusti genomfördes byten motsvarande 5,9 miljarder kronor totalt av lån 3101. De hittills genomförda bytena har varit kursriskneutrala, liksom de två första kommande bytena under våren. Bytet i december kommer däremot att vara likvidneutralt.⁵

Omfattningen av bytena kommer totalt att motsvara det nu utestående nominella beloppet, dvs. 26,7 miljarder kronor. Efter det sista bytet i september 2007 kommer inga ytterligare bytes- eller uppköpsmöjligheter att erbjudas. Det innebär också att vi inte kommer att ha kvar någon reguljär marknadsvårdande repo- eller bytesfacilitet i lån 3101 gentemot våra återförsäljare. Observera att bytesvolymerna vid de enskilda auktionstillfällena inte kommer att justeras upp även om tidigare byten inte blivit fulltecknade. Bytena äger rum enligt schema som återfinns i tabell 7.

Tabell 7. BYTEN AV 3101 MOT LÄNGRE REALOBLIGATIONER

Auktionsdatum	Uppköp av lån 3101, ca mdkr	Försäljning av lån	Villkor
14 december 2006	2	3106	Likvidneutralt
1 februari 2007	7		Kursriskneutralt
29 mars 2007	6		Kursriskneutralt
24 maj 2007	6		
23 augusti 2007	5		
Summa	26		

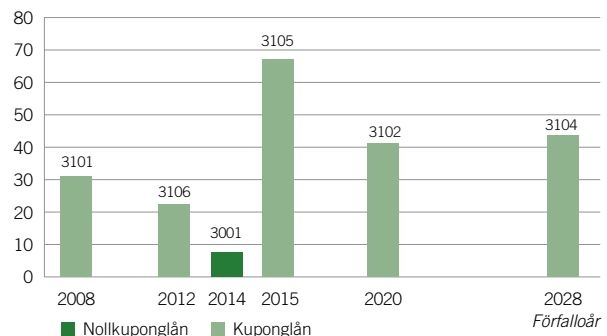
Även för nollkupongslånet 3001 kommer vi att erbjuda ett bytestillfälle nästa år. Det kommer att vara den 1 mars då vi erbjuder byten mot lån 3105 och eller lån 3106. Villkoren för detta bytestillfälle annonseras en vecka innan auktionen. Den utestående volymen i 3001 är i dag 6,5 miljarder kronor.

Bytenas faktiska omfattning kommer att bero på investerarintresset. Investerarna kommer inte att erbjudas

⁵ Kursriskneutrala byten innebär att marknadsvärde 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.

några ekonomiska incitament för att byta in lånen. Detta betyder att vi kommer att skära ned bytesvolymen om buden inte ligger i linje med marknadens prissättning. Det bör även noteras att förutsättningen för att vi ska kunna förlita oss på marknadens indikativa prissättning vid bytena är att denna verkligen speglar marknadsaktörernas sammanvägda värdering av t.ex. inflationsutvecklingen och konsistensen mellan nominella och reala räntenivåer. En närmare redogörelse för vår policy vid prissättningen vid auktioner finns på vår webbplats.

Figur 4. REALA STATSOBLIGATIONER
Miljarder kronor



VALUTAUPPLÅNING

I regeringens riktlinjer anges att valutaskulden ska amorteras med 40 miljarder kronor i årstakt. Detta är en ökning från de 25 miljarder kronor som gäller för 2006. Valutaskulden amorteras med 18 miljarder kronor under innevarande kalenderår till följd av att vi under våren fram till den 21 juni utnyttjade möjligheten att amortera mindre under en period med svag kronkurs.

Tabell 8. VALUTAUPPLÅNING 2005-2007, MILJARDER KRONOR

	2005	2006	2007
Valutalånebehov, brutto	30	44	11
Valutaamortering	-20	-18	-40
Förfall och valutakursdifferenser	50	62	51
Obligationer i utländsk valuta ¹	43	30	12
Valutaswappar ²	18	21	38
Kortfristiga valutalån, netto	-4	4	0
Realiserade valutakursdifferenser	-8	6	1
Valutaupplåning, brutto	30	44	11
Obligationer i utländsk valuta	25	20	7
Valutaswappar, brutto ²	5	23	4

¹ Värdet till anskaffningskurser.

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

Under 2007 kommer lån i utländsk valuta för motsvarande 51 miljarder kronor att förfalla. Det innebär att vi behöver låna 11 miljarder kronor i utländsk valuta under nästa år för att uppnå målet för amorteringstakten på valutaskulden. Detta är en minskning jämfört med 2006.

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.

Hittills i år har vi lånat 20,4 miljarder kronor på kapitalmarknaden. Bland annat har två dollarlån (eurodollar) på 1 miljard dollar vardera getts ut: ett i februari med förfall 2011 och ett i maj med förfall 2009. Lånens storlek, löptid och publika försäljning till stora institutionella placerare gör dem till benchmarklån. Därutöver har vi lånat 18 miljarder kronor i kron/swappupplåning. Återstående behov av valutaupplåning i år kommer huvudsakligen att göras med kron/swappupplåning.

Under 2007 har lånebehovet schablonmässigt fördelats mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning; se tabell 8. Fördelningen baseras på de efterfråge- och kostnadsmässiga erfarenheterna under de senaste åren. Den faktiska fördelningen kan komma att avvika från detta scenario.

Valutaskuldens andel är för närvarande 20 procent av skulden mätt som andel av statens summerade kassaflöden (se fotnot 1 ovan). Vi räknar med att fortsätta amortera på valutaskulden med 40 miljarder kronor i årstakt, förutsatt att kronans växelkurs ligger på rimliga nivåer, tills skuldandelen blir 15 procent.

⁶ *Räntan på statsobligationer byts mot en kort ränteeponering i utländsk valuta genom att vi mottar en fast swappränta, som är högre än obligationsräntan, samtidigt som vi betalar en rörlig utländsk ränta. Denna transaktion utgör en kombinerad ränte- och valutaswapp.*

Inom ramen för swappen växlar vi samtidigt kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta. Vid förfall köper vi utländsk valuta till den då rådande växelkursen. I enlighet med swappavtalet har vi nämligen tagit på oss att växla tillbaka den utländska valutan mot kronor till samma kurs som vid den första växlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet.

Vi har således fått en valutaexponering eftersom valutan vid förfall köps till en i dag okänd valutakurs. Upplåningen kan ge en kursvinst eller -förlust. Kron/swappupplåningen utgör således en valutaupplåning med valutaexponering.

SAMMANFATTNING

Riksgälden räknar med att vi trots ett relativt stor budgetöverskott ska kunna upprätthålla vår normala lånepolicy och även framöver kunna bidra till likviditeten på marknaderna för statspapper. Upplåningen i de flesta instrument kommer emellertid att minska. Vår utgångspunkt och ambition är att eventuella prognosavvikelser inte ska medföra några tvära kast i upplåningen.

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer minskas till 2,5 miljarder kronor per auktion från årsskiftet. Vi räknar med att en ytterligare minskning till 2 miljarder kronor behöver genomföras i september. Så vitt vi nu kan bedöma kan denna emissionsvolym behållas även under 2008.

Obligationssupplåningen kommer att fördelas så att omkring hälften görs i den tioåriga löptiden. Därutöver räknar vi med att göra enstaka emissioner i två- och fjortonårssegmenten, och resterande emissioner i den femåriga löptiden. I vår planering räknar vi med att en ny tioårig obligation introduceras först i december 2007.

Statsskuldväxelupplåningen beräknas minska med 23 miljarder kronor under 2007 jämfört med 2006. Minskningen är en följd av det minskade lånebehovet. Vi räknar med att göra swappar motsvarande ca 30 miljarder kronor under 2007.

Realobligationssupplåningen beräknas även fortsättningsvis motsvara 5–10 miljarder kronor i årstakt. Under 2007 kommer investerarna att erbjudas byten av den kortaste realobligationen 3101 mot längre realobligationer. Ett byte av nollkuponglånet 3001 mot andra realobligationer kommer även att erbjudas.

Riksgälden kommer att från årsskiftet att amortera 40 miljarder kronor i årstakt på valutaskulden. Valutaupplåningen beräknas uppgå till 11 miljarder kronor under 2007.



RIKTLINJEFÖRSLAGET 2007 I KORTHET

I årets riktlinjeförslag tar Riksgälden ett viktigt steg framåt och knyter ihop en del lösa trådar. Bland annat presenterar vi förslag på hur skuldandelarna ska styras när de uppnått sina fastställda målvärden. Vi föreslår också att löptidsstyrningen i skulden från och med nästa år ska bygga på ett gemensamt löptidsmått som omfattar hela skulden. Slutligen föreslår vi ett nytt styrsystem för Riksgäldens positionstagande.

Riksgälden lämnar årligen förslag till regeringen om riktlinjer för statsskuldens förvaltning. Utgångspunkten för förslaget är det lagstadgade målet för statsskuldsvärdningen, som säger att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Dessutom ska förvaltningen ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

Huvudfrågorna i statsskuldsvärdningen rör dels skuldens fördelning mellan nominell kronskuld, realskuld och valutaskuld, dels skuldens löptid. Hur dessa beslut omsätts i praktiken, dvs. hur styrningen går till, påverkar också kostnaderna. Regeringen gav i fjolårets riktlinjebeslut Riksgälden i uppdrag att fullfölja analysen av andelsstyrningen och av hur ett samlat löptidsmått för hela statsskulden bör definieras och hanteras. Analysen i årets riktlinjeförslag koncentreras därför på frågor som rör styrningen av statsskulden. I denna artikel ges en sammanfattning av Riksgäldens riktlinjeförslag 2007–2009.

SKULDENS SAMMANSÄTTNING

Regeringen bör liksom tidigare ange riktvärden för skuldandelarna. Vidare bör regeringen uppdraga åt Riksgälden att lägga fast intervall kring riktvärdena för valutaskulden och realskulden. Indirekt definieras därmed även ett intervall för den nominella kronskulden, eftersom andelarna alltid summerar till ett.

Realskulden styrs mot riktvärdet

Beroende på skillnader i skuldslagets egenskaper föreslås intervallen få olika karaktär och funktion. För *realskulden* föreslås regeringen uppdraga åt Riksgälden att ange ett *avvikelseintervall*. Ett intervall är nödvändigt eftersom det är svårt eller t.o.m. omöjligt att i detalj styra realskuldens storlek. Dels har vi inte har någon kort real upplåning och derivatmarknaderna är synnerligen begränsade. Dels är primärmarknaden för realobligationer tunn, vilket gör att vi inte kan räkna med att alltid emittera de volymer vi planerat. Intervallgränserna bör fastställas utifrån vad som behövs för att möjliggöra en kostnadseffektiv hantering av realskulden (preliminära beräkningar visar att ett avvikelseintervall på 2–3 procentenheter bör vara tillfyllest). Vid

den operativa styrningen av realandelen ska Riksgälden ha det av regeringen angivna riktvärdet som referenspunkt, men andelen kommer i praktiken att variera kring detta till följd av förutsebara faktorer som förfall och kupongbetalningar, men även på grund av oväntade händelser, som t.ex. oförutsedda ändringar i lånebehovet.

Valutaskulden styrs genom ett styrintervall

För *valutaskulden* föreslår vi att regeringen ska uppdraga åt Riksgälden att ange ett *styrintervall*. Inom detta intervall ska valutaandelen tillåtas variera till följd av växelkursförändringar utan att Riksgälden vidtar några åtgärder. Motivet är att det finns skäl att anta att kronans värde varierar över tiden kring ett långsiktigt relativt stabilt medelvärde. En alltför strikt styrning av valutaandelen skulle därför kunna leda till att Riksgälden lånar respektive amorterar när det är dyrt, dvs. köper kronor när kronan är stark och köper valuta när kronan är svag. Genom att avstå från att agera så länge valutaandelen rör sig inom styrintervall kan Riksgälden således undvika att göra systematiskt dåliga affärer. Anpassningar görs dock för andra avvikelser, t.ex. på grund av förfallande lån, kupongutbetalningar och lånebehov, i samband med planeringen av upplåningen (f.n. tre gånger per år). Om valutaandelen över- eller understiger intervall ska andelen gradvis återföras till *intervallgränsen* genom ändringar i planen för upplåningen.

Regeringen bör i riktlinjebeslutet konfirmera att de skilda förutsättningarna för styrning av real- respektive valutaandelen gör att Riksgäldens hantering av de båda skuldslagen ska följa olika principer.

Hur stora avvikelser till följd av valutakursrörelser som bör tillåtas är en avvägningsfråga, men en gräns måste sättas för att bevara kontrollen över skuldens faktiska sammansättning och därmed dess riskegenskaper. Vi bedömer ett intervall på ± 2 procentenheter som väl avvägt.

Den nominella kronskulden bestäms residualt

Eftersom skuldandelarna alltid summerar till ett, finns det inte utrymme att ange särskilda riktlinjer för den *nominella kronskuldens* andel, utan den blir en restpost. Vi föreslår vidare att andelarna ska beräknas med hjälp av måttet *statsskuldens summerade kassaflöden* (SSK). Detta mått

inkluderar, utöver det nominella slutvärdet på skulden, även framtida kupongbetalningar och framtida inflationskompensation. På så vis får vi ett mått som fångar samtliga åtaganden som är kopplade till statsskulden och därför ger en bättre bild av statsskuldens riskexponering än det vanliga måttet, okonsoliderad statsskuld. Det ger även bättre jämförbarhet mellan de olika skuldslagen. Exempelvis får man en bättre bild av storleken på realskulden i Statskuldens förvaltning – förslag till riktlinjer 2007–2009 3 förhållande till den nominella skulden eftersom man även tar hänsyn till den framtida inflationskompensationen. Detta är också samma mått som enligt gällande riktlinjer används för att beräkna räntebindningstiden.¹

Andelarna ändras när de mäts utifrån SSK-måttet i stället för den okonsoliderade statsskulden. Störst är effekten på realandelen, som ökar med närmare 7 procentenheter. Valutaandelen minskar med drygt 2 procentenheter. Orsaken är främst att vi inkluderar framtida inflationskompensation i realskulden och att huvuddelen av den faller ut först när lånen förfaller, samt att realskulden är så mycket längre än övriga skuldslag och därför innefattar fler kupongbetalningar.

Nya riktvärden för andelarna

Bytet av mått ändrar förstås inte statens reella riskexponering. En utgångspunkt vid valet av andelsriktvärden kan därför vara att göra en direkt översättning från det ena måttet till det andra. Med en avrundning till närmaste multipel av fem föreslår Riksgälden därför att riktvärdet för realskulden sätts till *25 procent* och riktvärdet för den nominella kronskulden sätts till *60 procent*. Riktvärdet för valutaandelen är oförändrat 15 procent.

Andelarnas variationer ska inte vara föremål för kvantitativ utvärdering. Riksgäldens beslut om intervallstorlek och hantering av lägen där valutaandelen hamnar utanför intervallet ska dock redovisas och motiveras i vår återrapportering för att kunna bli föremål för kvalitativ utvärdering av regering och riksdag.

Styrsystemet träder i kraft vid årsskiftet för realandelen

Det nya styrsystemet föreslås *träda i kraft* den 1 januari 2007 för *realskulden*. För *valutaskulden* föreslår vi dock att det nuvarande styrsystemet med ett årligt amorteringsmandat ska fortsätta att gälla tills vidare. Anledningen är

att valutaandelen fortfarande ligger en bra bit från det långsiktiga målet (ca 20 procent jämfört med målet på 15), varför det är svårt att från årsskiftet inrymma valuta-skulden i det nya styrsystemet.

Vi föreslår alltså att riktlinjerna för valutaamorteringarna för 2007 och 2008 behålls oförändrade, dvs. riktvärdet bör vara 25 miljarder kronor och avvikelsetintervallet ± 15 miljarder kronor. Givet nuvarande prognoser och bedömningar bör det nya styrsystemet för valutaandelen kunna tillämpas från 2009. Exakt när och hur en övergång till andelsstyrning för valutaskulden ska ske bör tas upp i kommande riktlinjebeslut.

SKULDENS LÖPTID

Hela skulden ska omfattas

Riksgälden föreslår att löptiden i statsskulden ska styras av ett gemensamt löptidsmått som omfattar hela skulden, dvs. även realskulden bör framgent ingå i löptidsmålet. Löptiden bör liksom tidigare mätas i termer av *räntebindningstid* och räntebindningstiden i de olika skuldslagen bör vägas ihop i ett ett-till-ett-förhållande. För att beräkna räntebindningstiden i den reala skulden måste vi göra ett antagande om den framtida inflationen. Det är då rimligt att utgå från Riksbankens inflationsmål på 2 procent. Mätt på detta sätt var den genomsnittliga räntebindningstiden 5,1 år den 31 juli 2006.

Löptiden kortas

Riksgälden bedömer att det av både principiella och praktiska skäl finns utrymme att göra en viss ytterligare förkortning av statsskuldens löptid. Statsfinanserna är relativt starka, illustrerat av den sjunkande skuldkvoten, nu och de närmaste åren framöver. Dessutom minskar risknivån i skuldportföljen gradvis genom att valutaandelen faller. Principiella resonemang pekar på att en förkortning av löptiden ger sänkta förväntade kostnader och våra modellbaserade analyser indikerar att en viss förkortning kan ske utan nämnvärda effekter på den finansiella risknivån.

Riktvärdet för den samlade löptiden i skulden föreslås sättas till 4,7 år för 2007. För 2008 och 2009 föreslår vi ytterligare förkortningar till 4,6 respektive 4,4 år. Enligt gällande praxis föreslår vi att regeringen inte ska ange några intervallgränser för löptiden. Dessa ska sättas av Riksgälden separat för respektive skuldslag, med beaktande av de operativa förutsättningarna att styra löptiden. *Styrsystemet* för löptiden föreslås således fungera som tidigare.

¹ Det är viktigt att poängtera att vi inte föreslår att statsskuldsmåttet ska ändras. Det officiella statsskuldsmåttet "okonsoliderad statsskuld" ska även fortsättningsvis användas vid beräkning av statsskuldens storlek.



Tankar om löptiden i de enskilda skuldslagen

Svårigheterna att styra löptiden i realskulden och den nominella skulden gör att förslagen till samlad löptid bygger på specifika antaganden om löptiden i delskulderna. Förklaring till att löptiden föreslås minska 2008 och 2009 är att löptiden i den reala skulden gradvis minskar. Det beror i sin tur på den nuvarande lånepolicyn på realmarknaden, där vi av kostnadsskäl inte lånar lika långt som tidigare. Därmed kan vi inte heller upprätthålla den genomsnittliga räntebindningstiden i realskulden.

En annan förklaring är att vi – om regeringen följer förslaget ovan – avser att förkorta valutaskulden markant från 2007. Genom att sluta att göra de derivattransaktioner som vi för närvarande använder för att förlänga valutaskulden till riktvärdet 2,1 år kan vi minska löptiden till i genomsnitt en och halv månad, motsvarande 0,125 år. Vi bedömer att det är ändamålsenligt att göra förkortningen av löptiden i valutaskulden bl.a. därför att valutaskulden består av flera valutor och genomslaget av enskilda kortränteförändringar därför är begränsat. Förkortningen påverkar inte Riksgäldens refinansieringsrisk och minskar våra kostnader i och med att behovet av derivattransaktioner minskar.

Förslaget bygger vidare på att löptiden i den nominella kronskulden lämnas oförändrad på 3,5 år under hela perioden.

POSITIONER OCH RISKUTRYMME

Risken styrs med Value at Risk

Regeringen bör liksom tidigare ge Riksgälden mandat att inom vissa angivna ramar ta strategiska och taktiska positioner för att genom omfördelningar mellan skuldslagen och ändringar av löptiden minska statens räntekostnader. Vi föreslår att riskmandatet framöver ska anges i termer av daglig *Value at Risk* (VaR), enligt den modell som sedan flera år tillämpas inom Riksgälden för styrningen av den aktiva förvaltningen i utländsk valuta.

Fördelen med ett enhetligt riskmått är att alla typer av positioner kan inbegripas. Regeringen får därmed ett bättre grepp över de risker som Riksgälden har möjlighet att ta (utöver vad som följer av att statsskulden har de egenskaper som läggs fast i övriga riktlinjer). En naturlig följd av detta är att också det riskmandat för aktiv förvaltning i utländsk valuta som styrelsen nu beslutar bör innefattas i det generella riskmandat som regeringen lägger fast. Detta risktagande sker nu inom ramar som inte sätts i riktlinjerna utan bygger på att regeringen och riksdagen har godkänt Riksgäldens förvaltning.

Positioner tas med hjälp av derivat

Positioner bör tas via *derivat*. Dessa derivatpositioner bör bokföras i en egen portfölj och löpande marknadsvärderas. Detta ger en tydlig uppdelning mellan Riksgäldens förvaltning av statsskulden enligt regeringens riktlinjer och Riksgäldens positionstagande. En följd av detta är att tanken på att låta förväntningar om ränteutvecklingen slå igenom på hur mycket Riksgälden emitterar av långa nominella eller reala kronobligationer bör utgå. Även Riksgäldens möjligheter att ta positioner i kronräntor via derivat bör utgå, dels på grund av att vi har en så dominerande ställning på marknaden att vi riskerar att påverka prissättningen, dels på grund av att vi vill undvika att väcka farhågor hos andra marknadsaktörer att vi skulle utnyttja information om vårt eget framtida agerande för positionstagande.

Riskmandatet bör sättas till *600 miljoner kronor* mätt som daglig VaR vid 95 procents sannolikhet. Det innebär att om hela riskmandatet utnyttjas så är det 95 procents sannolikhet att Riksgälden inte ska förlora mer än 600 miljoner på en dag. Det betyder också att det är 5 procents sannolikhet att förlusten blir större än 600 miljoner. Det nya systemet för positionstagande föreslås *träda i kraft* den 1 januari 2007. Med hänsyn till att vi föreslår att valutaskulden i minst ett år till ska styras med ett amorteringsmandat bör dock de beslut som rör kronans växelkurs lämnas utanför. Dessa bör liksom tidigare regleras i ett avvikelsetervall för amorteringstakten.

REGERINGENS BESLUT

Regeringen beslutade den 9 november 2006 om riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2007. I utgångspunkterna för beslutet slog regeringen fast att statsskulden ska styras genom att regeringen anger riktvärden för andelarna valuta- och realskuld samt ett särskilt styrintervall för valutaskulden. Andelarna ska beräknas utifrån ett mått som beaktar skuldens samtliga kassaflöden, dvs. inte bara det nominella slutvärdet på obligationerna utan även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation. Måttet kallas *statsskuldens summerade kassaflöden* (SSK). Styrsystemet ska träda i kraft i januari 2007, med undantag för styrningen av valutaskulden som införs vid senare tidpunkt.

Regeringen ska även ange ett riktvärde för statsskuldens *samlade löptid*, dvs. inte bara för den nominella delen av skulden, utan även inklusive den reala. Löptidsriktvärdet ska anges i termer av genomsnittlig räntebindingstid (GRT).

Slutligen angav regeringen att Riksgälden ska ha möjlighet att ta ränte- och valutapositioner i syfte att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Positionerna ska tas med derivatinstrument. Positionstagandets omfattning ska begränsas genom att regeringen anger en högsta risknivå, mätt i termer av daglig Value at Risk. Riskbegränsningen omfattar alla positioner utom de som rör kronans växelkurs gentemot andra valutor.

Med utgångspunkt från detta angav regeringen följande riktlinjer:

- Andelen valutaskuld ska långsiktigt minska till 15 procent av statsskulden. Riktvärdet för valutaskuldens amortering 2007 fastställs till 40 miljarder kronor. Amorteringstakten för 2008 och 2009 bör vara 40 miljarder kronor per år. Riksgälden får avvika från den angivna amorteringstakten med ± 15 miljarder kronor.
- Andelen real kronaskuld ska vara 25 procent av statsskulden. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelseintervall runt detta riktvärde.
- Utöver real kronaupplåning och upplåning i utländsk valuta ska statens finansieringsbehov täckas med nominella lån i kronor. Målandelen för den nominella kronaskulden blir därmed definitionsmässigt 60 procent av statsskulden.
- Riktvärdet för den samlade löptiden i statsskulden ska vara 4,7 år i slutet av 2007. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2008 och 2009 ska vara 4,6 respektive 4,4 år. Riksgälden ska besluta om riktmärken för de olika skuldslagen och ange operativa avvikelseintervall för dessa.
- Gränsen för Riksgäldens positionstagande ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value at Risk vid 95 procents sannolikhet. Riksgäldens styrelse ska besluta hur riskmandatet ska fördelas mellan strategisk och operativ nivå.
- Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till en väl fungerande marknad. Detta får inte medföra att målet om långsiktig kostnadsminimering åsidosätts.
- Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.



BILLIGARE BANKTJÄNSTER FÖR STATEN GENOM NYA RAMAVTAL

De nya ramavtalen för betalningstjänster gör det möjligt för de statliga myndigheterna att sänka sina kostnader för betalningstjänster med ca 30 procent. För staten som helhet motsvarar detta en besparing på runt 50 miljoner kronor per år eller 200 miljoner kronor sett över den fyraåriga ramavtalsperioden. De lägre kostnaderna beror till hälften på lägre priser i de nya avtalen och till hälften på att myndigheterna kan byta till mer effektiva tjänster från de olika ramavtalsbankerna.

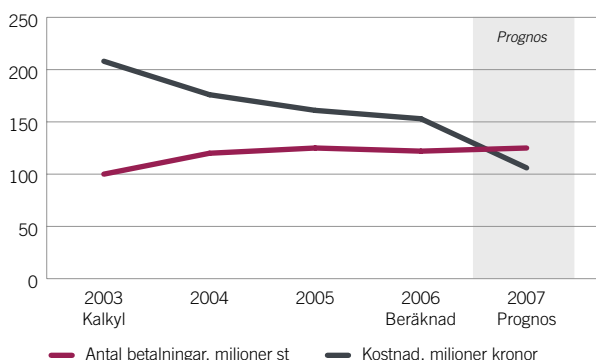
Den 29 september 2006 tecknade Riksgälden ramavtal om betalningstjänster med Nordea, SEB och Swedbank. Det innebär att statens betalningar kommer att förmedlas av samma banker som tidigare. Avtalsperioden är tre år med början den 1 april 2007 och slut den 31 mars 2010. Därefter har Riksgälden möjlighet att förlänga avtalet ytterligare ett år.

Riksgälden har regeringens uppdrag att vidareutveckla statens betalningssystem. I denna roll har Riksgälden i uppgift att upphandla ramavtal för betalningstjänster åt statens ca 270 myndigheter. Avtalen avser betalningar på ca 4 200 miljarder kronor årligen och omfattar betalningar både till och från staten. Inbetalningarna utgörs främst av skatter och avgifter, medan utbetalningarna utgörs av transfereringar så som pensioner och barnbidrag samt kostnader för den statliga förvaltningen.

DET STATLIGA BETALNINGSSYSTEMET BLIR ALLT MER KOSTNADEFFEKTIVT

De nya ramavtalen innebär att kostnadseffektiviteten i det statliga betalningssystemet kommer att öka ytterligare. År 2003 kostade en statlig betalning i genomsnitt drygt två kronor att göra. Därefter har kostnaden minskat. De nya avtalen beräknas leda till att styckkostnaden bli under en krona. I diagrammet framgår hur statens kostnader för betalningsförmedling successivt minskar trots att antalet betalningar ökar.

ANTAL STATLIGA BETALNINGAR OCH KOSTNADER



Från finansiering via float till avgifter (avtal 2004-2007)

Före 2004 ersattes bankerna genom att de i samband med en betalning fick disponera det förmedlade beloppet utan att betala ränta på det, varken till betalningsavsändaren eller mottagaren. Bankerna tjänade därmed ränta på pengarna, vilket utgjorde deras ersättning för att förmedla betalningen. Floaten belastade inte de enskilda myndigheterna utan finansierades centralt via högre räntekostnader för staten.

Den nya avgiftsmodellen innebär att varje myndighet får betala för de banktjänster man använder. Det har synliggjort kostnaderna för betalningstjänsterna och stärkt drivkraften för myndigheterna att använda effektivare och billigare betalningstjänster.

Lägre priser och rangordning (avtal 2007-2010)

Nytt för detta avtal är de nya EU-direktiv (2004/18/EG) som gäller för offentlig upphandling. Det innebär bl.a. att avtalen måste rangordnas eller att en förnyad konkurrensutsättning ska tillämpas. Upphandlingsreglerna har haft en prispressande effekt samtidigt som myndigheterna ännu tydligare leds att använda de mest kostnadseffektiva tjänsterna i respektive bank.

Priserna i det nya avtalet är 15 procent lägre än i nuvarande avtal. Beräknat på antalet transaktioner 2005, och under förutsättning att myndigheterna har sina betalningsflöden i samma banker som i dag, innebär de lägre priserna en besparing för myndigheterna på 25 miljoner kronor per år.

Riksgälden har även rangordnat de olika delarna i de nya avtalen. Om myndigheterna väljer de tjänster som rangordnas högst (utifrån pris och funktionalitet) kan ytterligare besparingar på 15 procent eller 25 miljoner kronor per år uppnås.

Rangordningen gäller dels respektive banks *bas-tjänstpaket*, dels varje *enskild betalningstjänst*. Syftet med rangordning av bankernas bas-tjänstpaket är att förenkla och minska arbetet för flertalet myndigheter när de ska avropa betaltjänster. Varje bank erbjuder ett

bastjänstpaket innehållande de tjänster som de flesta myndigheter använder.

Varje *enskild betalningstjänst* som finns i avtalen har också rangordnats. Denna rangordning gör att myndigheterna på ett effektivt sätt kan "plocka russin ur kakan" då respektive bank används till det den är billigast och bäst på. Myndigheten ska använda den tjänst som rangordnas högst om det inte finns starka skäl för ett annat val. De nya avtalen innebär också att stora myndigheter med fler betalningar än en miljon stycken, för en enskild tjänst per år, ska göra en förnyad konkurrensutsättning. I avtalen har bankerna lämnat takpriser avseende dessa transaktioner. Myndigheten ska välja den bank som erbjuder bäst villkor efter den förnyade konkurrensutsättningen för dessa transaktioner.

Försäkringskassan är den myndighet som beordrar flest betalningar, därefter kommer Skatteverket, Vägverket och CSN. Ett tiotal större myndigheter står för 90 procent av antalet betalningar och en nästan lika stor andel av kostnaderna för betalningsförmedlingen.

UPPDRAG ATT VIDAREUTVECKLA STATENS BETALNINGSSYSTEM

Målet för betalningsverksamheten och ramavtalen är att tillgodose ett kostnadseffektivt och säkert betalningssystem. Vidare ska statens informationsbehov tillgodoses och avtalen ska erbjuda valfrihet för såväl myndigheter som allmänhet. Ett annat krav är att staten ska ha en konkurrensneutral relation till bankerna.

Riksgälden har sedan 1999 regeringens uppdrag att vidareutveckla statens betalningssystem. Utvecklingsarbetet sker på flera områden. De ovan beskrivna ramavtalen är en del av detta arbete och rör den del av det statliga betalningssystemet som finns i de privata bankerna.

Det finns flera fördelar med en centraliserad upphandling av betalningstjänster. Förhandlingsläget gentemot bankerna förbättras med stora betalningsvolymerna, samtidigt som upphandlingsformen möjliggör att enhetliga krav kan ställas när det gäller teknik, säkerhet, likviditetshandling, återrapportering etc. Eftersom avtalen fordrar investeringar hos bankerna i form av anpassad infrastruktur är det också motiverat att stora volymer upphandlas vid ett och samma tillfälle. De administrativa kostnaderna kan också reduceras vid en central upphandling då den enskilda myndigheten inte själv behöver bedriva en omfattande, komplicerad och tidskrävande upphandlingsprocess.

Ett annat utvecklingsområde som Riksgälden arbetar med är de elektroniska system som stöder Riksgälden och myndigheterna i betalningsverksamheten. Ytterligare en del av utvecklingsarbetet bedrivs genom att Riksgälden ser över och lämnar förslag kring de statliga regler som styr verksamheten.

Ramavtalen och de rangordnade tjänsterna finns på www.riksdagen.se under Statens internbank/Ramavtal. Rangordningen finns i bilaga 2 till "Tilldelningsbeslut i upphandling dnr 2005-2141".

Per Franzén
Statens internbank



LÖPTID OCH RISK

Till årets riktlinjeförslag utvecklade Riksgälden en simuleringsmodell för att kvantifiera den risk som statsskulden är förknippad med vid olika val av löptid. Resultaten tyder på att risken med en kort löptid i skulden är begränsad. En löptid i skuldportföljen på exempelvis ett år medför en Cost at Risk på 17 miljarder kronor på ett års sikt. Det är endast 1,3 miljarder kronor mer än den Cost at Risk som dagens femåriga skuld är förknippad med.

I riktlinjerna för statsskuldsvärdningen 2006 efterlyser regeringen en analys av förutsättningarna för ett samlat löptidsmått för hela statsskulden. Syftet med ett samlat löptidsmått är att ge en helhetssyn på avvägningen mellan förväntad kostnad och risk. Ett riktvärde för löptiden i hela skulden ökar möjligheterna att balansera ett ökat risktagande i ett skuldslag med en minskning av risken i en annan del av skulden.

I denna artikel – som återfinns i en mer utförlig version i årets riktlinjeförslag – analyserar vi risk/löptidsaspekten genom att i en simuleringsmodell kvantifiera den risk som statsskulden är förknippad med vid olika val av löptid. Målet är att resultaten ska kunna fungera som vägledning i valet av statsskuldens samlade löptid.

I modellen genererar vi räntor (för kronaskuld såväl som valutaskuld), inflation och växelkurs och beräknar, med hjälp av dessa, nominell kostnad och risk för olika upplåningsstrategier. I enlighet med regeringens riktlinjer mäts kostnaderna som de genomsnittliga emissionsräntorna (det engelska uttrycket är *running yield*) och risken som variationen i de genomsnittliga emissionsräntorna. Mer precist definierar vi vårt riskmått som skillnaden mellan medianen och den 95-procentiga percentilen i vår simulerade kostnadsfördelning. Vi kallar detta mått *Running Yield at Risk (RYaR)* och det visar hur mycket högre än förväntat den genomsnittliga emissionsräntan kan bli med 5 procents sannolikhet.

Resultaten visar att risken minskar med skuldens löptid. Riskminskningen avtar dock snabbt då löptiden förlängs. Resultaten visar också att risken är beroende av vilket tidsperspektiv vi har. Vid en genomsnittlig löptid i skulden på exempelvis tre år är RYaR 1,2 procentenheter på ett års sikt och 1,7 procentenheter på 5 års sikt. Uttryckt i kronor, dvs Cost at Risk, motsvarar detta en risk på 15 respektive 22 miljarder kronor.

KOSTNAD OCH RISK FÖR DE OLIKA SKULDSLAGEN

För att analysera risken i statsskulden måste vi ha en klar definition av vad vi ska betrakta som kostnad. Kostnaderna definieras i proposition 1997/98:154 som de periodiserade ränteutgifterna. Enligt riktlinjerna för statsskuldsvärdningen ska dessa mätas i termer av genomsnittlig emissionsränta,

vilken är ett mått på de periodiserade ränteutgifterna i förhållande till skuldens storlek.

Denna definition tar dock främst sikte på den nominella kronaskulden. För att kvantifiera den risk som real- och valutaskulden är förknippad med, och därmed möjliggöra en beräkning av den totala risken i skulden, måste vi även beakta effekten av inflation och växelkursförändringar. I analysen beaktas dessa effekter på två olika sätt. Dessa beskrivs i mer detalj nedan.

Stockeffekten inkluderas i kostnadsmåttet

I normalfallet är real upplåning och valutaupplåning förknippad med större risk än nominell kronaupplåning. Detta beror på att vi mäter kostnaderna för statsskulden i nominella kronor. Hur mycket av kostnaderna vi låser in (dvs hur mycket risk vi tar) när vi ger ut en obligation beror alltså på valet av skuldslag.

När vi ger ut en nominell kronobligation förbinder vi oss betala en given nominell ränta till investeraren. Investeraren får således bära både realränte- och inflationsrisken.

När vi emitterar realobligationer är det staten som bär inflationsrisken. Vi förbinder vi oss att betala en given realränta samt att kompensera investeraren för inflationen under realobligationens löptid. En realobligation kan ses som en kombination av en obligation, som kostar ett visst belopp motsvarande realräntan vid emissionstillfället, och rörlig upplåning vars kostnad motsvarar realiserad inflation. Genom att vi endast låser in realräntan när vi ger ut en realobligation är risken större än om vi emitterar en nominell obligation, givet löptid.

För att beräkna kostnaden per skuldhet för realskulden justerar vi den genomsnittliga reala emissionsräntan (r^r) för inflationen under perioden ($\Delta p/p_t$) och adderar inflationsuppräknings av skulden. Kostnaden för realskulden för perioden t till $t+1$ uttryckt i nominella termer ges därmed av:

$$i^r = r^r(1 + \Delta p/p_t) + \Delta p/p_t. \quad (1)$$

När vi lånar i utländsk valuta låser vi in den utländska nominella räntan under lånets löptid. Kostnaden uttryckt i kronor beror på hur växelkursen utvecklas. Volatiliteten

i växelkursen gör att valutaupplåning är förknippad med större risk än nominell upplåning. Kostnaden per enhet valutaskuld beräknar vi genom att justera den genomsnittliga emissionsräntan (r^{fx}) med förändringen i växelkursen ($\Delta fx/fx_t$) och addera marknadsvärdesförändringen som orsakats av en förändrad växelkurs. Kostnaden för valutaskulden för perioden t till $t+1$ kan därmed skrivas som:

$$i^{fx} = r^{fx}(1 + \Delta fx/fx_t) + \Delta fx/fx_t \quad (2)$$

Kostnaden utan stockeffekt

Huruvida stockeffekten, dvs växelkursens påverkan på de utestående skuldvolymerna, verkligen ska tas med i det kostnadsuttryck som ligger till grund för riskanalysen kan dock diskuteras. Om vi studerar en längre tidsperiod finns det mycket som talar för att tillfälliga variationer i växelkursen på sikt tar ut varandra och därmed inte påverkar den långsiktiga kostnaden. Vi tar hänsyn till detta genom att även beräkna risken utifrån följande kostnadsuttryck:

$$i^{fx} = r^{fx}(1 + \Delta fx/fx_t) \quad (3)$$

När det gäller kostnaden för realskulden påverkas den givetvis av inflationen. Då Riksbanken har förbundit sig att långsiktigt hålla inflationen på två procent kan det dock vara intressant att studera risken i realskulden om inflationskompensationen på manteln fördelas jämt över obligationens löptid. En sådan utjämnning – som alltså innebär att vi på lång sikt ser inflationen som en säker kostnad på två procent om året – ger följande kostnadsuttryck:

$$i^r = r^r(1 + \Delta p/p_t) + \Delta \bar{p}/p \quad (4)$$

där $\Delta \bar{p}/p$ anger den genomsnittliga inflationen. Då denna term inte varierar kommer risken endast att genereras av variationer i den genomsnittliga emissionsräntan och inflationskompensationen på kupongbetalningarna.

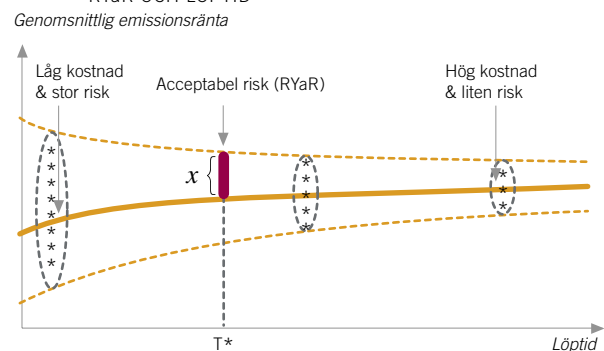
KOPPLINGEN MELLAN RISK OCH LÖPTID

Den risk vi är intresserade av att kontrollera är att den genomsnittliga emissionsräntan inte blir alltför hög. Lån med kort löptid ger i allmänhet upphov till en mer volatil genomsnittlig emissionsränta än lån med lång löptid. Detta är ett resultat av att korta lån måste sättas om ofta vilket ökar exponeringen för svängningar i det allmänna ränteläget.

Avkastningskurvor har dock generellt positiv lutning. Det innebär att det är billigare att låna på korta löptider än på långa. Valet av löptid är följaktligen en avvägning mellan

låg kostnad och hög risk för kort upplåning och hög kostnad och låg risk för lång upplåning. Figur 1 visar en stiliserad bild av detta samband. De ovala markeringarna symboliserar spridningen i den genomsnittliga emissionsräntan vid olika löptider. Spridningen är, som nämnts ovan, störst vid kort löptid och minskar när vi ökar löptiden.

Figur 1. GENOMSnittlig EMISSIONSRÄNTA, RYAR OCH LÖPTID



I figuren är även konfidensintervall inritade. Dessa ska tolkas som den nivå inom vilken räntan med en viss sannolikhet håller sig innanför. Avståndet mellan räntekurvan och konfidensintervallet anger RYaR för olika löptider i skulden. I figuren innebär en löptid på T^* en RYaR på x procentenheter. Riktvärdet för den genomsnittliga räntebindningstiden kan ses som ett närmevärde för den kombination av kort och lång upplåning som ger den önskade avvägningen mellan kostnad och risk.

SIMULERINGSMODELLEN

I avsnittet nedan presenterar vi simuleringsmodellen mer i detalj, den som mest intresserar sig för modellresultaten kan med fördel hoppa över avsnittet och gå direkt till resultaten.

Målet med modellen är att den ska ge vägledning i valet av den sammanlagda skuldens löptid. För att uppnå målet behöver vi realistiska utsagor om framtida kostnader för skuldens olika delar. Med andra ord behöver vi modellera stokastiken i räntorna (för kronskuld såväl som valutaskuld), inflationen och växelkursen.

I modellen låter vi variablerna följa stationära stokastiska processer som varierar runt långsiktiga medelvärden.¹ I den slutliga parametreringen av simuleringsmodellen

¹ Då det är extremt svårt att särskilja stokastiken i många ekonomiska dataserier från rena slumpvandringar har vi också låtit räntorna och kronkursen följa s k random walk-processer. Se "Statsskuldens förvaltning: förslag till riktlinjer 2007–2009".

förlitar vi oss i stor utsträckning på estimerade historiska samband men också på (förhoppningsvis realistiska) antaganden om framtiden.

Med hjälp av de simulerade värdena på våra variabler beräknar vi den nominella kostnaden för realskuld och valutaskuld med olika löptid enligt ekvation (1) – (4) (kostnaden för den nominella kronskulden sammanfaller förstas med de genomsnittliga simulerade nominella räntorna). Vi är då slutligen i en position där vi kan studera hur volatiliteten i kostnaderna (dvs risken) påverkas av löptidsvalet.

Specifikation av avkastningskurvorna

I detta arbete använder vi oss av en metod utvecklad av Diebold och Li för att estimerar dynamiken i de olika skuldslagens avkastningskurvor.² Diebold och Li utgår från att avkastningskurvorna är av Nelson-Siegeltyp och att de har följande funktionsform:

$$r_t^j(\tau) = \beta_{1t}^j + \beta_{2t}^j \left(\frac{1 - e^{-\lambda_t \tau}}{\tau \lambda_t} \right) + \beta_{3t}^j \left(\frac{1 - e^{-\lambda_t \tau}}{\tau \lambda_t} - e^{-\lambda_t \tau} \right) + \varepsilon_t^j \quad (5)$$

Nelson-Siegelkurvan ger en approximation av räntan, $r_t^j(\tau)$, på obligationer och statskuldväxlar med olika löptid (τ) i de tre skuldslagen (j) i tidpunkt t .

Parametrarna β_{1t}^j , β_{2t}^j , β_{3t}^j , är tre latenta dynamiska faktorer och parametern λ_t i viktorna på β_{2t}^j och β_{3t}^j styr hur snabbt funktionerna (vikterna) går mot noll. Ett litet värde på λ_t ger långsamt avtagande funktioner och bättre anpassning av avkastningskurvan vid långa löptider, medan ett stort lambda innebär det omvända. λ_t styr också vid vilken löptid som vikten på β_{3t}^j når sitt maximum.

Ett viktigt resultat som Diebold och Li pekar på i den ovan nämnda uppsatsen är att de tre tidsvarierande faktorerna kan tolkas som avkastningskurvans nivå, lutning och kurvatur och att dynamiken i faktorerna (och därmed avkastningskurvan) kan estimeras med tidsseriemodeller.

Faktorn β_{1t}^j är starkt relaterad till nivån på kurvan. För att se detta låter vi löptiden gå mot oändligheten och finner att $r_t(\infty) = \beta_{1t}^j$. Vidare ser vi att en förändring i β_{1t}^j parallellskiftar hela kurvan då vikten är identisk (=1) oavsett löptid.

Lutningen på kurvan är kopplad till faktorn β_{2t}^j . Detta ses genom att $-\beta_{2t}^j = r_t(\infty) - r_t(0)$. Att β_{2t}^j kan tolkas som räntekurvans lutning förstås intuitivt genom att exempelvis en ökning i β_{2t}^j ökar korta räntor mer än långa räntor – vikten på β_{2t}^j är ju större där – vilket direkt ger en flackare avkastningskurva.

Slutligen visar Diebold och Li att faktorn, β_{3t}^j , är kopplad

till avkastningskurvans kurvatur. Anledningen är att en ökning i β_{3t}^j har liten effekt på mycket korta och mycket långa räntor, men ökar medellånga räntor vilket innebär en ökad kurvatur.

Estimering av avkastningskurvorna

Vi använder månadsdata från och med januari 1996 till och med mars 2006 för att estimerar avkastningskurvorna månadsvis. För löptider under ett år använder vi räntan på deposits och för löptider på ett år och längre använder vi swappräntor, se tabell 1 för deskriptiv statistik. För att slippa estimerar avkastningskurvor för var och en av de valutor som ingår i valutaskulden har vi viktat ihop räntorna i dessa valutor i enlighet med Riksgäldens valutariktmärke. På så sätt skapar vi en tidsserie med "utlandskurvor".

Då staten i huvudsak använder obligationer för sina långa lån vore det att föredra om vi kunde använda oss av (nollkupong)räntor på statsobligationer i skattningarna. Swappräntor tenderar att vara både något högre och något mer volatila än statsobligationsräntor. Tillräckligt långa tids-serier för nollkupongräntor är dock inte tillgängliga i dagsläget. Vidare finns information om benchmarkräntor endast för den nominella kronskulden och valutaskulden. Hur vi löser problemet med räntorna på realskuld diskuteras på sidan 22.

Tabell 1. Deskriptiv statistik, nominella räntor, jan 1996 – mars 2006

Löptid, (månader)	Svenska räntor		Utlandsräntor	
	Medel-värde, %	Standard-avvikelse	Medel-värde, %	Standard-avvikelse
1	3,7	1,3	3,0	0,8
3	3,7	1,2	3,0	0,8
4	3,8	1,2	3,1	0,8
9	3,9	1,2	3,1	0,9
12	4,1	1,2	3,2	0,9
24	4,4	1,2	3,5	0,9
36	4,8	1,3	3,7	0,8
48	5,0	1,3	4,0	0,8
60	5,2	1,3	4,2	0,8
72	5,3	1,3	4,3	0,9
84	5,4	1,3	4,5	0,9
96	5,5	1,3	4,6	0,9
108	5,6	1,3	4,7	0,9
120	5,7	1,3	4,8	0,9

När det gäller estimeringen av parametrarna i ekvation (5) följer vi praxis och låser värdet på lambda. Detta medför

² Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields (NBER 2003).

att vi kan beräkna värdet på regressorerna för varje löptid och estimerar betaparametrarna med en vanlig OLS för varje månad. Förutom att skattningarna blir mycket enklare blir de också, enligt Diebold och Li, pålitligare än om även lambda estimeras. Detta på grund av att vi ersätter en mängd instabila numeriska optimeringar med robusta OLS-regressioner.

Diebold och Li väljer att sätta lambda till 0,0609. Lambda bestämmer vid vilken löptid vikten på faktorn β_{3t}^j (dvs kurvaturen) är som störst. Den amerikanska räntekurvan anses allmänt uppvisa störst kurvatur vid 2–3 års löptid, det värde på lambda som maximerar vikten mitt i det intervallet, dvs vid 30 månader, är just 0,0609. Applikerar vi denna metod på den tidsperiod och de marknader vi studerar i denna promemoria ser vi att kurvaturen på den svenska nominella avkastningskurvan har haft sitt maximum vid ca 4 års löptid medan den hypotetiska utlandskurvan uppvisat störst kurvatur vid ca 5 års löptid. Detta ger ett lambda på 0,037 på den svenska marknaden och ett "utlandslambda" på 0,030.

Efter att vi låst lambdaparametrarna och estimerat ekvation (5) månad för månad till våra ränteserier får vi tidsserier med betavärden. I tabell 2 visar vi medelvärden och standardavvikelser för de skattade betaparametrarna och i figur 2 ritas vi upp de genomsnittliga verkliga avkastningskurvorna för tidsperioden och jämför med de som skattningarna ger.

Tabell 2. Estimeringsresultat, jan 1996 – mars 2006

Svenska kurvan	Medelvärde	Standardavvikelse
β_1^n	6,3	1,5
β_2^n	-2,7	1,0
β_3^n	-0,2	1,9
<i>Utlandskurvan</i>		
β_1^{fx}	5,8	1,1
β_2^{fx}	-2,9	1,1
β_3^{fx}	-1,1	1,6

Dynamiken i avkastningskurvorna, växelkursen och inflationen

Variablerna i modellen – betaparametrarna, inflationen och växelkursen – följer stationära stokastiska processer (s k Ornstein-Uhlenbeckprocesser). Det dynamiska samband som vi utgår från är:

$$dX = \alpha(\bar{X} - X)dt + \sigma dz \quad (6)$$

Där $\alpha(>0)$ är den hastighet varmed variabeln X återvänder till sin "normalnivå" \bar{X} från ett visst realiserat värde X . dz är ett increment från en Wienerprocess med volatiliteten σ . Diskretiserar vi ekvation (6) får vi:

$$\begin{aligned} X_{t+\Delta t} &= X_t + \alpha(\bar{X} - X_t)\Delta t + \sigma\sqrt{\Delta t}\epsilon_{t+\Delta t}, \\ &= \alpha\bar{X}\Delta t + (1 - \alpha\Delta t)X_t + \sigma\sqrt{\Delta t}\epsilon_{t+\Delta t}, \\ &= a + bX_t + \eta_{t+\Delta t}. \end{aligned} \quad (7)$$

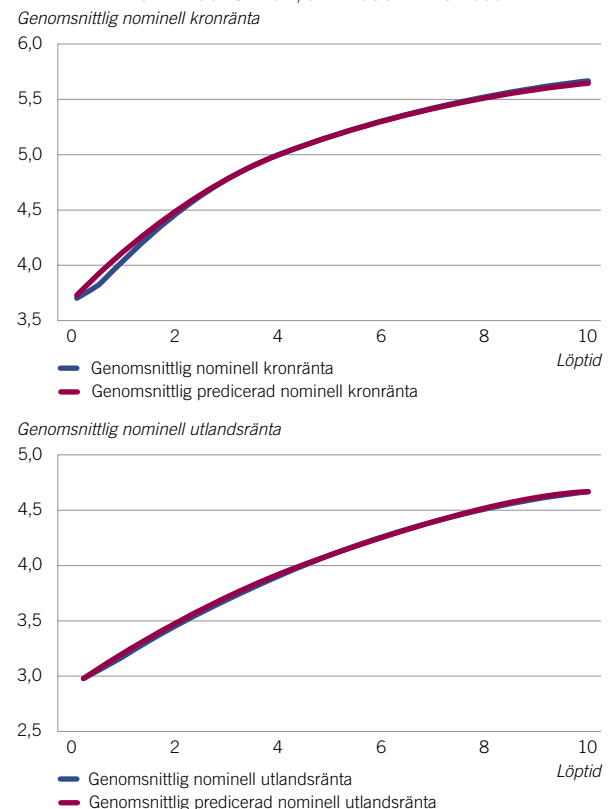
En vanlig AR(1)-process där $\eta_{t+\Delta t}$ är normalfördelat brus ($\epsilon_{t+\Delta t}$ är "standard normal"). För att "få tag i" parametrarna i vår grundmodell skattar vi således ekvation (7) med OLS (för var och en av våra åtta variabler) och beräknar sedan:

$$\hat{a} = \frac{1-b}{\Delta t}, \quad (8)$$

$$\hat{\bar{X}} = \frac{a}{1-b} \text{ och} \quad (9)$$

$$\hat{\sigma} = \sqrt{\frac{\text{var}(\eta_{t+\Delta t})}{\Delta t}}. \quad (10)$$

Figur 2. GENOMSNITTLIGA VERKLIGA OCH PREDICERADE AVKASTNINGSKURVOR, JAN 1996-MARS 2006



Då vi använder annualiserad månadsdata i våra skattningar har vi att $\Delta t = 1/12$. På samma sätt som för utlandsröntorna skattas växelkursdynamiken utifrån ett index som beskriver hur kronan förhåller sig till ett vägt genomsnitt av de valutor som ingår i valutaskulden. För att inte överskatta volatiliteten i inflationen respektive växelkursen använder vi säsongrensade data när vi estimerar dessa (12-månadersförändringar).

Resultaten från övningarna – som alltså med viss modifiering ska användas som input i simuleringarna – återges i Tabell 3.

Tabell 3. Parameterestimat, stationära processer, jan 1996 – mars 2006

Svenska kurvan	α	\bar{X}	σ
β_1^n	0,32	4,69	0,84
β_2^n	0,67	-2,90	1,04
β_3^n	0,97	0,28	2,44
<i>Utlandskurvan</i>			
β_1^x	0,31	4,39	0,58
β_2^x	0,31	-1,72	0,73
β_3^x	1,21	-0,61	2,34
Inflation (π)	0,74	0,94	1,18
Växelkurs (FX)	0,49	8,38	0,34

Kalibrering av simuleringsmodellen

Den fulla simuleringsmodellen består av elva ekvationer. Vi har tre ekvationer för vart och ett av de tre skuldslagen som styr hur avkastningskurvan i respektive skuldslag utvecklas över tiden, samt en ekvation vardera för inflations- och växelkursutvecklingen. I föregående avsnitt estimerade vi dock endast åtta ekvationer; tre ekvationer för realräntekurvan saknas.

Då data över realräntor inte finns har vi valt att kalibrera den reala avkastningskurvan utifrån den svenska nominella kurvan. Det betyder att skillnaden mellan kurvorna i genomsnitt uppgår till förväntad inflation (= Riksbankens inflationsmål på två procent). Vad gäller den reala kurvans lutning och kurvatur antar vi att dessa i genomsnitt överensstämmer med den nominella kurvans. Innebörden av detta är att det i modellen – i genomsnitt – är lika dyrt att låna reallt som nominellt givet en viss löptid. Variansen i realkurvan (de tre betafaktorerna) har vi uppskattat till hälften av variansen i den nominella kurvan genom att jämföra volatiliteten hos en syntetisk 10-årig realobligation med den 10-åriga nominella räntan.³

De simulerade avkastningskurvorna parametreras utifrån den genomsnittliga svenska kurvan från och med januari år 2000. Med andra ord använder vi "svenska" beta- och lambdavärden även för den utländska avkastningskurvan. Innebörden av detta är att vi förutsätter att den förväntade kostnaden för upplåning i utländsk valuta överensstämmer med upplåning i SEK.

I kalibreringen av modellen har vi dessutom valt att frångå regressionsresultaten i föregående avsnitt när det gäller den framtida inflationsprocessen. I simuleringarna skalar vi ner den uppskattade volatiliteten med 20 procent. Vi anser att en nedskalning är motiverad på grund av att den tidsperiod som vi studerar i stort sett ligger i direkt anslutning till beslutet om en ny penningpolitisk regim. Det är inte osannolikt att tro att en sådan period är förknippad med större inflationsosäkerhet än då den nya regimen har "satt sig".

Resultaten i föregående avsnitt, nedskalningen av volatiliteten i inflationsprocessen och antagandet om hur de framtida genomsnittliga räntekurvorna ser ut ger då följande dynamiska processer:

$$\begin{bmatrix} \beta_{1t+1}^n \\ \beta_{2t+1}^n \\ \beta_{3t+1}^n \\ \beta_{1t+1}^r \\ \beta_{2t+1}^r \\ \beta_{3t+1}^r \\ \beta_{1t+1}^x \\ \beta_{2t+1}^x \\ \beta_{3t+1}^x \\ \pi_{t+1} \\ FX_{t+1} \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \beta_{1t}^n \\ \beta_{2t}^n \\ \beta_{3t}^n \\ \beta_{1t}^r \\ \beta_{2t}^r \\ \beta_{3t}^r \\ \beta_{1t}^x \\ \beta_{2t}^x \\ \beta_{3t}^x \\ \pi_t \\ FX_t \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0,32 \\ 0,67 \\ 0,97 \\ 0,32 \\ 0,67 \\ 0,97 \\ 0,31 \\ 0,31 \\ 1,21 \\ 0,74 \\ 0,49 \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} (5,6 - \beta_{1t}^n) \\ (-2,6 - \beta_{2t}^n) \\ (0 - \beta_{3t}^n) \\ (3,6 - \beta_{1t}^r) \\ (-2,6 - \beta_{2t}^r) \\ (0 - \beta_{3t}^r) \\ (5,6 - \beta_{1t}^x) \\ (-2,6 - \beta_{2t}^x) \\ (0 - \beta_{3t}^x) \\ (2,0 - \pi_t) \\ (8,21 - FX_t) \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} 0,84 \varepsilon_{1t+1}^n \\ 1,04 \varepsilon_{2t+1}^n \\ 2,44 \varepsilon_{3t+1}^n \\ 0,60 \varepsilon_{1t+1}^r \\ 0,74 \varepsilon_{2t+1}^r \\ 1,73 \varepsilon_{3t+1}^r \\ 0,57 \varepsilon_{1t+1}^x \\ 0,73 \varepsilon_{2t+1}^x \\ 2,35 \varepsilon_{3t+1}^x \\ 0,94 \varepsilon_{t+1}^\pi \\ 0,34 \varepsilon_{t+1}^{FX} \end{bmatrix} \quad (11)$$

Vi introducerar stokastik i processerna genom att i varje tidssteg – ett år – dra slumptal, ε , från en multivariat standardnormalfördelning. Processerna (dvs slumpталen) saknar autokorrelation och är korrelerade enligt Tabell 4.

En realistisk korrelationsstruktur i modellen är viktig då den direkt påverkar den diversifieringseffekt vi tillgodo gör oss då vi lånar på flera marknader och i flera skuldslag. I simuleringarna använder vi de skattade historiska korrelationerna mellan de åtta variabler som vi estimerar. För att få korrelationer mellan realkurvan och övriga variabler använder vi de reala betafaktorer vi skapat utifrån den nominella kurvans faktorer. Korrelationen mellan realfaktorerna och motsvarande nominella faktorer har satts till 0,7.

³ Realobligationen skapar vi genom att vikta ihop de befintliga realobligationerna till en hybridobligation med tioårig löptid.

Vi får då följande korrelationsmatris:

Tabell 4. Korrelationsmatris, input i simuleringarna

	β_1^n	β_2^n	β_3^n	β_1^r	β_2^r	β_3^r	β_1^{fx}	β_2^{fx}	β_3^{fx}	FX	π
β_1^n	1.00	-0.58	-0.38	0.71	-0.42	-0.25	0.97	-0.75	-0.34	-0.64	-0.10
β_2^n	-0.58	1.00	0.38	-0.41	0.71	0.26	-0.48	0.68	0.24	0.45	0.37
β_3^n	-0.38	0.38	1.00	-0.27	0.27	0.70	-0.37	0.59	0.87	0.06	0.15
β_1^r	0.71	-0.41	-0.27	1.00	-0.29	-0.17	0.68	-0.53	-0.24	-0.45	-0.07
β_2^r	-0.42	0.71	0.27	-0.29	1.00	0.19	-0.35	0.49	0.17	0.32	0.26
β_3^r	-0.25	0.26	0.70	-0.17	0.19	1.00	-0.24	0.41	0.60	0.04	0.11
β_1^{fx}	0.97	-0.48	-0.37	0.68	-0.35	-0.24	1.00	-0.72	-0.45	-0.57	-0.01
β_2^{fx}	-0.75	0.68	0.59	-0.53	0.49	0.41	-0.72	1.00	0.53	0.39	0.04
β_3^{fx}	-0.34	0.24	0.87	-0.24	0.17	0.60	-0.45	0.53	1.00	-0.06	0.01
FX	-0.64	0.45	0.06	-0.45	0.32	0.04	-0.57	0.39	-0.06	1.00	0.50
π	-0.10	0.37	0.15	-0.07	0.26	0.11	-0.01	0.04	0.01	0.50	1.00

SIMULERINGRESULTATEN

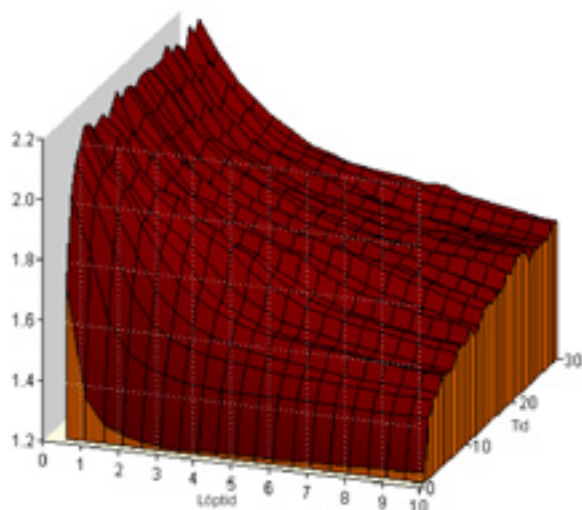
I simuleringarna "skickar vi iväg" 20 000 banor för våra stokastiska variabler; simuleringshorisonten är 30 år. För att få ett mått på den genomsnittliga emissionsräntan redan från år ett behöver vi en "lånehistoria" som är lika lång som vår längsta lånestrategi. Volatilitet uppstår då ett lån sätts om och marknadsräntan i tidpunkt t på instrument med en viss löptid ersätter räntan på det instrument som förfaller. Som en förenkling har vi i simuleringarna antagit att räntekurvorna varit konstanta, och lika med den simulerade genomsnittskurvan för perioden januari 2000 – mars 2006, under "lånehistorien".

Vi gör också några förenklande antaganden när det gäller de strategier som vi studerar. För det första utgår vi från att vi lånar "lika långt" i de olika skuldslagen och att vi i en given strategi rullar obligationer med en viss given löptid. Det betyder att vi för att uppnå en löptid på exempelvis fem år endast emitterar 10-åriga obligationer. För det andra antar vi att 20 procent av upplåningen är real kronupplåning, 15 procent är valutaupplåning och att resten lånas i nominella kronor.

Med dessa antaganden är det enkelt att – utifrån kostnadsdefinitionerna och de simulerade fördelningarna – beräkna den löptids- och horisontberoende risk som statsskulden är förknippad med. Resultaten återges i figur 3 och 4 samt tabell 5–8 nedan.

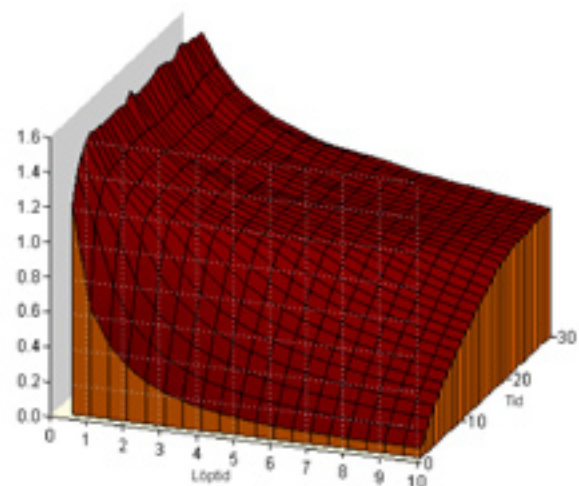
Figur 3. PORTFOLIO RUNNING YIELD AT RISK

Procentenheter och år



Figur 4. PORTFOLIO RUNNING YIELD AT RISK (utan stockeffekter)

Procentenheter och år





I figurerna – som visar RYaR i den sammanlagda skulden, med och utan den s k stockeffekten – ser vi (som väntat) att risken minskar med skuldens löptid och ökar ju längre fram i tiden vi blickar. Notera dock att den marginella riskminskningen avtar snabbt då löptiden förlängs och att det med en lång skuld dröjer innan "horisontrisen" planar ut.

I tabellerna redovisar vi RYaR – för totalskulden samt skuldens olika delar – på ett respektive fem års sikt för olika löptidsstrategier, samt vad denna RYaR kan "översättas" till i kronor och ören (Cost at Risk, CaR) givet dagens storlek på skulden (april 2006). Med en löptid på exempelvis fem år i totalskulden uppgår RYaR – då stockeffekterna tas med – till 1,25 procentenheter på ett års sikt. Detta motsvarar en CaR på 15,6 miljarder kronor.

Vi ser också tydligt att risken i valutaskuld och real-skuld i stor utsträckning beror av om vi tar med stockeffekterna eller ej. Med dessa inräknade är valutaskuld betydligt

riskablare än både realskuld och nominell inhemsk skuld, och realskuld i sin tur är mer riskabel än nominell kron-skuld. En riskrangordning som förändras ordentligt om vi inte räknar med dessa effekter. Då är i stället valutaskuld och realskuld – åtminstone om vi lånar kort – mindre riskabla än nominell kronskuld.

Sammantaget tolkar vi resultaten som att risken med att ha en förhållandevis kort löptid i skulden är mycket begränsad. En löptid i skuldportföljen på ett år innebär exempelvis att CaR på ett års sikt endast blir 1,2 miljarder kronor högre än vid en sammanlagd löptid i skuldportföljen på sju år. Vi kan utan att äventyra statsfinanserna sänka löptiden i hela statsskulden. Ett förslag till riktvärde för den sammanlagda skuldens löptid måste naturligtvis baseras på vad som är operativt hanterbart; resultaten pekar dock på att vi av riskskäl inte behöver "gå längre ut på kurvan" än så.

Tabell 5. RYaR och CaR, procentenheter och mdkr, stationära processer med stockeffekt, tidshorisont 1 år

Löptid	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
<i>RYaR</i>														
Nom SEK RYaR	1,43	0,75	0,50	0,37	0,29	0,23	0,19	0,16	0,14	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08
Real RYaR	2,23	1,81	1,72	1,67	1,65	1,63	1,62	1,61	1,61	1,61	1,61	1,60	1,60	1,60
FX RYaR	7,05	7,06	7,09	7,12	7,15	7,16	7,19	7,20	7,21	7,22	7,23	7,24	7,24	7,25
Portfolio RYaR	1,68	1,36	1,28	1,25	1,24	1,23	1,24	1,24	1,25	1,25	1,26	1,26	1,26	1,26
<i>CaR</i>														
Nom SEK CaR	10,6	5,5	3,7	2,7	2,1	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Real CaR	4,7	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4	3,4
FX CaR	20,3	20,4	20,5	20,6	20,6	20,7	20,7	20,8	20,8	20,8	20,9	20,9	20,9	20,9
Portfolio CaR	20,9	16,9	15,9	15,6	15,4	15,3	15,4	15,4	15,5	15,6	15,6	15,6	15,6	15,7

Tabell 6. RYaR och CaR, procentenheter och mdkr, stationära processer med stockeffekt, tidshorisont 5 år

Löptid	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
<i>RYaR</i>														
Nom SEK RYaR	1,81	1,53	1,38	1,23	1,08	0,91	0,78	0,69	0,61	0,55	0,51	0,47	0,44	0,41
Real RYaR	2,47	2,22	2,10	2,01	1,94	1,85	1,81	1,77	1,75	1,74	1,73	1,72	1,71	1,70
FX RYaR	8,56	8,71	8,78	8,79	8,82	8,81	8,77	8,77	8,77	8,76	8,75	8,75	8,76	8,75
Portfolio RYaR	2,16	2,05	1,98	1,88	1,81	1,73	1,67	1,64	1,61	1,58	1,56	1,55	1,54	1,53
<i>CaR</i>														
Nom SEK CaR	13,4	11,4	10,2	9,1	8,0	6,8	5,8	5,1	4,6	4,1	3,8	3,5	3,2	3,0
Real CaR	5,2	4,7	4,5	4,3	4,1	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,7	3,6	3,6	3,6
FX CaR	24,7	25,2	25,4	25,4	25,5	25,4	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3	25,3
Portfolio CaR	26,8	25,5	24,6	23,3	22,5	21,5	20,8	20,4	20,0	19,7	19,4	19,2	19,1	19,0

Tabell 7. RYaR och CaR, procentenheter och mdkr, stationära processer utan stockeffekt, tidshorisont 1 år

Löptid	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
<i>RYaR</i>														
Nom SEK RYaR	1,43	0,75	0,50	0,37	0,29	0,23	0,19	0,16	0,14	0,12	0,11	0,10	0,09	0,08
Real RYaR	1,30	0,66	0,45	0,33	0,26	0,21	0,18	0,15	0,13	0,12	0,11	0,10	0,09	0,09
FX RYaR	1,02	0,61	0,45	0,37	0,33	0,31	0,30	0,30	0,30	0,31	0,31	0,32	0,32	0,32
Portfolio RYaR	1,20	0,63	0,42	0,31	0,24	0,19	0,15	0,13	0,11	0,09	0,08	0,08	0,07	0,06
<i>CaR</i>														
Nom SEK CaR	10,6	5,5	3,7	2,7	2,1	1,7	1,4	1,2	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6
Real CaR	2,8	1,4	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
FX CaR	2,9	1,7	1,3	1,1	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Portfolio CaR	14,9	7,8	5,3	3,9	3,0	2,3	1,9	1,6	1,4	1,2	1,0	0,9	0,9	0,8

Tabell 8. RYaR och CaR, procentenheter och mdkr, stationära processer utan stockeffekt, tidshorisont 5 år

Löptid	0,5	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6	6,5	7
<i>RYaR</i>														
Nom SEK RYaR	1,81	1,53	1,38	1,23	1,08	0,91	0,78	0,69	0,61	0,55	0,51	0,47	0,44	0,41
Real RYaR	1,59	1,34	1,18	1,06	0,93	0,77	0,65	0,57	0,50	0,45	0,41	0,38	0,35	0,33
FX RYaR	1,26	1,12	1,03	0,94	0,86	0,75	0,69	0,64	0,61	0,59	0,57	0,56	0,55	0,54
Portfolio RYaR	1,52	1,30	1,17	1,06	0,93	0,78	0,68	0,60	0,54	0,49	0,45	0,42	0,39	0,37
<i>CaR</i>														
Nom SEK CaR	13,4	11,4	10,2	9,1	8,0	6,8	5,8	5,1	4,6	4,1	3,8	3,5	3,2	3,0
Real CaR	3,4	2,9	2,5	2,3	2,0	1,6	1,4	1,2	1,1	1,0	0,9	0,8	0,7	0,7
FX CaR	3,6	3,2	3,0	2,7	2,5	2,2	2,0	1,8	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
Portfolio CaR	18,9	16,1	14,6	13,2	11,5	9,7	8,4	7,4	6,7	6,1	5,6	5,2	4,8	4,6

Gunnar Forsling,
 Analyschef

Erik Zetterström,
 Analytiker



MARKNADSINFORMATION

Källa: Riksgälden, om ingen annan anges.

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 31 OKTOBER 2006

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-05-05	6,50	1040	59 787
2009-01-28	5,00	1043	74 623
2009-12-01	4,00	1048	49 990
2011-03-15	5,25	1045	71 037
2012-10-08	5,50	1046	44 696
2014-05-05	6,75	1041	51 747
2015-08-12	4,50	1049	36 489
2016-07-12	3,00	1050	38 987
2017-08-12	3,75	1051	29 027
2020-12-01	5,00	1047	44 702
Summa benchmarks			501 085
Icke benchmarks			40 233

STATSSKULDVÄXLAR, UTESTÅENDE BELOPP, 31 OKTOBER 2006

Förfalldatum	Miljoner kronor
2006-11-15	23 675
2006-12-20	64 562
2007-01-17	20 053
2007-03-21	41 825
2007-06-20	34 357
2007-09-19	31 005
2007-12-19	30 999
Summa statsskuldväxlar	246 476

REALA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 31 OKTOBER 2006

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	31 085
2012-04-01	1,00	3106	21 680
2014-04-01	0,00	3001	9 394
2015-12-01	3,50	3105	66 091
2020-12-01	4,00	3102	41 151
2028-12-01	3,50	3104	43 841
2028-12-01	3,50	3103	3
Summa realobligationer (inkl. inflationskompensation)			213 245

KREDITBETYG

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

NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONS DATUM

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2006-11-15	2006-11-22	2006-11-27
2006-11-29	2006-12-06	2006-12-11
2007-01-03	2007-01-10	2007-01-15
2007-01-17	2007-01-24	2007-01-29
2007-01-31	2007-02-07	2007-02-12
2007-02-14	2007-02-21	2007-02-26
2007-02-28	2007-03-07	2007-03-12
2007-03-14	2007-03-21	2007-03-26
2007-03-28	2007-04-04	2007-04-11
2007-04-11	2007-04-18	2007-04-23
2007-04-25	2007-05-02	2007-05-07
2007-05-08	2007-05-15	2007-05-21
2007-05-23	2007-05-30	2007-06-04
2007-06-05	2007-06-13	2007-06-18
2007-06-20	2007-06-27	2007-07-02

STATSSKULDVÄXLAR, AUKTIONS DATUM

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2006-11-22	2006-11-29	2006-12-01
2006-12-06	2006-12-13	2006-12-15
2006-12-27	2007-01-03	2007-01-05
2007-01-10	2007-01-17	2007-01-19
2007-01-24	2007-01-31	2007-02-02
2007-02-07	2007-02-14	2007-02-16
2007-02-21	2007-02-28	2007-03-02
2007-03-07	2007-03-14	2007-03-16
2007-03-21	2007-03-28	2007-03-30
2007-04-04	2007-04-11	2007-04-13
2007-04-18	2007-04-25	2007-04-27
2007-05-02	2007-05-09	2007-05-11
2007-05-16	2007-05-23	2007-05-25
2007-05-30	2007-06-05	2007-06-08
2007-06-13	2007-06-20	2007-06-25
2007-06-27	2007-07-04	2007-07-06
2007-07-18	2007-07-25	2007-07-27

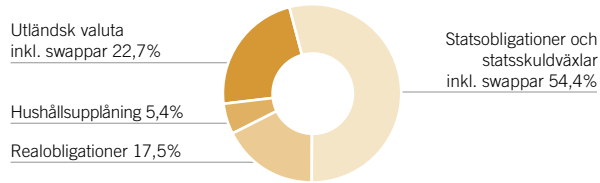
REALA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONS DATUM

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2006-11-23	2006-11-30	2006-12-05
2006-12-07	2006-12-14*	2006-12-19
2007-01-11	2007-01-18	2007-01-23
2007-01-25	2007-02-01*	2007-02-06
2007-02-08	2007-02-15	2007-02-20
2007-02-22	2007-03-01*	2007-03-06
2007-03-08	2007-03-15	2007-03-20
2007-03-22	2007-03-29*	2007-04-03
2007-04-19	2007-04-26	2007-05-02
2007-05-03	2007-05-10	2007-05-15
2007-05-16	2007-05-24*	2007-05-29
2007-05-31	2007-06-07	2007-06-12

* Bytesauktion.

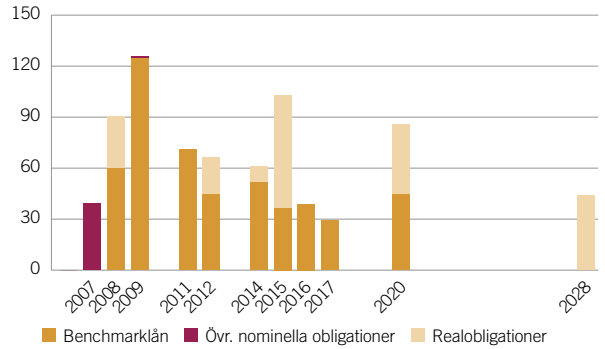
SKULDSAMMANSÄTTNING
Total skuld 1 222 miljarder kronor

31 oktober 2006

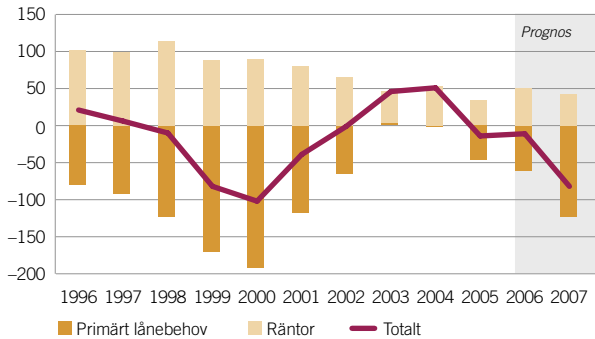


FÖRFALLOPROFIL, NOMINELLA OBLIGATIONER OCH REALOBLIGATIONER
Miljarder kronor

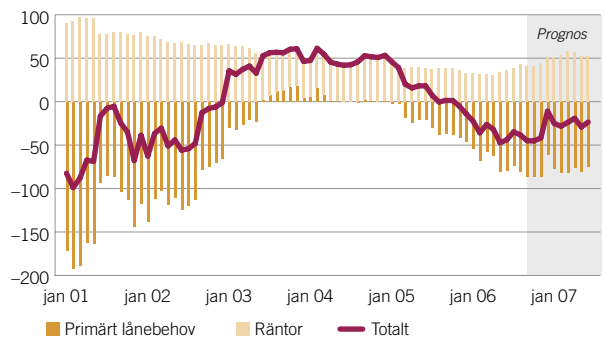
31 oktober 2006



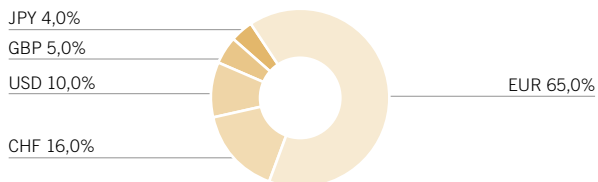
STATENS LÅNEBEHOV 1996-2007
Miljarder kronor



STATENS LÅNEBEHOV, 12-MÅNADERSTAL
Miljarder kronor

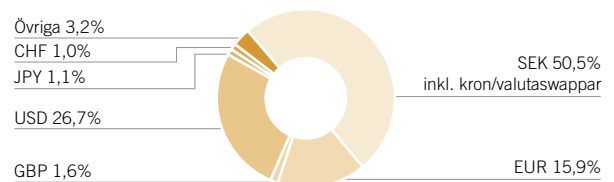


RIKTMÄRKE FÖR VALUTASKULDENS SAMMANSÄTTNING



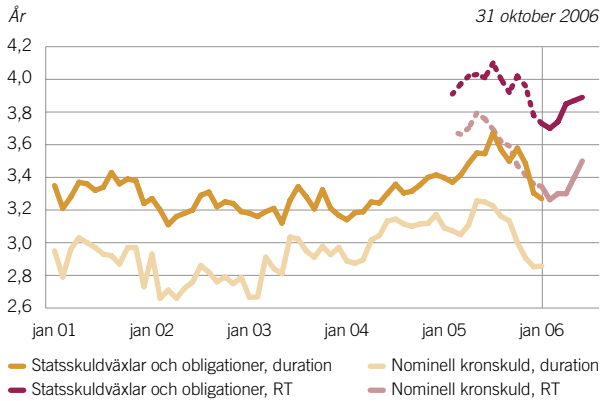
FINANSIERING AV VALUTASKULDEN

31 oktober 2006



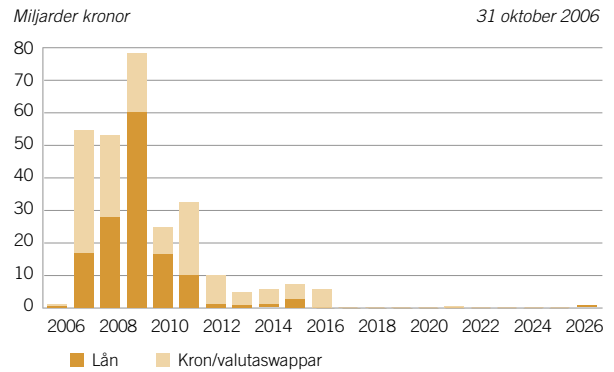


NOMINELLA KRONSKULDENS RÄNTEBINDNINGSTID (RT) OCH DURATION

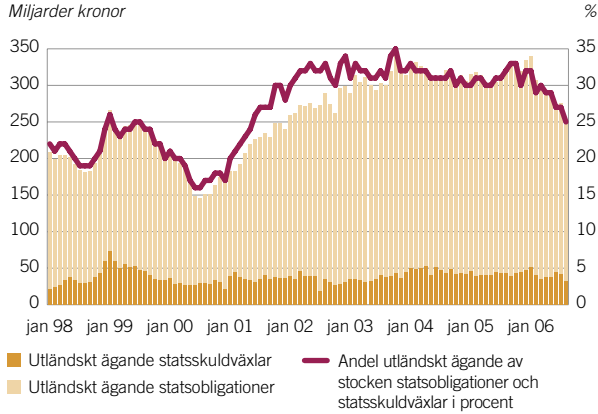


Den 1 januari 2006 bytte vi löptidsmätt från duration till genomsnittlig räntebindningstid (RT).

FÖRFALLOPROFIL, LÅN I UTLÄNDSK VALUTA EXKLUSIVE CALLABLE BONDS

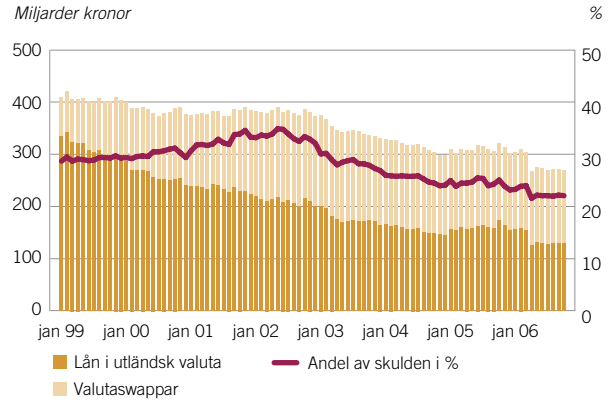


UTLÄNDSKT ÄGANDE AV STATSOBLIGATIONER OCH STATSSKULDVÄXLAR

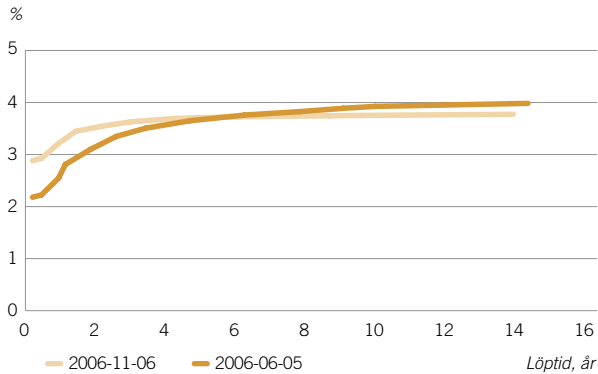


Källa: Riksbanken

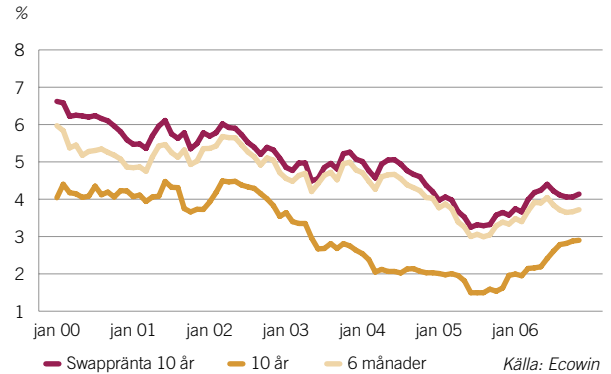
STATSSKULDENS EXPONERING I UTLÄNDSK VALUTA



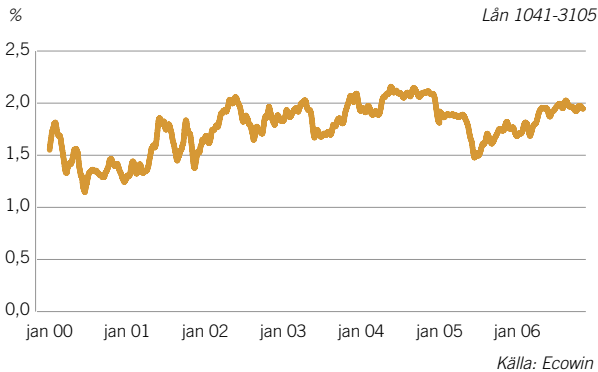
AVKASTNINGSKURVA FÖR SVENSKA STATSPAPPER



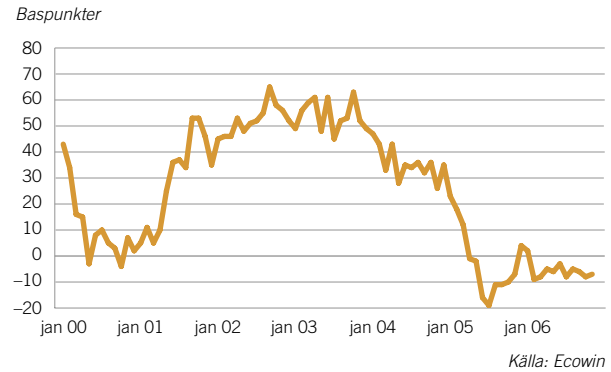
RÄNTEUTVECKLING



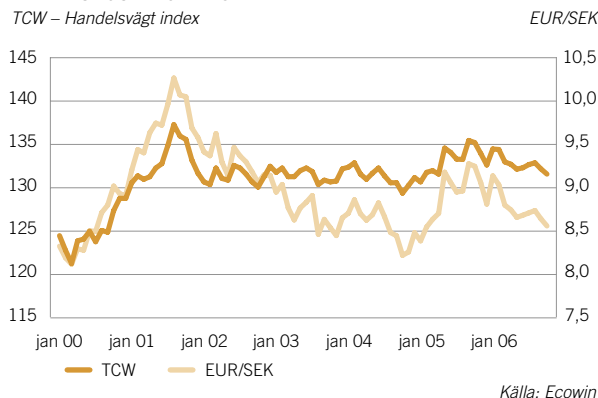
BREAK-EVEN INFLATION



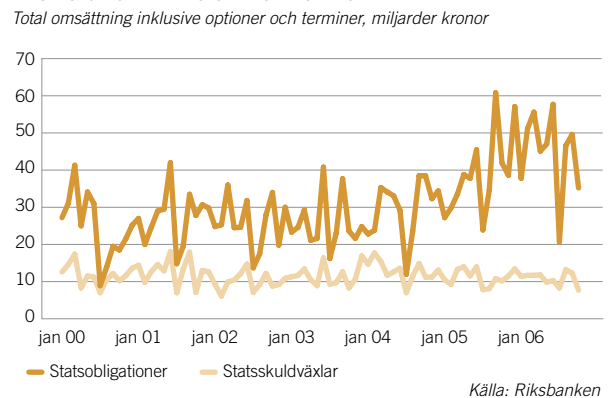
RÄNTESKILLNAD TYSKLAND, 10 ÅR



VÄXELKURSUTVECKLING

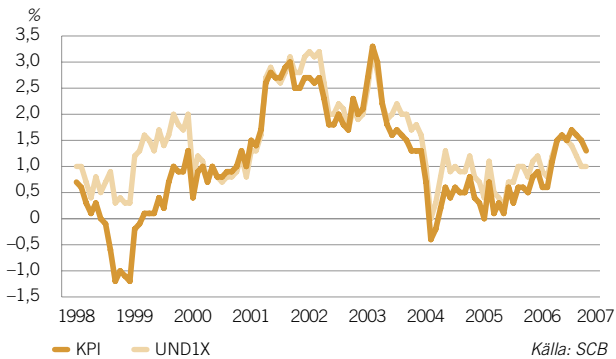


DAGLIG OMSÄTTNING SVENSKA STATSPAPPER

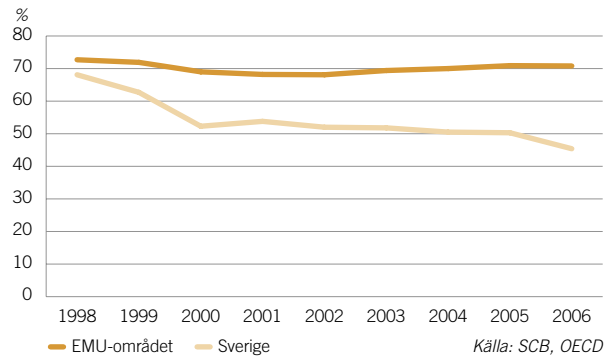




INFLATION:
UNDIX OCH KPI I SVERIGE 1998–2006



DEN OFFENTLIGA SEKTORNS KONSOLIDERADE
BRUTTOSKULD I FÖRHÅLLANDE TILL BNP



NATIONALRÄKENSKAPER, PROCENTUELL FÖRÄNDRING

	2004	2005	2006	2007		
Utbud och efterfrågan						
BNP ¹	3,7	2,7	4,1	3,3		
Import av varor och tjänster	6,4	7,3	8,4	7,7		
Hushållens konsumtionsutgifter	1,8	2,4	3,1	3,4		
Offentliga konsumtionsutgifter	0,1	0,7	1,8	1,6		
Fasta bruttoinvesteringar	5,1	8,5	8,3	5,0		
Lagerinvesteringar	-0,3	-0,2	-0,1	0,1		
Export	10,8	6,4	8,8	6,9		
Andra indikatorer	juni 06	sep 06	2004	2005	2006	2007
KPI, årlig förändring		1,5	0,3	0,9	2,0	2,0
Arbetslöshet		4,9	6,0	5,9	5,4	4,6
Bytesbalans	5,8		6,6	5,9	6,3	6,5

¹ 2 673 mdkr (2005 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
Swedbank	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

Å
T
E
R
F
Ö
R
S
Ä
L
J
A
R
E



ORDLISTA

Benchmarkobligation ▶ Obligationer i vilka Riksgälden 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 reallån 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.

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 ▶ Statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider.

Limit ▶ 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.

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.

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

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. Statsskuldväxlar handlas på penningmarknaden.

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

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.

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

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 statsskulden 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 Riksgälden ger ut på obligationemarknaden. Innefattar både reala och nominella obligationer.

Statspappersmarknad ▶ Handeln med de statsskuldväxlar 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 28 februari 2007, kl. 9.30.

Rapporten ges ut tre gånger per år.

För mer information:

Lånebehov och statsskuld: Lars Hörngren 08-613 47 36 eller 08-613 47 40
Finansiering: Thomas Olofsson 08-613 47 82

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Upplåning vid stora överskott	<i>Thomas Olofsson</i>	2006:2
Samlad verksamhet ger effektiv finansförvaltning 2005 i backspegeln	<i>Johan Palm</i>	2006:2 2006:1
Nytt riktmärke för valutaskulden	<i>Richard Falkenhäll</i>	2006:1
Riksgäldskontoret får gott betyg även i år	<i>Maria Norström</i>	2006:1
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 långivning 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

