



# Statsupplåning - prognos och analys 2007:3

## STATENS LÅNEBEHOV

Årsprognosen för 2007	1
Årsprognosen för 2008	2
Statens finansiella sparande	3
Månadsprognoser	4
Statsskulden	4

## AKTUELLT

Riktlinjeförslaget 2007 – en diskussion kring effekterna av en allt mindre statsskuld	13
Riksgäldens roll under kreditoron	15

## FINANSIERING

Finansieringsbehovet	6
Nominell kronupplåning	6
Realupplåning	9
Valutaupplåning	11
Sammanfattning	11

## MARKNADSFÖRUTSÄTTNING

Statsskulden	19
Finansmarknaden	22
Svensk ekonomi	23
Återförsäljare	23

# Stort överskott, färre växlar

De prognoser för den statsfinansiella utvecklingen som vi redovisade i juni har bekräftats av den faktiska utvecklingen sedan dess. För 2007 och 2008 räknar vi med överskott i statens betalningar, som ger ett negativt lånebehov på 135 respektive 116 miljarder kronor. Vi har då utgått från regeringens bedömning i budgetpropositionen om privatiseringsinkomster på 50 miljarder kronor per år. Dessa belopp är naturligtvis mycket osäkra, men vi räknar med att kunna hantera eventuella avvikelser på ett sätt som inte förrycker vår låneplanering.

Den snabbt minskande statsskulden är naturligtvis positiv för Sveriges ekonomi, men innebär utmaningar för Riksgälden i vår strävan att bidra till väl fungerande finansiella marknader. Vår främsta prioritering är därvidlag att upprätthålla en likvid statsobligationsmarknad. Som framgår av den reviderade låneplanen innebär det en mindre statsskuldväxelstock och därmed behov av en ny policy. Vi kommer fortsättningsvis att emittera i endast fyra löptider med högst sex månaders löptid.

Den finansiella turbulens som tog sin början i somras har påverkat också Sverige, om än i mindre utsträckning än många andra länder. För Riksgälden har det minskade utbudet av statspapper i kombination med en ökad efterfrågan i samband med marknadsoron lett till att vårt åtagande att repa ut statspapper har utnyttjats i väsentligt mycket större omfattning än tidigare – och än vad som varit avsett.

Detta har sannolikt bidragit till den mer stabila situationen på den svenska finansmarknaden, men det har samtidigt medfört att prismekanismerna har påverkats. Det är angeläget att situationen efter hand normaliseras. I en artikel i denna rapport, "Riksgäldens roll under kreditoron", utvecklas vår syn på förutsättningarna för repoåtagandet som en del av Riksgäldens marknadsvård.

*Bo Lundgren*  
*Riksgäldsdirektör*

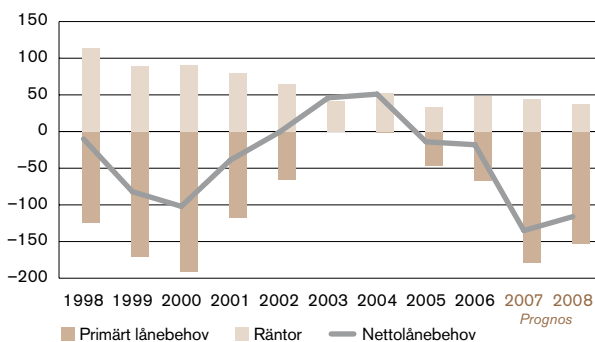
# Statens lånebehov

Vår syn på statsfinansernas utveckling är i stora drag oförändrad jämfört med prognosen i juni. För i år räknar vi med ett överskott i statsbudgeten på 135 miljarder kronor. Det är 3 miljarder kronor mindre än beräkningen i juni. Förändringen beror främst på ökade räntebetalningar på statsskulden. Nästa år leder skattesänkningar och avtagande vinstutveckling i företagen till att överskottet minskar till 116 miljarder kronor. Prognoserna innefattar försäljningsinkomster på 50 miljarder kronor per år. De förväntade försäljningsinkomsterna gör att prognososäkerheten är extra stor. Statsskulden minskar till 1 120 miljarder kronor i slutet av 2007 och till 1 005 miljarder kronor i slutet av 2008. Det motsvarar cirka 37 respektive 31 procent av BNP. Statens finansiella sparande, som inte påverkas av försäljningsinkomster, beräknas till 65 miljarder kronor 2007 och 71 miljarder kronor 2008. Det innebär att sparatet uppgår till drygt 2 procent av BNP för respektive år.

Diagram 1.

## Statens lånebehov 1998–2008

Miljarder kronor



## Årsprognosen för 2007

Vi bedömer att lånebehovet för 2007 blir -135 miljarder kronor, det vill säga att statens betalningar ger ett överskott. Det är endast en marginell förändring jämfört med juni-prognosen. I prognosen ingår försäljningsinkomster på 50 miljarder kronor. Av dessa har 18 miljarder kronor redan realiserats via försäljning av aktier i TeliaSonera. Därutöver räknar vi med ytterligare 32 miljarder kronor under resten av året. Med kort tid kvar av året så är osäkerheten kring försäljningsinkomsterna för kalenderåret 2007 mycket stor. Det är exempelvis inte osannolikt att utfallet för årets resterande månader blir noll. Å andra sidan skulle en försäljning av exempelvis Vin & Sprit AB kunna inbringa avsevärt mer än 32 miljarder kronor.

Tabell 1. STATENS NETTOLÅNEBEHOV OCH STATSSKULDEN

Miljarder kronor	2006	Prognos 2007	Prognos 2008
Primärt lånebehov	-68	-179	-153
Räntor på statsskulden	49	44	37
Lånebehov, netto	-18	-135	-116
Skuldkorrigeringar	-24	11	0
Omvärdering valutalån	-23	0	0
Kortfristiga placeringar	4	-26	0
Statsskuldens förändring	-39	-150	-116
<b>Statsskulden vid årets slut</b>	<b>1 270</b>	<b>1 120</b>	<b>1 005</b>

## Det primära lånebehovet

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) beräknas bli -179 miljarder kronor, vilket är 1 miljard kronor lägre jämfört med prognosen i juni. Utfallen för lånebehovet under de senaste månaderna föranleder inga större förändringar i prognosen. De avvikelser som har förekommit beror till stor del på repotransaktioner av Premiepensionsmyndigheten och Kärnavfallsfonden. I övrigt har utfallen varit relativt nära prognoserna.

Både Premiepensionsmyndigheten och Kärnavfallsfonden har under året börjat med repotransaktioner i sin förvaltning. Likviden för reporna sätts in på konto i Riksgälden, vilket påverkar lånebehovet. Det innebär att lånebehovet har varierat mer mellan månaderna än tidigare och att prognosavvikelseerna har blivit större. Däremot förväntar vi oss inte någon effekt på lånebehovet på helåret eftersom myndigheterna kommer att stänga sina repor över årsskiftet.

Tabell 2. PRIMÄRT LÅNEBEHOV 2007, FÖRÄNDRING FRÅN FÖREGÅENDE PROGNOSEN \*

Miljarder kronor	
Riksgäldens nettoutlåning	-12
Vägarverket	7
Banverket	3
AMS	-3
Skatter	3
Övrigt	1
<b>Totalt</b>	<b>-1</b>

\* Beloppen anger påverkan på lånebehovet. Således betyder exempelvis "Skatter 3" att statens inkomster beräknas bli lägre.

Utbetalningarna från AMS beräknas minska med 3 miljarder kronor, vilket framför allt beror på att arbetslösheten har minskat snabbare än vi tidigare räknat med.

Vi bedömer att skatteinkomsterna blir 3 miljarder kronor lägre än föregående prognos. Det beror främst på något lägre skatter från företaget. De preliminära taxeringsutfallen för 2006 antyder att företagsvinsterna 2006 var lägre än

vi räknat med. Företagen gjorde dock höga inbetalningar av preliminärskatt under 2006. Detta innebär att utbetalningarna av skatteåterbäring till företag i december i år kommer att bli högre än tidigare beräknat.

*Riksgäldens nettoutlåning* till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till –3 miljarder kronor, vilket är 12 miljarder kronor lägre än förra prognosen. Den huvudsakliga förklaringen är att regeringen föreslagit en extra amortering av befintliga lån för infrastrukturinvesteringar. Amorteringen uppgår till sammanlagt 10 miljarder kronor, varav 7 miljarder kronor avser lån upptagna av Vägverket och 3 miljarder kronor lån upptagna av Banverket. Statens nettolånebehov påverkas inte av den extra amorteringen eftersom utgifterna ökar med motsvarande belopp.

### Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna beräknas bli 44 miljarder kronor, vilket är 4 miljarder kronor mer än föregående prognos. Drygt 2 miljarder kronor förklaras av högre valutakursförluster. Det beror huvudsakligen på att euron stärkts mot dollarn. Riksgälden styr skulden i utländsk valuta mot en förutbestämmd fördelning mellan olika valutor genom att använda derivat. Derivatet har kort löptid och det kan därför bli stora valutakursvinster eller förluster även på kort sikt. Vi har dock oftast en motsatt position i de underliggande lånen. Det innebär att vi kommer att göra en motsatt vinst eller förlust när lånen förfaller. Det är alltså en ren periodiseringsfråga. Övriga förändringar mot förra prognosen beror på att vi planerar att göra andra byten i nominella obligationer än tidigare, vilket ger större kursförluster.

## Årsprognosen för 2008

Lånebehovet 2008 beräknas bli –116 miljarder kronor. Den nya information som blivit tillgänglig sedan föregående prognos (främst budgetpropositionen, preliminära taxeringsutfall för 2006 och nya makroförutsättningar) har inneburit ett antal förändringar i prognoserna, framför allt på skatteområdet. De flesta prognosjusteringarna innebär lägre inkomster jämfört med förra prognosen. En engångseffekt på grund av ändrade redovisningsregler för byggmoms leder dock till att totalprognoserna för såväl skatteinkomsterna som lånebehovet i princip är oförändrade. I prognosen ingår 50 miljarder kronor i försäljningsinkomster, vilket är oförändrat jämfört med föregående prognos.

Prognosen bygger på att konjunkturen är fortsatt stark. Det svaga första kvartalet i nationalräkenskaperna följdes av ett starkare andra kvartal. Oron på de finansiella marknaderna och en högre räntenivå har dock ökat risken för en svagare utveckling i den reala ekonomin nästa år.

### Det primära lånebehovet

Det primära lånebehovet (alla statens betalningar exklusive räntor på statsskulden) är i det närmaste oförändrat sedan föregående prognos.

Tabell 3. PRIMÄRT LÅNEBEHOV 2008,  
FÖRÄNDRING FRÅN FÖREGÅENDE PROGNOSES \*

<i>Miljarder kronor</i>	
AMS	-3
Inspektionen för arbetslöshetsförsäkringen	3
Migrationsverket	2
Försäkringskassan	1
Försvaret	-1
Övrigt	-1
<b>Totalt</b>	<b>1</b>

\* *Beloppen anger påverkan på lånebehovet. Således betyder exempelvis "AMS -3" att utgifterna beräknas bli lägre.*

Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden gör att utbetalningarna från AMS för arbetslöshetsförsäkringen fortsätter att minska kraftigt. Samtidigt beräknas inbetalningarna av avgifter till Inspektionen för arbetslöshetsförsäkringen minska med ungefär lika mycket. Det beror bland annat på sjunkande medlemsantal.

Utbetalningarna från Försäkringskassan blir något högre än tidigare beräknat. Utbetalningar av pensioner ökar, vilket beror på att inkomstindex stiger snabbare än förut. Samtidigt minskar utbetalningar av sjuk- och föräldrapening. Det beror bland annat på att faktorn för beräkning av sjukpenninggrundande inkomst minskar från 0,989 till 0,97 från 1 januari 2008.

Migrationsverkets utbetalningar av kommunersättningar vid flyktmottagande beräknas öka med knappt 2 miljarder kronor under 2008. Övriga utgifter är i stort sett oförändrade jämfört med föregående prognos.

På skatteområdet har vi gjort ett antal större förändringar av prognoserna, inte minst med anledning av förslag i budgetpropositionen och preliminära taxeringsutfall. De största förändringarna avser moms och företagsskatter.

Momsinbetalningarna kommer att bli betydligt högre än föregående prognos. Det beror framför allt på nya redovisningsregler för moms på bygg- och anläggningstjänster. De nya reglerna innebär att momsen ska debiteras löpande under byggtiden, i stället för efter slutbesiktningen. Det betyder att mombetalningar kommer att tidigare läggas, vilket ger en engångseffekt på uppskattningsvis 10 miljarder kronor för 2008. Det totala lånebehovet över tiden påverkas inte.

Inkomsterna från bolagsskatt beräknas bli betydligt lägre än i föregående prognos. Det beror till största del på att

vi har anpassat vår bedömning av vinstnivåerna till de preliminära taxeringsutfallen för 2006. Dessutom beräknas kraftiga löneökningar i kombination med svagare produktivitet utveckling ha en dämpande effekt på företagens vinster. Trots detta är det värt att notera att företagens vinster, i ett historiskt perspektiv, fortfarande befinner sig på mycket höga nivåer.

Regeringen har föreslagit förändringar i fastighetsbeskattningen från 1 januari 2008. Fastighetsskatten ska tillföras kommunerna, samtidigt som den årliga skatten begränsas till 6 000 kronor eller 0,75 procent av taxeringsvärdet. Åtgärderna finansieras genom att kapitalvinstskatten vid försäljning av bostäder höjs från 20 till 22 procent. Dessutom tas ränta på 0,5 procent av uppskjutna försäljningsvinster ut. Det sker genom att en schablonintäkt på 1,67 procent av uppskovsbeloppet tas upp i deklarationen som inkomst av kapital. Därutöver sätts ett tak på 1,6 miljoner kronor för nya uppskov. I samband med att fastighetsskatten betalas ut till kommunerna, minskas statsbidragen till kommunerna med motsvarande belopp. Totalt sett ger omläggningen av fastighetsskatten ingen effekt på lånebehovet 2008.

Det så kallade jobbskatteavdraget utökas med knappt 11 miljarder kronor 2008. Detta förslag har vi haft med redan i tidigare prognoser. Skattesänkningen blir dock cirka 2 miljarder kronor större än vi räknat med, vilket ökar lånebehovet med samma belopp.

Flera av punktskatterna höjs 2008. De största höjningarna gäller tobaksskatt och koldioxidskatt. Sammanlagt ökar punktskatterna med nära 5 miljarder kronor.

*Riksgäldens nettoutlåning* till statliga myndigheter, affärsverk och statliga bolag beräknas uppgå till 12 miljarder kronor, vilket är oförändrat jämfört med föregående prognostillfälle.

#### Räntebetalningar på statsskulden

Räntebetalningarna beräknas bli 37 miljarder kronor, vilket är 1 miljard kronor högre än föregående prognos. Förklaringen är i huvudsak stigande räntor.

### Statens finansiella sparande

Det finansiella sparandet för staten beräknas bli 65 miljarder kronor 2007 och 71 miljarder kronor 2008. Den stora skillnaden mot budgetsaldot beror i huvudsak på att försäljningar av finansiella tillgångar inte påverkar sparandet. Att aktier byts mot kontanter gör ingen skillnad i ett förmögenhetsperspektiv. Sparandet brukar ofta jämföras med storleken på BNP. Kvoten av det finansiella sparandet och BNP uppgår

## FÖRSÄLJNINGAR AV STATLIGA TILLGÅNGAR

Vi räknar fortsatt med 50 miljarder kronor per år i inkomster från försäljningar av statliga tillgångar under 2007 och 2008. Det är samma belopp som regeringen räknar med.

Staten sålde aktier i TeliaSonera för 18 miljarder kronor i maj 2007. Det innebär att vi räknar med ytterligare 32 miljarder kronor i försäljningsinkomster i år.

Prognosen för försäljningsinkomsterna är extremt osäker. Det är mycket möjligt att det inte blir några mer försäljningar under 2007, men det kan även bli mer än de 32 miljarder kronor vi har i prognosen. Även för 2008 är osäkerheten stor. Det kan bli betydligt mer än 50 miljarder kronor och det kan bli mindre.

Riksgälden har ingen ytterligare information om försäljningsprocessen än den som är allmänt tillgänglig. Vårt uppdrag är att finansiera statsskulden till så låg kostnad som möjligt. Utfallet kommer med stor sannolikhet att avvika från våra prognoser, men det viktiga för oss är att vi kan hantera osäkerheten och inte dra på oss onödiga kostnader i finansieringen. Finansieringen av statsskulden planeras i praktiken inte efter kalenderår utan det är en kontinuerlig process. Vi anser att den lagda prognosen för försäljningsinkomster beaktar den osäkerhet det innebär för finansieringen på bästa möjliga sätt.

till drygt 2 procent för båda åren. I ett historiskt perspektiv är sparandet på en anmärkningsvärt hög nivå. Regeringens fastställda mål är att sparandet för hela den offentliga sektorn (det vill säga inklusive kommunsektorn och pensionsystemet) i genomsnitt ska uppgå till 1 procent av BNP.

Tabell 4. STATENS FINANSIELLA SPARANDE 2004–2008

Miljarder kronor	2004	2005	2006	Prognos 2007	Prognos 2008
<b>Budgetsaldo</b>	<b>-51</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>135</b>	<b>116</b>
Justeringsposter	38	-5	7	-70	-45
Försäljning av aktiebolag	0	-7	0	-50	-50
Överföring från AP-fonden	-4	-2	0	0	0
Utlåning, återbetalning netto	15	3	22	10	4
Kurs- och valutaförluster	19	-3	12	5	0
Periodiseringar, övrigt	8	3	-27	-35	1
<b>Finansiellt sparande</b>	<b>-13</b>	<b>9</b>	<b>26</b>	<b>65</b>	<b>71</b>
Procent av BNP	-0,5	0,3	0,9	2,2	2,2

## PROGNOSFÖRUTSÄTTNINGAR

På de områden som prognosen för lånebehovet kräver makroekonomiska bedömningar utgår Riksgälden från Konjunkturinstitutets (KI) makrobild. I den här prognosen använder vi den makroprognos som KI presenterade i augusti 2007. Information som har kommit efter KI:s publicering har också vägts in i prognosen.

KI tecknade i augusti en fortsatt ljus konjunkturbild även om tillväxten i år beräknas bli något svagare än den bedömning som låg till grund för vår förra prognos. BNP i fasta priser växer med 3,5 procent i år och med 3,8 procent 2008. Sysselsättningen fortsätter att öka i rask takt och arbetslösheten sjunker. Antal sysselsatta personer beräknas öka med 2,2 procent 2007 och med 1,3 procent 2008. Medelarbetstiden stiger och timlönerna ökar gradvis under prognosperioden. Sammantaget räknar vi med att lönesumman, den enskilt största skattebasen, växer med 7 procent 2007 och med 6 procent 2008.

I övrigt beaktar vår prognos de utgiftsramar och skatteregler som regeringen föreslagit i olika propositioner. I detta avseende gör vi dock egna beräkningar av de finansiella effekterna för staten, samt bedömer vid vilken tidpunkt som åtgärden påverkar statens betalningsflöden. Se exempelvis faktarutan "Försäljningar av statliga tillgångar".

Riksgäldens prognos för räntebetalningar på statskulden grundas på de räntor och växelkurser som råder vid prognostidpunkten. Stoppdatum för den aktuella prognosen var den 28 september 2007. Vi har även beaktat utfallet för lånebehovet till och med september.

## Månadsprognoser

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 månads skifte.

Trots de små förändringarna i våra årsprognoser, har månadsprognoserna justerats relativt kraftigt jämfört med juniprognosen. Det beror till största del på att fördelning av de förväntade försäljningsinkomsterna ändrats. De

32 miljarder kronor vi prognostiserar för resten av 2007 ligger nu i sin helhet i prognosen för december. För 2008 har 50 miljarder kronor i försäljningsinkomster fördelats med 12,5 miljarder kronor vardera i mars, juni, september och december.

I övrigt förklaras det höga lånebehovet i december av utbetalningar av överskjutande skatt och utbetalning av premiepensionsmedel. Det mycket låga lånebehovet i februari beror till största del på stora kompletterande skattebetalningar.

Tabell 5. STATENS LÅNEBEHOV PER MÅNAD

Miljarder kronor	okt	nov	dec	jan	feb	mar	apr	maj	jun
Primärt lånebehov	-1,1	-9,2	28,4	-16,0	-44,4	-13,5	-15,4	-54,4	-2,0
Räntor på statskulden	2,1	0,5	12,9	4,5	0,6	4,1	-0,6	5,7	1,2
<b>Lånebehov</b>	<b>1,0</b>	<b>-8,7</b>	<b>41,2</b>	<b>-11,5</b>	<b>-43,8</b>	<b>-9,5</b>	<b>-16,0</b>	<b>-48,7</b>	<b>-0,9</b>

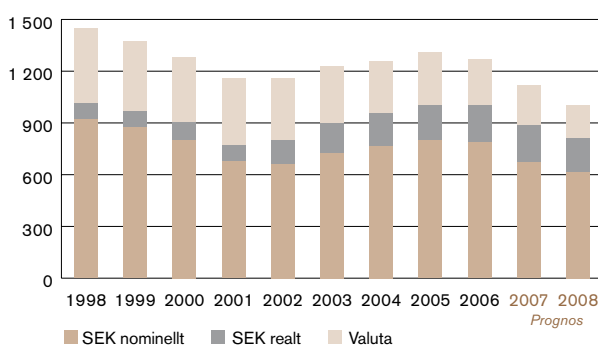
## Statsskulden

Statsskulden uppgick till 1 128 miljarder kronor i slutet av september 2007. Det är en minskning sedan årsskiftet med 142 miljarder kronor. Statsskulden påverkas av nettolånebehovet, kortfristiga placeringar och skulddispositioner. Riksgälden gör inga prognoser för skulddispositioner. Däremot räknar vi med att våra kortfristiga placeringar minskar med 41 miljarder kronor till den 31 december.

Diagram 2.

### Statsskulden 1998–2008

Miljarder kronor



I slutet av 2007 beräknas statsskulden uppgå till 1 120 miljarder kronor och i slutet av 2008 till 1 005 miljarder kronor. Som andel av BNP motsvarar det omkring 37 och 31 procent.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Beräkningen är baserad på Konjunkturinstitutets senaste prognos över BNP. Statsskulden avser okonsoliderad statsskuld.

## KÄNSLIGHETSANALYS

Riksgälden gör ingen sammantagen känslighetsanalys för lånebehovet, men presenterar en partiell analys av vilka effekter några viktiga makrovariabler har på lånebehovet om de förändras. Tabellen visar en uppskattning av vad olika förändringar innebär för lånebehovet på ett års sikt. Om man vill göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera variabler utvecklas annorlunda, måste effekterna adderas.

### KÄNSLIGHETSANALYS

*Miljarder kronor*

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

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

# Finansiering

Emissionsvolymen i nominella statsobligationer är oförändrade 1,5 miljard kronor per auktion. En ny statsskuldväxelpolicy med endast fyra löptider upp till sex månader introduceras i januari 2008. Upplåningen i realobligationer minskar marginellt till 3 miljarder kronor i årstakt. Riksgälden amorterar på valutaskulden med 40 miljarder kronor i årstakt. Upplåningen i utländsk valuta under 2008 beräknas till 11 miljarder kronor.

## Finansieringsbehovet

Nettolånebehovet beräknas till –135 miljarder respektive –116 miljarder kronor (budgetöverskott) för 2007 och 2008. Det är i allt väsentligt oförändrat jämfört med prognosen från juni. Skillnaden gentemot 2006 är däremot markant. Då stannade överskottet på 18 miljarder kronor.

Riksgälden behöver också finansiera förfallande lån. Sammanlagt beräknas finansieringen i obligationer och nettofinansieringen i statsskuldväxlar bli –77 miljarder kronor under 2007 och –18 miljarder kronor under 2008. Under de kommande två åren beräknas således budgetöverskottet bli större än förfallande obligationslån. För att upprätthålla löptiden i skulden och ge ett bidrag till likviditeten i obligationsmarknaden fortsätter vi att ge ut relativt mycket obligationer. Detta innebär att vi måste minska växelupplåningen kraftigt.

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.

I föregående avsnitt om statens lånebehov diskuteras den mycket stora osäkerheten i prognoserna för intäkter från försäljning av statliga tillgångar. I vår finansieringsprognos har vi tagit hänsyn till hela försäljningsprogrammet när det gäller bedömningen av hur stor upplåning i nominella statsobligationer som behövs. Här spelar den tidsmässiga fördelningen inte så stor roll. Den tidsmässiga osäkerheten kommer framför allt att påverka den tidsmässiga fördelningen av statsskuldväxelupplåningen och likviditetsförvaltningen.

Tabell 2. VIKTIGA DATUM 2007 OCH 2008

Datum	Tid	Aktivitet
14 november	16.20	Villkor och kupongsättning för lån 1052
21 november	11.00	Första emissionen av lån 1052
22-27 november	11.00	Byten till 1052
4-5 februari 2008	11.00	Uppköp av lån 1043 för 15 miljarder kronor
27 februari 2008	09.30	Statsupplåning – prognos och analys 2008:1
13 mars 2008	11.00	Byten från 3105 till 3102 och 3104
2 oktober 2008	11.00	Byten från 3105 till 3102 och 3104

Tabell 1. FINANSIERING 2006–2008

Miljarder kronor	2006	2007	2008
<b>Nettolånebehov</b>	<b>-18</b>	<b>-135</b>	<b>-116</b>
Förändring av kassabehållning och privatmarknadsupplåning <sup>1</sup>	-38	-21	-10
Förfallande obligationslån och uppköp	70	78	107
Statsobligationer	36	62	80
Obligationer i utländsk valuta	34	16	28
<b>Summa</b>	<b>13</b>	<b>-77</b>	<b>-18</b>
<b>Statsskuldväxelupplåning, netto<sup>2</sup></b>	<b>-78</b>	<b>-129</b>	<b>-56</b>
<b>Obligationssupplåning, brutto<sup>3</sup></b>	<b>91</b>	<b>51</b>	<b>38</b>
Obligationer i utländsk valuta	20	5	3
Realobligationer <sup>4</sup>	7	5	3
Nominella statsobligationer <sup>5</sup>	64	41	32
<b>Finansiering i statspapper</b>	<b>13</b>	<b>-77</b>	<b>-18</b>

<sup>1</sup> Förändring av utestående deposits, likviditetsväxlar och repor. Privatmarknadsupplåningen antas vara oförändrad under 2007 och 2008.

<sup>2</sup> Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

<sup>3</sup> Nominella belopp. Över- och underkurser (inklusive inflationskompensation) och valutakursdifferenser vid emissioner ingår som räntebetalingar i nettolånebehovet.

<sup>4</sup> Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 2006 0,4 2007 0,5 2008 0,5

<sup>5</sup> Emissionsvolym per auktion, genomsnitt. 2006 2,8 2007 1,9 2008 1,5

## Nominell kronupplåning

### Nominella statsobligationer

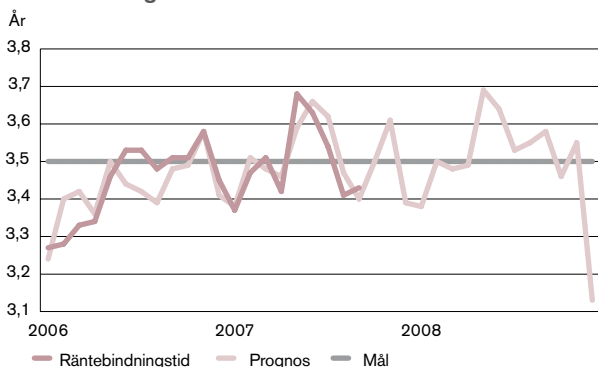
Emissionsvolymen oförändrad på 1,5 miljard kronor Riksgälden kommer att fortsätta emittera statsobligationer för 1,5 miljard kronor per auktion. Den emissionsvolymen räknar vi med att behålla under resten av året och under 2008. Antalet emissionstillfällen under 2008 är 21.

Vår prognos för räntebindningstiden finns i diagram 1. Räntebindningstiden beräknas till 3,5 år i genomsnitt under 2007 och 2008, vilket är i linje med det riktvärde som Riksgälden lagt fast. Löptiden utvecklas ungefär på samma sätt som enligt juniprognosen.

Den korta räntebindningstiden i december 2008 beror på stora säsongsmässiga nettolånebehov just i december samtidigt som både real- och valutalån förfaller i december 2008. Omfattande kort finansiering i december innebär att löptiden tillfälligt blir mycket kort för att sedan förlängas igen under våren 2009.



Diagram 1.  
Prognos och utfall för den nominella kronskuldens räntebindningstid 2006–2008



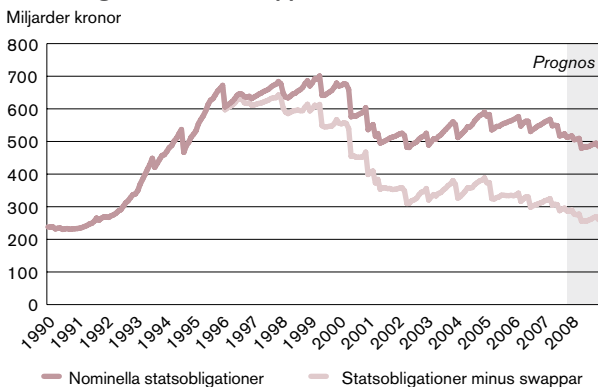
Målet för räntebindningstiden i den nominella kronskulden är  $3,5 \pm 0,3$  år. Det månatliga utfallet publiceras den femte bankdagen varje månad i pressmeddelandet om utfallet av statens lånebehov.

Eftersom vi lånar mindre i statsobligationer (tabell 3) kommer den utestående volymen av nominella statsobligationer att minska de kommande två åren.<sup>1</sup> Nedgången är dock relativt begränsad jämfört med minskningen i statskulden. Detta återspeglar vår ambition att upprätthålla en likvid obligationsmarknad. I tabellen redovisas även exponeringen i obligationsräntor med hänsyn till planerade swappar. Dessa diskuteras närmare under avsnitten om statsskuldväxlar och valutaupplåning.

Tabell 3. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSOBLIGATIONER, NETTO INKLUSIVE SWAPPAR

Miljarder kronor	2006	2007	2008
Nominella statsobligationer, emissioner	64	41	32
Förfall, uppköp och byten	-81	-80	-60
Förändring av nominell statsobligationsstock	-17	-39	-29
Swappar, netto	-11	18	3
<b>Nominella statsobligationer och swappar, nettoförändring</b>	<b>-27</b>	<b>-20</b>	<b>-25</b>

Diagram 2.  
Statsobligationer och swappar



<sup>1</sup> Uppgifter om utestående stockar i de olika skuldslagen publiceras i Riksgäldens månadsrapport Den svenska statsskulden.

### Ny tioårig obligation i november 2007

Nästa tioåriga obligation, lån 1052, introduceras den 21 november 2007. Lånet förfaller den 12 mars 2019. Det kommer att finnas möjlighet att byta tidigare utgivna statsobligationer mot detta lån under de efterföljande fyra bankdagarna (se pressmeddelande om byten från den 4 september 2007). Det nya lånet blir tioårigt referenslån i den elektroniska interbankmarknaden den tredje onsdagen i mars 2008.<sup>2</sup> Därefter introduceras ingen ny tioåring förrän tidigast år 2010 eftersom det utestående lån 1047 kommer att bli nytt tioårigt referenslån år 2009.

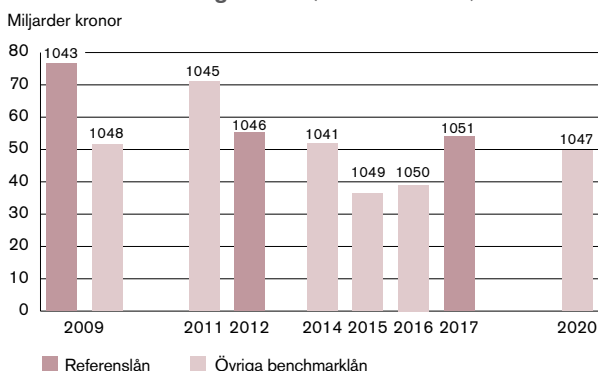
Vi räknar med att kunna fortsätta emittera i referenslånen med två-, fem- och tioåriga löptider. Något mer än hälften av emissionerna kommer att göras i tioåringen. Vi räknar med att göra några enstaka emissioner i de två- respektive fjortonåriga löptiderna och resterande i femårssegmentet.<sup>3</sup>

Tabell 4. REFERENSLÅN I DEN ELEKTRONISKA INTERBANKMARKNADEN \*

Datum för byten av referenslån (IMM-datum)	2-årigt	5-årigt	10-årigt
19 september 2007	1048	1046	1051
19 december 2007			
19 mars 2008			1052
18 juni 2008	1045	1041	

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

Diagram 3.  
Nominella statsobligationer (benchmarklån)



### Statsskuldväxlar och ränteswappar

#### Ny statsskuldväxelpolicy

Riksgälden kommer från årsskiftet att emittera i endast fyra växellöptider upp till högst sex månader. Den sista tolv månadsväxeln kommer att emitteras i december 2007.

<sup>2</sup> 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.

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

I junirapporten skrev vi att en ändring av vår upplåningspolicy kan bli nödvändig. Därefter skickade vi ut ett förslag till ändrad upplåningspolicy i september och har nu fått in synpunkter. Synpunkterna var splittrade: även om flera av marknadsaktörerna, mot bakgrund av rådande statsfinansiella förutsättningar, var positiva till vårt förslag, så ville flera aktörer se att vi emitterade i fyra växlar med förfall på IMM-månader och upp till tolv månaders löptid.

Efter att noggrant ha övervägt alternativen har vi kommit fram till att en policy med längre växlar än sex månader, som samtidigt är någorlunda likvida, är svår att förena med våra kortfristiga finansieringsbehov. Vi bedömer också att efterfrågan på växlar är koncentrerad till korta växlar. Det skulle bli svårt att upprätthålla en marknad med små utestående volymer i de längsta löptiderna utan att återförsäljarna skulle bli alltför beroende av våra repor.

Den nya policyn innebär att en ny sexmånadsväxel, med förfall på IMM-datum, introduceras var tredje månad. De övriga månaderna introduceras en ny tremånadsväxel. Vi kommer som tidigare att använda auktionsförsäljning. Det finns således vid varje tillfälle fyra utestående löptider på upp till sex månader. I och med att vi slopar byten av obligationer mot växlar, se nedan, kommer det också att ofta finnas en obligation med kortare löptid än tolv månader att tillgå på marknaden.

Riksgälden emitterar i regel i den växel som introduceras. Fördelningen av upplåningen på de fyra löptiderna styrs i övrigt av vårt lånebehov. Vi emitterar emellertid normalt inte i de två kortaste löptiderna. Vi kommer att fortsätta att emittera löpande (*on tap*) i statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider (likviditetsväxlar) samt i de två kortaste löptiderna inom ramen för vår likviditetsförvaltning.

Statsskuldväxelstocken beräknas till i genomsnitt 20 miljarder kronor i varje statsskuldväxel. Det betyder att statsskuldväxelstocken på sikt kommer att pendla kring 80 miljarder kronor. Den kommer dock liksom nu att variera mellan månaderna.

Emissionsvolymen per auktionstillfälle beräknas bli i genomsnitt 10 miljarder kronor. Emissionsstorleken kommer emellertid att variera beroende på variationer i lånebehovet över året. En del emissioner kommer säkert att bli större än 20 miljarder kronor samtidigt som andra inte blir större än 5 miljarder kronor.

#### *Slopad byten av obligationer till statsskuldväxlar*

Med vår nya policy att emittera växlar endast upp till sex månader är det inte rimligt att behålla den nuvarande möjligheten till byten av obligationer till växlar när obligationer-

na blir kortare än 12 månader. Denna policy har förutsatt att vi haft flera växlar med lång löptid där den längsta varit betydligt längre än 12 månader. Vi behöver fokusera de utestående växlarna till de kortaste löptiderna.

I och med att bytesmöjligheterna slopas kommer vi också att behålla benchmarkstatus på våra nominella obligationer fram till förfall. Det betyder att dessa obligationer med kort återstående löptid kommer att ha samma repovillkor som längre obligationer i vårt marknadsåtagande.

Vi har för närvarande inga planer på att erbjuda byten av obligationer till växlar när den återstående löptiden är kortare än sex månader. Vi tror att vinsterna av sådana byten inte är tillräckligt stora. Om sådana byten skulle bedömas ge ett väsentligt bidrag till likviditeten på statsskuldväxelmarknaden vill vi dock inte utesluta att frågan skulle kunna aktualiseras.

Vi kommer att erbjuda begränsade uppköp, omkring en femtedel av stocken, av nominella statsobligationer när de blivit kortare än ett år. Vi erbjuder ett uppköp av lån 1043 (januari 2009) för totalt 15 miljarder kronor den 4 och 5 februari 2008. Villkoren meddelas en vecka innan auktionen. Vi kommer att utvärdera uppköpet och möjligheterna att erbjuda ett liknande uppköp av lån 1048 (december 2009) i december 2008.

#### *Minskad upplåning med statsskuldväxlar*

Finansieringen i statsskuldväxlar (nettot av emissioner och förfall) beräknas minska med 51 miljarder kronor under 2007 jämfört med 2006 för att sedan öka med 73 miljarder kronor under 2008. Växelupplåningen minskar kraftigt i år till följd av den starka efterfrågan på marknadsvärdande repor. I prognosen förutsätter vi att marknaden hunnit anpassa sig till nya utbudsförhållanden under nästa år och att denna efterfrågan därför mattas av så att växelupplåningen då kan normaliseras.

Tabell 5. FÖRÄNDRING AV UTESTÅENDE STATSSKULDVÄXLAR, NETTO INKLUSIVE RÄNTESWAPPAR

Miljarder kronor	2006	2007	2008
Statsskuldväxelupplåning, netto *	-78	-129	-56
Byten av statsobligationer till statsskuldväxlar	44	30	0
Förändring av statsskuldväxelstocken	-34	-99	-56
Ränteswappar, netto	9	10	14
<b>Statsskuldväxelstock och swappar, nettoförändring</b>	<b>-25</b>	<b>-89</b>	<b>-41</b>

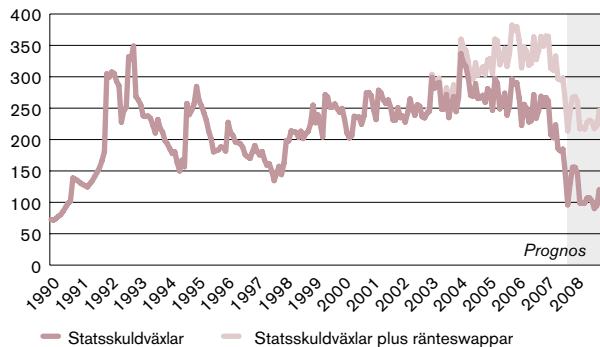
\* Nettot av emissioner (exklusive byten) och förfall.

Under de senaste fem åren har statsskuldväxelstocken pendlat kring 250 miljarder kronor. Vi räknar med att stocken kommer att minska med cirka 150 miljarder kronor till i storleksordningen 100 miljarder kronor under 2008. Stocken fortsätter att minska något ytterligare under 2009.

Diagram 4.

## Statsskuldväxlar och ränteswappar

Miljarder kronor



30 miljarder respektive 38 miljarder kronor i swappar

Riksgälden kan även skapa kort upplåning genom att ge ut obligationer och sedan använda ränteswappar för att förkorta löptiden. Under förutsättning att skillnaden mellan swappräntan och statsobligationsräntan är tillräckligt stor, sänker denna upplåningsteknik statens lånekostnader. Denna teknik gör det även möjligt att bidra till likviditeten i obligationsmarknaden utan att skuldens samlade löptid ökar. God likviditet i obligationsmarknaden bör också bidra till att sänka upplåningskostnaderna.

Under 2007 och 2008 kommer i storleksordningen 30 miljarder respektive 38 miljarder kronor av obligationsupplåningen att swappas till kort ränteeponering i kronor eller utländsk valuta. Ränteswappar kan nämligen 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.

Den utestående stocken av swappar beräknas minska något under 2007 och 2008 till följd av en större volym förfallande swappar jämfört med tidigare år (se tabell 6). Den utestående stocken beror på swappvolymen som i huvudsak bestäms av vårt löptidsmål och gamla utestående swappar som nu går till förfall.

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	2006	2007	2008
Ränteswappar *	11	20	30
Valutaswappar **	23	10	8
<b>Swappar totalt</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>38</b>
Swappar, förfall	-24	-49	-41
<b>Swappar, nettoförändring</b>	<b>11</b>	<b>-18</b>	<b>-3</b>

\* Ränteswappar från lång till kort ränteeponering i SEK.

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

## Realupplåning

## Emissionsvolym på cirka 3 miljarder kronor

Under 2006 emitterade vi 7 miljarder kronor i realobligationer. Fortsättningsvis räknar vi med att emittera cirka 3 miljarder kronor i årstakt.

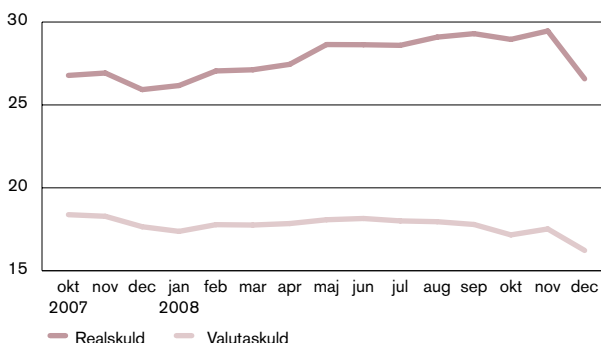
Realskuldens andel är för närvarande cirka 27 procent av statsskuden. Detta innebär att andelen nu är större än regeringen beslutat. För att skapa flexibilitet i upplåningen har Riksgälden beslutat om ett avvikelseintervall på  $\pm 2$  procentenheter kring riktvärdet på 25 procent. Löptiden för realskuden ska vid slutet av året vara 10,4 år med ett avvikelseintervall på  $\pm 0,5$  år. Intervallet är satt så att vi ska ha den flexibilitet vi behöver i vår hantering av realupplåningen.

Vid stora budgetöverskott kommer realskuldens andel att växa även om vi skulle avstå från att emittera. Som framgår av diagram 5 räknar vi med att andelen ligger kvar på 27 procent vid slutet av 2008. Det finns emellertid en stor risk att andelen periodvis kommer att överstiga 30 procent under kommande år.

Diagram 5.

## Realskuldens resp. valutaskuldens andel av statsskuden mätt som andel av statens summerade kassaflöden

Procent



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

Styrning av skuldandelen kring ett riktvärde är problematisk för ett skudslag som realobligationer. Det har vi tidigare konstaterat, bland annat i vårt förslag till riktlinjer för statsskudsförvaltningen under 2008. Det saknas medel, till exempel derivatinstrument, som skulle behövas för att till rimliga kostnader hålla andelen på en relativt konstant nivå under perioder då statsbudgeten uppvisar mycket stora under- eller överskott; se nästa avsnitt om åtgärder för att styra realandelen.

Riksgälden strävar efter långsiktighet i upplåningen och väl fungerande marknader för statens skuldinstrument. Vi har därför fortsatt att låna på realmarknaden, om än i små

volym, trots nuvarande budgetöverskott för att bidra till likviditeten.

Under den resterande delen av 2007 planerar vi två försäljningsauktioner. Volymen kommer normalt att vara 500 miljoner kronor. Under 2008 planeras sex försäljningsauktioner och två bytesauktioner.

Under 2008 kommer emissionerna att fördelas relativt jämnt mellan 3106, 3105, 3102 och 3104. Val av obligation inför varje enskild auktion kommer i huvudsak att följa en intern och i förväg fastställd emissionsplan.

### Byten och uppköp av realobligationer

Vi har under hösten övervägt ett antal olika alternativ i vår upplåningspolicy som syftade till att undvika stora förfall och så långt det går uppfylla målet om 25 procents realandel på ett kostnadseffektivt sätt. I september skickade vi ut ett förslag till möjliga alternativa utformningar av byten och uppköp.

Reaktionerna på våra förslag har varit blandade. Baserat på svaren och våra överväganden vill vi till våren endast gå vidare med ett av alternativen.

Från nästa år kommer vi att erbjuda *kursriskneutrala förlängningsbyten*<sup>4</sup> från 3105 till 3102 och 3104 för motsvarande 10 miljarder kronor av lån 3105. Bytena kommer att äga rum den 13 mars och den 2 oktober 2008.

Om bytena fungerar väl räknar vi med att fortsätta med dessa till och med 2013. Vi kommer dock att låta åtminstone 25 miljarder kronor av 3105 förfalla.

I de mer långsiktiga beräkningarna av andelsutvecklingen har vi antagit en emissionsvolym på 3 miljarder kronor per år. Vi räknar också med att göra byten motsvarande 10 miljarder kronor under 2009 och 2010. Därefter dras bytesvolymen ned till 5 miljarder per år fram till och med 2013.

Hela lånen 3101 och 3106 kommer att gå till förfall, det vill säga att vi inte kommer att erbjuda några byten eller uppköp. I tabell 7 återfinns ett räkneexempel på hur realstocken kan komma att utvecklas fram till 2015.

Tabell 7. RÄKNEEXEMPEL PÅ REALSTOCKENS UTVECKLING TILL OCH MED 2015

Miljarder kronor

Utestående nominell stock, oktober 2007	188
Förfall i 3101, 3106, 3001 och 25 mdkr i 3105	-72
Kursriskneutrala förlängningsbyten, netto	-27
Emissioner, 3 mdkr per år	25
Utestående nominell stock vid slutet av 2015	114

<sup>4</sup> Kursriskneutrala byten innebär att marknadsvärde av köp- och säljvolym multiplicerat med modifierad duration för respektive obligation ska vara lika.

Av de övriga förslagen som vi tagit upp till diskussion gör vi bedömningen att *förkortningsbyten* och *byten från realobligationer till nominella obligationer* inte är aktuella. Det är de alternativ som vi själva är mest tveksamma till och som också möter de mest negativa reaktionerna.

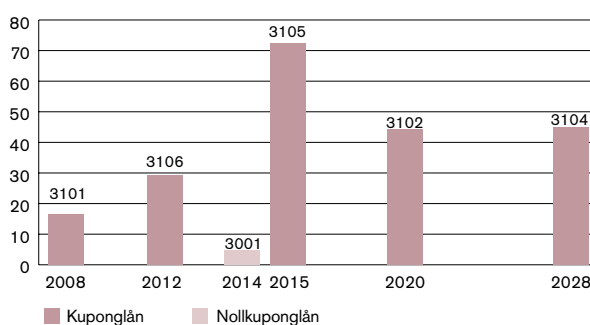
*Uppköp*, i form av omvända auktioner, där vi annonserar om uppköp endast en vecka i förväg har kritiserats av många aktörer eftersom det skulle skapa osäkerhet och bristande förutsägbarhet. Vi kommer inte att genomföra uppköp under våren. Förslaget skulle i en modifierad form med en väl tilltagen framförhållning kunna aktualiseras vid ett senare tillfälle. Det bör betonas att eventuella uppköp volymmässigt skulle bli relativt begränsade.

*Rebasing*, det vill säga byte av en realobligation mot en ny kopia men med ett nytt basindex för inflationskompensationen, får positivt bemötande från flera aktörer. Bytet kan i princip ses som en tidigareläggning av inflationskompensationen. Det skulle till exempel kunna genomföras som ett stående erbjudande eftersom bytet enkelt genomförs med en utbetalning av inflationskompensationen som mellanskillnad vid transaktionen.

Det är från våra utgångspunkter också ett tilltalande alternativ. Flera aktörer framför emellertid kritiken att bytena skulle minska den utestående realexponeringen för investerarna och att intresset därför skulle bli svagt. Vi skulle riskera att få två lån med dålig likviditet. Om intresset för bytena är svagt skulle vi därmed kunna hamna i en situation där vi får betala för att kunna genomföra bytena i tillräcklig omfattning. Vi låter därför förslaget vila tills vidare. Bland våra förslag nämnde vi även möjligheten att sätta samma premie för vårt repoåtagande i realobligationer som för nominella obligationer. Förslaget är kontroversiellt att döma av svaren. Vi diskuterar i en separat artikel utformningen av våra marknadsåtaganden. Vi återkommer till frågan om hur åtagandena ska se ut på lång sikt och kommer då att ta upp frågan om prissättningen av repor i realobligationer i detta sammanhang.

Diagram 6.  
Reala statsobligationer

Miljarder kronor



## Valutaupplåning

I regeringens riktlinjer anges att valutaskulden ska amorteras med 40 miljarder kronor i årstakt. Under 2007 kommer lån i utländsk valuta för motsvarande cirka 56 miljarder kronor att förfalla. Det innebär att vi behöver låna 16 miljarder kronor i utländsk valuta i år för att uppnå målet för amorteringstakten. Vi har föreslagit oförändrad amorteringstakt under 2008. Beräkningarna här bygger på att regeringen följer det förslaget. Vi räknar därmed med en valutaupplåning på 11 miljarder kronor under 2008.

Tabell 8. VALUTAUPPLÅNING 2006–2008

Miljarder kronor	2006	2007	2008
Valutalånebehov, brutto	43	16	11
Valutaamortering	-19	-40	-40
Förfall och valutakursdifferenser	62	56	51
Obligationer i utländsk valuta *	30	16	28
Valutaswappar **	21	38	26
Kortfristiga valutalån, netto	4	0	0
Realiserade valutakursdifferenser	6	1	-2
Valutaupplåning, brutto	44	16	11
Obligationer i utländsk valuta	20	5	3
Valutaswappar, brutto **	23	10	8

\* Värderat till anskaffningskurser.

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

Vi kan låna i utländsk valuta genom emissioner av kronobligationer som swappas till exponering i utländsk valuta (kron/swappupplåning)<sup>5</sup> eller genom emissioner av obligationer i utländsk valuta (direkt valutaupplåning). Hur vi fördelar valutaupplåningen mellan direkt valutaupplåning och kron/swappupplåning beror på vilka räntevillkor vi får. Små lånebehov och att vi prioriterar obligationer utgivna i kronor innebär att lån med obligationer i utländsk valuta blir mycket begränsade.

För 2007 och 2008 har lånebehovet fördelats så att en större del planeras i kron/swappupplåning än direkt valutaupplåning. Trots stora budgetöverskott planeras

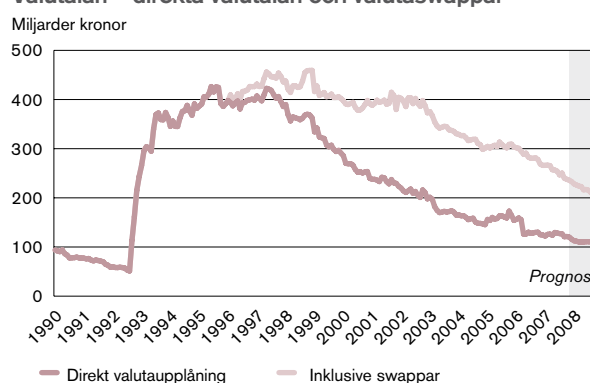
<sup>5</sup> Valutaupplåning i form av kron-/swappupplåning innebär att räntan på statsobligationer i kronor byts mot en kort ränteeponering i utländsk valuta samtidigt som lånat belopp växlas till utländsk valuta.

Efter obligationsupplåningen gör vi en swapp där vi mottar en fast swapp-ränta i kronor, som är högre än obligationsräntan (exponeringen i den långa obligationsräntan elimineras), för att i stället betala en rörlig ränta i utländsk valuta. Transaktionen är en kombinerad ränte- och valutaswapp (basswapp). Inom ramen för swappen växlar vi samtidigt kronbeloppet från obligationsupplåningen till utländsk valuta med vår swappmotpart. Vi ger således ut ett obligationslån i kronor, får beloppet växlat till utländsk valuta och betalar rörlig ränta i utländsk valuta.

I swappavtalet tar vi samtidigt på oss att vid swappförfallet växla tillbaka samma belopp i utländsk valuta till kronor till samma kurs som vid den ursprungliga växlingen. Med kronbeloppet kan vi betala obligationsförfallet. För att kunna växla tillbaka beloppet till kronor måste vi först köpa den utländska valutan innan vi kan växla till kronor. Detta skapar en valutaexponering eftersom vi inte känner till den framtida växelkursen då vi gör swappen. Kron/swappupplåningen ger således samma valutaexponering som om vi emitterar en obligation direkt i utländsk valuta.

ändå en viss, om än begränsad, volym i direkt valutaupplåning. Obligationer i utländsk valuta kommer således att ges ut endast om de erbjuder mycket goda villkor. Den faktiska fördelningen kan därför komma att avvika från antagandena i tabell 8: direktupplåningen i utländsk valuta kan bli noll eller fem miljarder kronor beroende på marknadsläget. Eftersom vi har stora förfall av direkta valutalån både under 2008 och 2009 kommer stocken av obligationer emitterade i utländsk valuta att falla snabbt och ge ett motsvarande utrymme för upplåning i nominella kronobligationer.

Diagram 7. Valutalån – direkta valutalån och valutaswappar



Valutaskuldens andel är för närvarande 18 procent (se diagram 5). Vi räknar med att fortsätta amortera på valutaskulden med motsvarande 40 miljarder kronor i årstakt även under 2008, förutsatt att kronans växelkurs ligger på rimliga nivåer. När andelen blir 15 procent kommer valutaupplåningens storlek att bestämmas av det totala finansieringsbehovet och den valutaupplåning som krävs för att bibehålla andelen i intervallet 13–17 procent, i enlighet med det styrsystem som regeringen beslutade om 2006. Vår bedömning är att andelen kommer att vara nära 15 procent vid årsskiftet 2008/2009.

## Sammanfattning

Det stora budgetöverskottet innebär att upplåningen i alla instrument kommer att minska. Vi prioriterar emellertid upplåningen i nominella obligationer. Emissionsvolymen i nominella statsobligationer blir oförändrad på 1,5 miljard kronor per auktion. Så vitt vi nu kan bedöma kan vi behålla denna emissionsvolym även under 2008.

Obligationssupplåningen kommer att fördelas så att något mer än hälften görs i den tioåriga löptiden. Därutöver räknar vi med att göra enstaka emissioner i två- och fjortonårssegmentet och resterande emissioner i den femåriga

löptiden. En ny tioårig obligation med förfall 12 mars 2019 introduceras som planerat den 21 november 2007.

En ny statsskuldväxelpolicy med endast fyra växlar upp till sex månader introduceras i januari 2008. Statsskuldväxelupplåningen beräknas minska med 51 miljarder kronor under 2007 jämfört med 2006. Vi räknar med att göra swappar motsvarande cirka 30 miljarder respektive 38 miljarder kronor under 2007 och 2008.

Med nuvarande prognos för upplåningsbehovet räknar vi med en upplåningsvolym för realobligationer på cirka 3 miljarder kronor i årstakt. Under 2008 kommer vi att erbjuda byten från 3105 till 3102 och 3104 för motsvarande 10 miljarder kronor av lån 3105.

Riksgälden amorterar sedan årsskiftet 40 miljarder kronor i årstakt på valutaskulden. Valutaupplåningen beräknas uppgå till motsvarande 16 miljarder respektive 11 miljarder kronor under 2007 och 2008.

# Riktlinjeförslaget 2007

## – en diskussion kring effekterna av en allt mindre statsskuld

*Riksgälden lämnar varje år ett förslag till regeringen där vi analyserar hur statsskulden bör förvaltas för att på bästa sätt nå målet om lägsta möjliga kostnad utan att ta för stora risker. I årets förslag diskuterar vi bland annat de utmaningar som följer av fortsatta överskott i statens finanser. Att statsskulden förväntas falla kraftigt under de närmaste åren får både principiella och praktiska konsekvenser för skuldförvaltningen. Vi föreslår dock oförändrade riktlinjer för 2008–2010, eftersom vi varken med en kortare löptid eller med en förändrad skuldsammansättning ser nämnvärt lägre kostnader framför oss.*

För att illustrera hur statsskuldförvaltningen påverkas av budgetöverskotten inleder vi årets riktlinjeförslag med ett räkneexempel. I det mest optimistiska scenariot, med ett offentligt sparande på i genomsnitt 1,5 procent av BNP under perioden 2007–2015, minskar statsskulden till ungefär 700 miljarder kronor år 2015 från cirka 1 100 miljarder kronor idag. Det ska poängteras att detta inte är en prognos, utan endast ett räkneexempel.

Diskussionerna i årets riktlinjeförslag mynnar ut i att en krympande skuld – oavsett hur snabbt den minskar – innebär att det finns principiella skäl att ta något större risker i skuldförvaltningen i utbyte mot lägre förväntade kostnader. De styrmedel vi i huvudsak har att tillgå för att påverka skuldens kostnad och risk är två: löptiden och sammansättningen. I årets förslag resonerar vi kring båda dessa alternativ.

### Genomsnittlig löptid

Så länge avkastningskurvan har en positiv lutning finns möjlighet att minska kostnaderna genom att dra ner löptiden. Det sker då i utbyte mot en större osäkerhet i framtida ränteutgifter – ränteomsättnings- och refinansieringsrisken ökar – eftersom förfallande lån måste förnyas oftare. Det begränsade lånebehovet gör det också fullt möjligt att förkorta löptiden utan att likviditeten i obligationsmarknaden försämras. Detta beror på att vårt utrymme för att ändra löptiden med hjälp av swappar har ökat i takt med att vi har dragit ner volymerna i våra obligationsemissioner.

Trots dessa förutsättningar är vår bedömning att det för närvarande inte finns tillräckliga skäl att ändra riktvärdet för statsskuldens löptid. Det beror på att den aktuella skillnaden mellan korta och långa räntor är så liten att det utbytesförhållande mellan förväntad kostnad och risk som tidigare funnits inte är lika tydligt i nuläget. Vi anser med andra ord att den potentiella vinsten av att förkorta löptiden i dagsläget inte väger upp den ökade risken.

### Skuldens sammansättning

Det andra alternativet – en omfördelning mellan skuldslagen – ger troligen inte heller någon nämnvärd förändring av den förväntade kostnaden. I en stabil ekonomi, med starka statsfinansieringar och väl utvecklade finansiella marknader, är det svårt att se att det på sikt ska gå att låna billigare genom att flytta en del av upplåningen från en marknad till en annan. Tanken med att staten fördelar skulden på flera skuldslag – nominell skuld, real skuld och valutaskuld – är i stället att sprida riskerna genom att undvika att staten är beroende av lånevillkoren i ett enda skuldslag.

Ovanstående resonemang bygger dock på att valutaskulden i princip har samma sammansättning som hittills, där vi primärt strävar efter en låg total valutakursrisk. Eftersom staten nu bör kunna tänka sig att acceptera större risker, bedömer vi att det finns skäl att byta utgångspunkt för analysen av valutaskuldens egenskaper. Riksgälden kommer därför att se över sammansättningen i valutaskulden med utgångspunkt i att eftersträva lägre förväntade kostnader.

### Marknadsvård

Den allt mindre skulden väcker också frågor kring den praktiska hanteringen. En ofrånkomlig följd av överskotten är att vi kommer att ge ut en mindre volym statspapper. Vi bedömer att vi i första hand ska värna upplåningen i kronobligationer, vilket medför att det främst är omfattningen av statsskuldväxlar och obligationer i utländsk valuta som kommer att minska. Exempel på åtgärder som redan genomförts eller kan genomföras är att dra ner på antalet löptider, slopa auktionstillfällen och koncentrera upplåningen till nominella obligationer.

Riksgälden konstaterar här att det är viktigt att vi så långt det är möjligt vårdar marknaderna. Vi bör försöka se till att den svenska statspappersmarknaden förblir attraktiv, så att möjligheterna att snabbt och effektivt kunna öka upplåningen om utvecklingen vänder kvarstår. Bland annat bör

den under lång tid uppbyggda infrastrukturen med likvida marknader, gott investerarförtroende, återförsäljare och så vidare tillvaratas.

## Oförändrade riktlinjer

### Målandelar

Sammanfattningsvis föreslår vi inga förändringar i gällande riktlinjer. Vi rekommenderar alltså att skulden till 15 procent består av skuld i utländsk valuta, till 25 procent av real kronskuld och till 60 procent av nominell kronskuld.

För valutaskulden föreslår vi en amorteringstakt på 40 miljarder kronor under 2008, med ett utrymme för avvikelser på 15 miljarder kronor uppåt och nedåt. Det nya andelsbaserade styrsystemet för valutaskulden, som regeringen beslutade om i fjolårets riktlinjer, bör kunna införas kring årsskiftet 2008/2009, när andelen beräknas vara i närheten av 15 procent. Det är dock svårt att nu exakt avgöra när övergången bör ske. Vi föreslår därför att vi återkommer till regeringen med ett förslag om att byta styrsystem när det bedöms som lämpligt.

Realskuldens andel kommer under nästa år att öka till cirka 30 procent, för att sedan minska till 27 procent i samband med att ett lån förfaller vid slutet av 2008. Under de därpå följande åren ökar andelen återigen och kommer att nå drygt 30 procent. Anledningen är att den minskande totala skulden gör att andelen realskuld ökar per automatik fram till nästföljande realobligationsförfall 2012.

Det finns i dagsläget inga verktyg för att till rimliga kostnader styra realandelen mot dess riktvärde. Dessutom bedömer vi att en viss närvaro på primärmarknaden är viktig för att realobligationsmarknaden ska fortsätta fungera väl och även i framtiden vara en möjlig finansieringskälla. Sammantaget innebär utvecklingen att det finns behov av att göra fördjupade analyser kring den långsiktiga styrningen av realandelen. Riksgälden kommer att återkomma till frågan i nästa års riktlinjeförslag.

### Genomsnittlig löptid

Vi föreslår att riktvärdet för den samlade löptiden vid slutet av 2008 ska vara 4,8 år och att inriktningen för motsvarande tidpunkter 2009 och 2010 ska vara 4,6 respektive 4,5 år. Detta innebär i princip ingen förändring jämfört med fjolårets riktlinjer. Att värdena för 2008 och 2009 har justerats upp med 0,2 år beror på att den faktiska utvecklingen av realskuldens löptid kommit att avvika från den beräknade, till följd av att byten och emissioner inte utfallit helt enligt de antaganden som låg till grund för förra årets beräkningar.

### Övriga riktlinjer

Vi föreslår oförändrade riktlinjer för positionstagning, marknads- och skuldvard samt upplåningen på privatmarknaden.

Regeringen beslutar om riktlinjerna för statsskuldens förvaltning 2008–2010 senast den 15 november, efter yttrande från Riksbanken.

Läs hela riktlinjeförslaget på vår webbplats:  
[www.riksgalden.se](http://www.riksgalden.se).

## FÖRSLAG TILL RIKTLINJER

### Valutaskuld

- Andelen valutaskuld ska minska till 15 procent av statsskulden. Runt målandelen ska ett styrintervall på  $\pm 2$  procentenheter läggas.
- Riktvärdet för amorteringstakten ska sättas till 40 miljarder kronor under 2008. Riksgälden får avvika från den angivna amorteringstakten med  $\pm 15$  miljarder kronor.
- Omkring årsskiftet 2008/2009 bör det nya andelsbaserade styrsystemet kunna införas. Riksgälden ska återkomma till regeringen när det bedöms som lämpligt att övergå till ett andelsbaserat styrsystem.

### Realskuld

Andelen real kronskuld ska vara 25 procent av statsskulden. Riksgälden ska lägga fast ett avvikelseintervall kring andelen för realskulden.

### Nominell kronskuld

Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor. Målandelen för den nominella kronskulden blir därmed definitionsmässigt 60 procent av statsskulden.

### Löptid

Riktvärdet för den samlade löptiden i statsskulden ska vid slutet av 2008 vara 4,8 år. Inriktningen för motsvarande tidpunkter 2009 och 2010 ska vara 4,6 respektive 4,5 år. Riksgälden ska bryta ned det samlade riktvärdet för skulden till separata riktmärken för varje enskilt skuldsdrag samt ange riktlinjer för den operativa styrningen av löptiderna.

### Övrigt

Oförändrade riktlinjer för positionstagande, marknads- och skuldvard och upplåning på privatmarknaden.



# Riksgäldens roll under kreditoron

*Den globala kreditoron, som började i somras och har fortsatt under hösten, har ökat efterfrågan på statspapper samtidigt som utbudet minskat. Det har lett till brist på statspapper också i Sverige. Riksgälden har ett åtagande att alltid låna ut statspapper till sina motparter. Vi lånar för närvarande ut statspapper för 40 till 60 miljarder kronor varje dag inom ramen för detta åtagande. Detta görs med repor som innebär att vi köper tillbaka utlånade papper dagen därpå. Repoåtagandet stödjer likviditeten och har dämpat genomslaget av den internationella kreditoron på den svenska räntemarknaden.*

I och med att våra återförsäljare kan låna statspapper av oss minskar risken för bristsituationer på marknaden. Jämfört med obligationsmarknaden i euroområdet har den svenska räntemarknaden fungerat väl, vilket bidrar till dess internationella renommé. Samtidigt kan det vara så att vårt marknadsåtagande har bidragit till att fördröja nödvändiga anpassningar. Det är därför viktigt att aktörerna på räntemarknaden anpassar sig till nya förhållanden med en mindre statsskuld genom att utveckla sin förvaltning och använda andra instrument.

## Repor på räntemarknaden

Marknadsgaranter (till exempel banker) ställer köp- och säljkurser för statspapper till sina kunder. Vanligen har banken endast ett litet eget lager av papper. Det betyder att när banken till exempel säljer en statsobligation så säljer den något den inte har i lager. Banken kan då köpa den från en investerare eller en annan bank. Om det är svårt att göra detta till ett rimligt pris kan alternativet vara att tillfälligt låna pappret i en repa på marknaden. Den som lånar ut pappret får pengar i utbyte. Från dennes synpunkt är det således fråga om ett kortfristigt lån (se faktarutan).

Ett annat exempel är en placerare som vill sälja ett räntebärande värdepapper därför att han tror att räntan ska gå upp och själv inte äger detta papper. Han kan då sälja ett papper som han först köper på repomarknaden (och därmed förbinder sig att sälja tillbaka, det vill säga repa). Detta är räntemarknadens motsvarighet till att blanka aktier.

Utbudet av repor kommer från investerare eller banker som vill öka på sin avkastning genom att låna ut sitt innehav av finansiella instrument. Alternativt kan man repa ut sina tillgångar för att låna pengar under kortare eller längre tid. Ett köp av ett räntepapper kan i princip finansieras genom att köparen repar ut innehavet.

Den svenska repomarknaden fungerar mycket väl i ett internationellt perspektiv. Likviditeten är betydligt större

## VAD ÄR EN REPA?

En repa i ett statspapper är en försäljning av en obligation eller statsskuldväxel där man samtidigt kommer överens om ett återköp av samma papper. För motparten innebär repa att man lånar ut pengar eftersom man i första ledet betalar för statspappret och sedan får tillbaka pengarna när man säljer tillbaka pappret.

Med ett mer tekniskt språkbruk kan en repa beskrivas som en överenskommelse om en avistaförsäljning i kombination med ett terminköp av ett specifikt värdepapper. En termin kan ses som en avistaaffär med förskjuten likvid. Köparen i avistaaffären (som lånar ut pengar) får en ersättning (ränta) vid terminsaffären. Ersättningen är skillnaden mellan termins- och avistapriset. Terminspriset bestäms utifrån avistapriset och ett avkastningskrav (implicit "reparänta"). Om transaktionen görs åt andra hållet (avistaköp av värdepapper och så vidare) kallas detta för en omvänd repa.

än man skulle tro mot bakgrund av utestående obligationsstock. Det är en väsentlig konkurrensfördel för den svenska statspappersmarknaden.

## Vår roll

Vid bristsituationer (där det är svårt att hitta ett papper till rimligt pris på marknaden) kan man vända sig till Riksgälden och repa in det papper som är svårt att hitta på marknaden. Bostadsinstituten har motsvarande åtagande.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Även utländska skuldkontor erbjuder repor vid bristsituationer. Villkoren skiljer sig dock mellan länderna. Se t.ex. Holmlund, A [2003] "Marknadsvärld och -utveckling i Sverige och några andra europeiska länder", Statstillägg – prognos och analys 2003:3.

Marknadsåtagandet eller marknadsvårdande repor innebär att vi på begäran säljer statspapper samtidigt som vi köper tillbaka samma papper en dag senare (återköpsavtal eller repa). Då marknaden vet att det alltid finns en möjlighet att låna statspapper hos oss minskar osäkerheten på marknaden. Marknadsgaranterna (*market makers*) vet också kostnaden för att låna statspappret hos oss och kan ställa snäva priser i statspapper.

Om en aktör inte kan leverera ett statspapper i tid till VPC innebär det en risk för en kedjereaktion. Då uteblir också den betalning som behövs för att genomföra en annan transaktion och så vidare. Vårt marknadsåtagande utgör således en garant för att avvecklingen på marknaden för statspapper fungerar.

Riksgälden övertog i februari 2000 marknadsåtagandet för statspapper från Riksbanken. Det ansågs naturligt eftersom det gäller de statspapper som Riksgälden emitterar och att vi därför själva borde ansvara för marknadsvården. En annan orsak var att ansvarsfördelningen mellan Riksgälden och Riksbanken blivit tydligare: banken fokuserar på penningpolitiken och Riksgälden på de transaktioner som har att göra med statsskuldförvaltningen. Riksbanken har numera inga svenska statspapper i sin portfölj och har därmed inte förutsättning att göra repor av det slag som diskuteras här.

För att undvika förväxling bör nämnas att Riksbanken också gör repor där Riksbanken repar in värdepapper mot likviditet (pengar). Dessa repor har ett penningpolitiskt syfte: att påverka likviditeten i banksystemet och tala om vilken nivå på den korta marknadsräntan (dagslåneräntan) som Riksbanken anser vara förenlig med dess mål om stabila priser, i dagligt tal kallad Riksbankens reporänta. Andra aktörer (som Riksgälden) lånar pengar kortfristigt (eller lånar ut värdepapper) på repomarknaden till en ränta som ytterst styrs av Riksbanken. Våra repor påverkar inte förutsättningarna för penningpolitiken.

Våra marknadsvårdande repor i statspapper (obligationer och statsskuldväxlar) görs på förfrågan från våra återförsäljare. Vår policy är att marknaden själv ska hantera marknaden för repor. Därför tar vi betalt för denna tjänst. När vi gör repor i nominella statsobligationer lägger vi på en premie på 30 räntepunkter, det vill säga att vi lånar pengar i repa till en ränta som är 0,3 procentenhet lägre än Riksbankens reporänta. Premien är lägre för statsskuldväxlar, 15 räntepunkter under Riksbankens reporänta, och för realobligationer är den 10 räntepunkter. Den lägre premien för dessa statspapper är inte självklar, men har motiverats med att statsskuldväxlar har kortare löptid och att bägge marknaderna har sämre likviditet än den nominella.

## SYFTET MED MARKNADSÅTAGANDENA

Målet för statsskuldförvaltningen är att minimera de långsiktiga kostnaderna utan att ta för stora risker. En väl fungerande och likvid statspappersmarknad med en bred investerarbas är viktig för att uppnå detta mål. Vår policy är att agera med öppenhet, transparens och förutsägbarhet i samma syfte: att bidra till en väl fungerande och likvid marknad. Riksgäldens åtagande att erbjuda våra återförsäljare repor kan ses som ett led i detta arbete. Vi försöker kompensera för den svenska marknadens relativa litenhet. Repoåtagandet bidrar till att likviditet och djup på statspappersmarknaden förbättras.

## Repor och vår likviditetsförvaltning

Riksgälden har under åren utvecklat likviditetsförvaltningen mot fler motparter och fler instrument. Vi anpassar storleken på våra emissioner i statsskuldväxlar till ändrade prognoser för kassaflödena, vi kan ge ut statsskuldväxlar med skraddarsydda löptider (likviditetsväxlar) och repor kan användas för att i god tid täcka kommande finansieringsbehov. Det återstående lånebehovet täcks med banklån (deposits). I och med att vi använt repor i statspapper har vi kunnat tillgodose efterfrågan på statspapper inom ramen för vår reguljära upplåning.<sup>2</sup>

Det har emellertid visat sig vara problematiskt att använda repor i vår kortfristiga upplåningsverksamhet. Kostnaderna för att göra repor med oss har berott på om vi haft upplånings- eller placeringsbehov. Vid lånebehov har vi haft en marknadsmässig prissättning. Då vi har haft överskott har vi tagit ut den premie som gäller inom ramen för vårt marknadsåtagande. Lönsamheten för investerarna av att repa ut egna innehav har därmed kommit att bero på vår kassaställning och upplevts som ryckig. Tills vidare, och då efterfrågan på repor i statspapper är stor och därmed "marknadspriset" högt, gör vi emellertid endast repor i statspapper inom ramen för vårt marknadsåtagande till vår fasta prislista.

Vid överskottslikviditet kan vi göra omvända repor i statspapper och i andra räntebärande värdepapper med god säkerhet. På kronmarknaden är det främst fråga om

<sup>2</sup> *Sjulander, A [2005] "Staten likviditetsförvaltning", Statsupplåning – prognos och analys 2005:1*

bostadspapper. Vi kan också köpa tillbaka utestående statsskuldväxlar med kort återstående löptid eller köpa andra räntebärande värdepapper med god kreditvärdighet som bostadspapper. På den internationella penningmarknaden kan vi också göra så kallade trepartsrepor, köpa Commercial paper eller placera hos andra skuldkontor (stater). Resterande överskottslikviditet placeras vi hos såväl svenska som utländska banker på depositmarknaden för kronor och utländsk valuta inom ramen för uppsatta kreditlimiter.

## Likviditetsoron under hösten 2007

Under den globala kreditoron som accelererade efter att problemen i sub-prime marknaden i USA blev uppenbara under sommaren 2007 kom efterfrågan på statspapper med god kreditvärdighet att öka starkt. I takt med att placerare minskade sina innehav av papper med högre kreditrisk för att köpa statspapper kom stora portföljflyttningar att äga rum.

Under perioder med stora portföljflyttningar uppstår lätt flaskhalsar med bristsituationer (ofta används det engelska uttrycket *squeeze*) där det är svårt för aktörerna att hitta efterfrågade instrument på marknaden. Denna bristsituation förvärras av att många investerare inte repar ut sina innehav. Om ett papper till exempel säljs av en aktör som deltar i repomarknaden och köps av investerare som inte deltar försvinner pappret från den likvida delen av marknaden.

Kreditoron med åtföljande brist på statspapper har också påverkats av att vi samtidigt fått en väsentligt mindre utestående stock av statsskuldväxlar. En ökad efterfrågan samtidigt som utbudet minskat har inte underlättat situationen.

Resultatet har blivit en kraftigt ökad efterfrågan på de repor vi tillhandahåller inom ramen för vårt marknadsåtagande. Under tidigare turbulenta perioder har efterfrågan på stora volymer av repor pågått kanske några veckor med tillfälliga höga toppar. Under hösten 2005 och våren 2006 gjordes marknadsvårdande repor i storleksordningen 5-10 miljarder kronor i snitt per dag. Under den nuvarande oron ligger den dagliga repovolymen på mellan 40 och 60 miljarder kronor. Lägg märke till att de repor vi gör har en löptid på en dag. Nästa dag görs därför nya repor för ungefär samma belopp. Vi rullar således en repostock på cirka 50 miljarder dagligen.

De överskott som uppstår i samband med stora volymer i marknadsvårdande repor placeras på samma sätt som de överskott som periodvis uppkommer även i normala tider. Överskott och underskott som återstår vid dagens slut

hos oss och hos de stora bankerna hanteras genom insättningar/lån (deposits). Deposits är emellertid förenade med kreditrisker varför vi – liksom alla banker – har limiter på hur stora deposits som kan göras hos varje motpart.

För att begränsa kreditexponeringen försöker vi därför göra placeringar av överskott med säkerheter i utbyte mot utlåning. Detta uppnås genom att placera överskott i form av en repa, det vill säga vi lånar ut överskott och får ett värdepapper som säkerhet. De vanligaste värdepappren är statspapper eller bostadspapper. Mot bakgrund av den stora efterfrågan på statspapper gör vi för närvarande i huvudsak placeringar med bostadspapper som säkerhet.

Vårt marknadsåtagande syftar till att underlätta den löpande handeln och bidra till likviditet och till att förhindra leveransproblem. Repoåtagandet har bidragit till att den svenska räntemarknaden fungerat relativt väl. Till exempel har euromarknaden tidvis haft svårt att upprätthålla en likvid handel.

Under den pågående kreditoron har emellertid våra repor utnyttjats på ett sätt som inte varit avsett utan snarast kan beskrivas som en bieffekt av vårt stående åtagande. Samtidigt som våra repor har gett ett positivt bidrag i form av extra likviditet och stabilitet åt marknaden finns det således avigsidor. Våra repor har varit en kudde i orostider och bidragit till att begränsa oönskade kortsiktiga ränterörelser och underlättat för våra återförsäljare att upprätthålla handeln. Genomslaget av bristsituationen på pris- och räntebildningen på marknaden har dämpats.

Marknadspriser fyller funktionen att signalera förändringar i utbud och efterfrågan och ge incitament till förändringar. I den mån våra repor minskar genomslaget på marknaden finns det risk för att nödvändiga anpassningar fördröjs.

Riksgälden kan i princip inte låna mer än vad som motsvarar statens lånebehov. I längden kan vi inte låna via repor och sedan förvalta det vi får in som ett överskott. Förr eller senare innebär omfattande repor att vi till exempel måste minska obligationsupplåningen, vilket skulle gå på tvärs mot vår policy att prioritera just denna upplåning. Det är också orimligt att vi drar ned den utestående stocken av statsskuldväxlar bara för att sedan omedelbart repa ut samma volymer.

Repomarknaden är en marknad som alla aktörer på statsobligations- och växelmarknaden drar nytta av. Det är därför förvånande att vissa aktörer vägrar delta och repa ut sina innehav. Dessa aktörer drar nytta av andras insatser utan att själva bidra.

Det är också så att repoverksamheten ger ett signifikant och säkert bidrag till avkastningen hos investerarna. Om en placerare frivilligt avstår från en säker vinst, det vill säga en verksamhet som gott och väl täcker kostnaderna, är det motiverat att diskutera hur pass professionellt förvaltningen bedrivs. Vi förutsätter att de aktörer som i dag inte deltar i repomarknaden snarast omprövar sin inställning.

Det är också viktigt att investerarna anpassar sin förvaltning till ändrade förhållanden. Statsskulden minskar och det är nödvändigt för aktörerna i den svenska räntemarknaden att i högre grad använda andra instrument som terminer, FRA-kontrakt och swappar, så att man klarar en effektiv förvaltning utan att vara helt beroende av cash-handel i statspapper.

## VILLKOR FÖR REPOR I VÅRT MARKNADSÅTAGANDE

Repoåtagandet gäller för försäljning av statspapper med likvid nästa dag, T+1, och återköp i övermorgon, T+2 (på engelska *tomorrow /next, T/N*).

<b>Instrument</b>	<b>Avdrag från Riksbankens reporänta</b>
Nominella statsobligationer, benchmark	-30 räntepunkter
Realobligationer	-10 räntepunkter
Statsskuldväxlar	-15 räntepunkter

*Anm:* Vid samma dags likvid, T+0 (dvs. över natten eller på engelska *over night, o/n*) gör vi ett avdrag på 5 räntepunkter från T/N-nivån.

Vi har även ytterligare marknadsåtaganden.  
Se vår hemsida: [www.riksigalden.se/upplaning](http://www.riksigalden.se/upplaning)

## En framåtblick

Vårt marknadsåtagande är en viktig del i Riksgäldens strävan att minimera kostnaderna för statsskulden. Den svenska marknaden är relativt liten jämfört med många andra marknader. Vi tror därför att det är värdefullt att vi kan stödja marknaden genom att tillhandahålla statspapper via repor i bristsituationer. Detta bidrar till likviditet och en i längden billig upplåning.

Vi vill undvika att ändra villkoren för vårt marknadsåtagande i repor under den pågående oron på penningmarknaden. Men det förutsätter att aktörerna på marknaden anpassar sina verksamheter till att en allt mindre statsskuld gör att volymen statspapper också minskar.

Det finns skäl att se över den långsiktiga utformningen av vårt marknadsåtagande i ljuset av utvecklingen under hösten. Finns det brister i åtagandets nuvarande utformning? Ger strukturen tillräckliga incitament till andra aktörer att reagera och anpassa sig? Det kan vara olämpligt att sätta ett tak på repovolymer eftersom det finns starka skäl att förhindra leveransfallissemang. Därmed bör frågan ställas om det är motiverat att ha samma premie på reporna oavsett i vilken utsträckning åtagandet utnyttjas. Samtidigt finns det fördelar med att ha ett enkelt system och undvika fallgropar i form av komplexa system som i sin tur kan ge upphov till spekulationer mot systemets utformning. Som vanligt välkomnar vi synpunkter och förslag.

*Anna Sjulander  
Skuldförvaltare*

*Thomas Olofsson  
Upplåningschef*

# Marknadsinformation

Källa: Riksgälden, om ingen annan anges.

## NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2007

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2009-01-28	5,00	1043	76 650
2009-12-01	4,00	1048	51 497
2011-03-15	5,25	1045	71 037
2012-10-08	5,50	1046	55 198
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	52 519
2020-12-01	5,00	1047	49 702
<b>Summa benchmarks</b>			<b>483 826</b>
<b>Icke benchmarks</b>			<b>34 799</b>

## NOMINELLA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2007-10-17	2007-10-24	2007-10-29
2007-10-31	2007-11-07	2007-11-12
2007-11-14	2007-11-21	2007-11-26
2007-11-28	2007-12-05	2007-12-10
2008-01-02	2008-01-09	2008-01-14
2008-01-16	2008-01-23	2008-01-28
2008-01-30	2008-02-06	2008-02-11
2008-02-13	2008-02-20	2008-02-25
2008-02-27	2008-03-05	2008-03-10
2008-03-26	2008-04-02	2008-04-07
2008-04-09	2008-04-16	2008-04-21
2008-04-23	2008-04-30	2008-05-06
2008-05-07	2008-05-14	2008-05-19
2008-05-21	2008-05-28	2008-06-02
2008-06-04	2008-06-11	2008-06-16
2008-06-18	2008-06-25	2008-06-30

## STATSSKULDVÄXLAR, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2007

Förfalldatum	Miljoner kronor
2007-10-17	10 088
2007-11-21	20 171
2007-12-19	59 448
2008-03-19	31 995
2008-06-18	11 930
2008-09-17	11 933
<b>Summa statsskuldväxlar</b>	<b>145 565</b>

## STATSSKULDVÄXLAR, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2007-10-10	2007-10-17	2007-10-19
2007-10-24	2007-10-31	2007-11-02
2007-11-07	2007-11-14	2007-11-16
2007-11-21	2007-11-28	2007-11-30
2007-12-05	2007-12-12	2007-12-14
2007-12-21	2008-01-02	2008-01-04
2008-01-09	2008-01-16	2008-01-18
2008-01-23	2008-01-30	2008-02-01
2008-02-06	2008-02-13	2008-02-15
2008-02-20	2008-02-27	2008-02-29
2008-03-05	2008-03-12	2008-03-14
2008-03-19	2008-03-26	2008-03-28
2008-04-02	2008-04-09	2008-04-11
2008-04-16	2008-04-23	2008-04-25
2008-04-30	2008-05-07	2008-05-09
2008-05-14	2008-05-21	2008-05-23
2008-05-28	2008-06-04	2008-06-09
2008-06-11	2008-06-18	2008-06-23
2008-06-25	2008-07-02	2008-07-04

## REALA STATSOBLIGATIONER, UTESTÅENDE BELOPP, 30 SEPTEMBER 2007

Förfalldatum	Kupong %	Lån	Miljoner kronor
2008-12-01	4,00	3101	16 347
2012-04-01	1,00	3106	29 335
2014-04-01	0,00	3001	4 698
2015-12-01	3,50	3105	72 499
2020-12-01	4,00	3102	44 151
2028-12-01	3,50	3104	44 899
2028-12-01	3,50	3103	3
<b>Summa realobligationer</b>			<b>211 932</b>

## REALA STATSOBLIGATIONER, AUKTIONSdatum

Annonseringsdag	Auktionsdatum	Likviddag
2007-10-25	2007-11-01	2007-11-06
2007-11-22	2007-11-29	2007-12-04
2008-01-24	2008-01-31	2008-02-05
2008-03-06*	2008-03-13	2008-03-18
2008-03-20	2008-03-27	2008-04-01
2008-05-15	2008-05-22	2008-05-27
2008-08-28	2008-09-04	2008-09-09
2008-09-25*	2008-10-02	2008-10-07
2008-10-09	2008-10-16	2008-10-21
2008-11-20	2008-11-27	2008-12-02

## KREDITBETYG

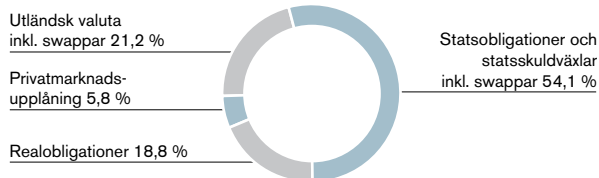
	Kronskuld	Valutaskuld
Moody's	Aaa	Aaa
Standard & Poor's	AAA	AAA

\* Bytesauktion

### Skuldsammansättning

Total skuld 1 128 miljarder kronor

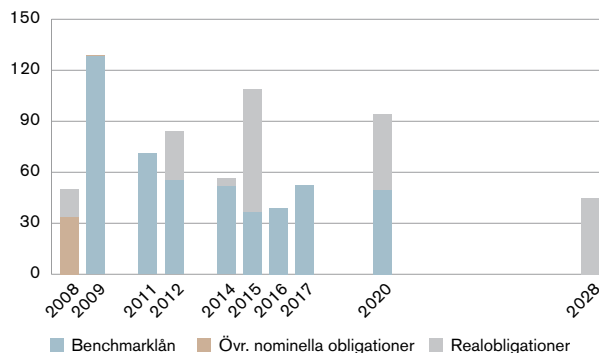
30 september 2007



### Förfalloprofil, nominella obligationer och realobligationer

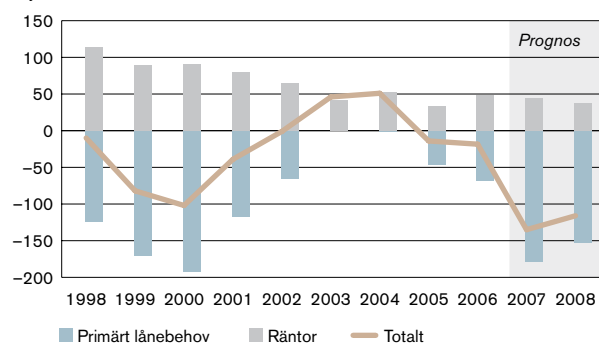
Miljarder kronor

30 september 2007



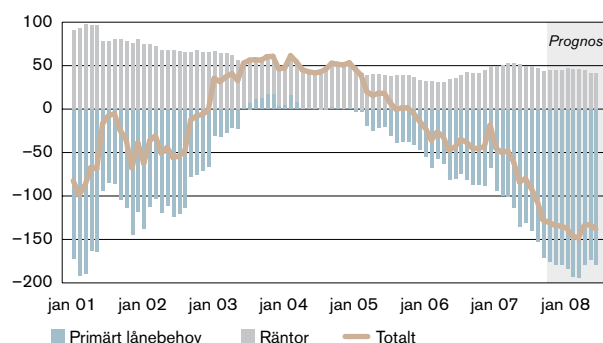
### Statens nettolånebehov, 1998-2008

Miljarder kronor

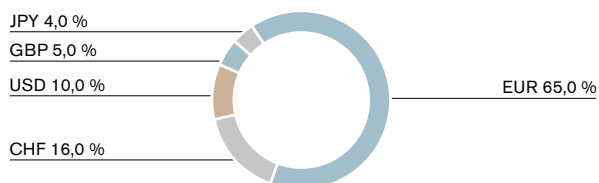


### Statens nettolånebehov, 12-månaderstal

Miljarder kronor

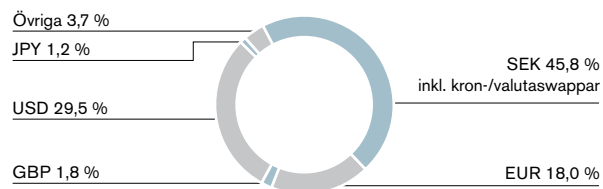


### Riktämärke för valutaskuldens sammansättning

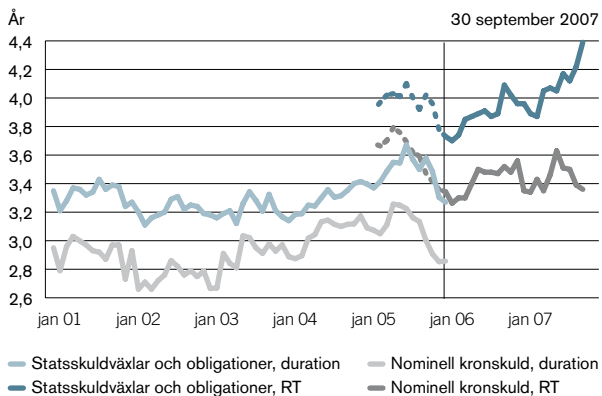


### Finansiering av valutaskulden

30 september 2007

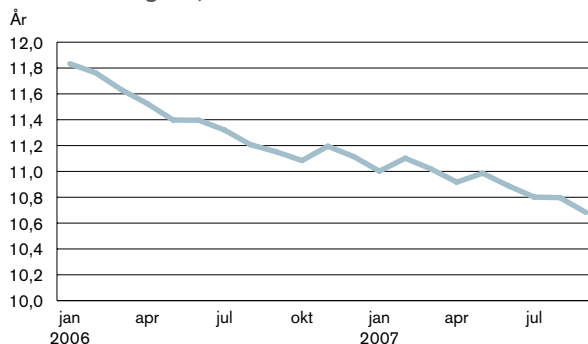


### Nominella kronskuldens räntebindningstid (RT) och duration

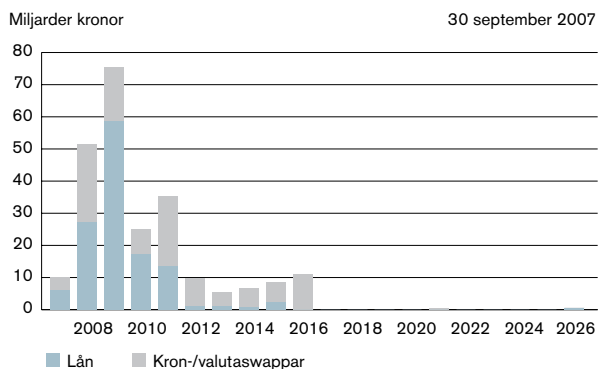


Den 1 januari 2006 bytte vi löptidsmått från duration till genomsnittlig räntebindningstid (RT).

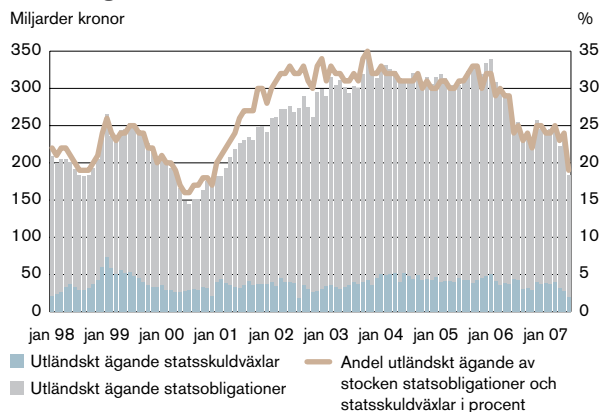
### Reala kronskuldens räntebindningstid, RT



### Förfalloprofil, lån i utländsk valuta exklusive callable bonds

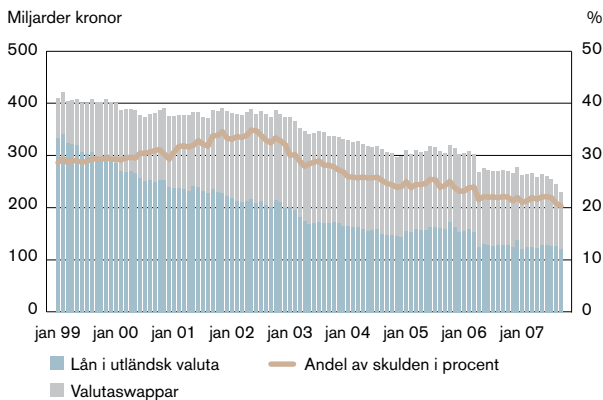


### Utländskt ägande av statsobligationer och statsskuldväxlar

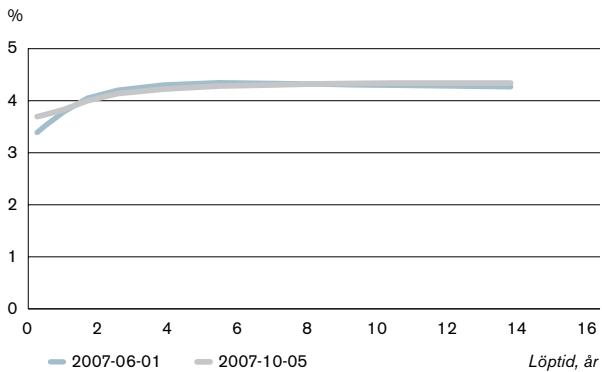


Källa: Riksbanken

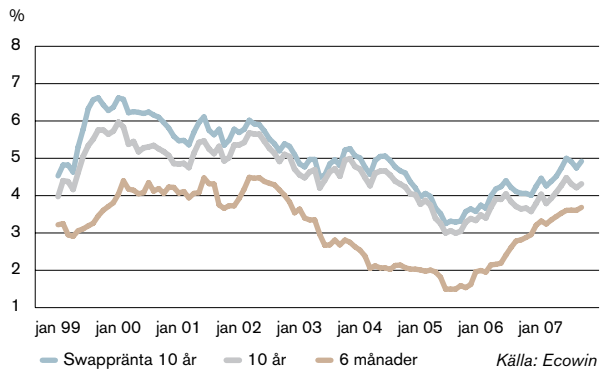
### Statsskuldens exponering i utländsk valuta



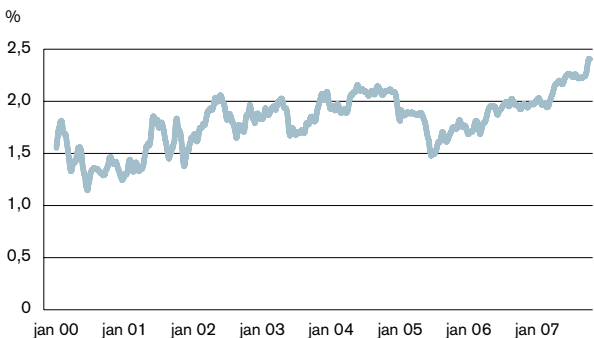
### Avkastningskurva för svenska statspapper



### Ränteutveckling

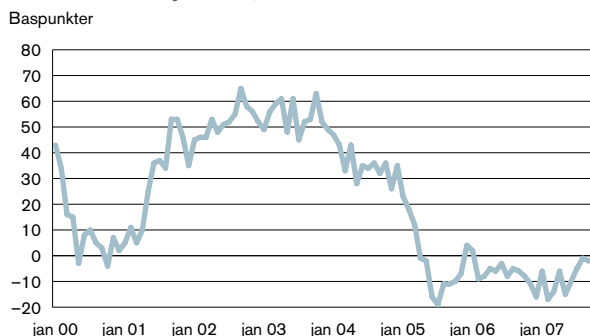


### Break-even inflation

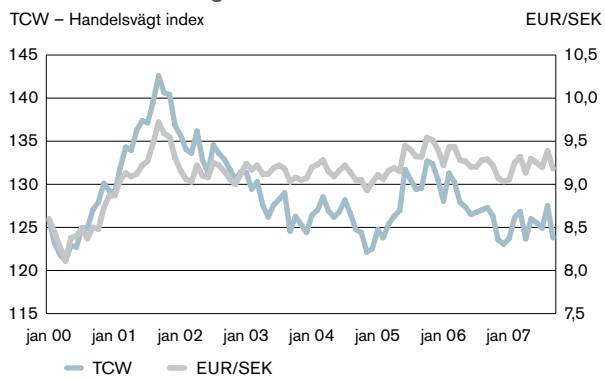


1041 - 3105 (2000-01-01 till 2004-12-31)  
1049 - 3105 (2005-01-01 tills vidare)

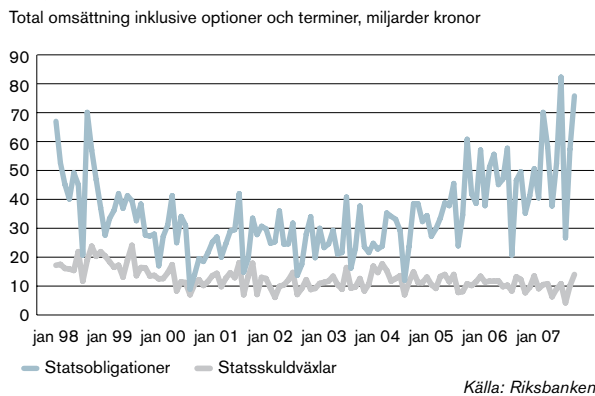
### Ränteskillnad Tyskland, 10 år



### Växelkursutveckling

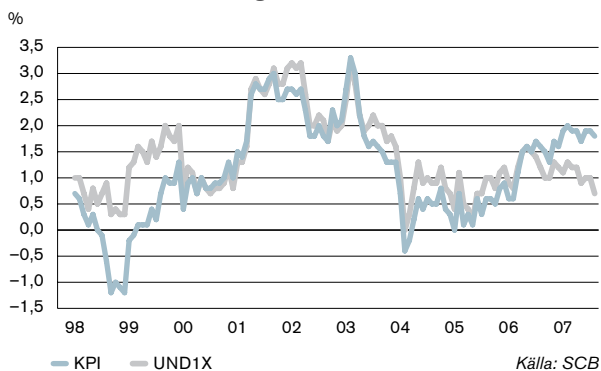


### Daglig omsättning svenska statspapper

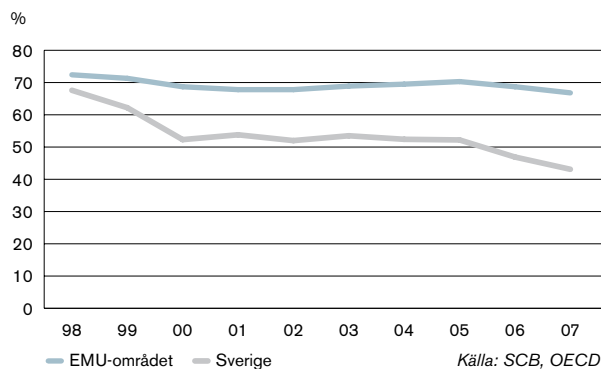




### Inflation: UND1X och KPI i Sverige



### Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld i förhållande till BNP



### NATIONALRÄKENSKAPER, PROCENTUELL FÖRÄNDRING

Utbud och efterfrågan	2006	2007	2008
BNP <sup>1</sup>	4,2	3,5	3,8
Import av varor och tjänster	7,9	7,3	6,7
Hushållens konsumtionsutgifter	2,8	3,0	4,0
Offentliga konsumtionsutgifter	1,8	1,6	1,1
Fasta bruttoinvesteringar	7,9	9,6	5,6
Lagerinvesteringar	0,0	0,2	-0,1
Export	8,7	5,8	7,1

Andra indikatorer	jun 06	aug 07	2006	2007	2008
KPI, årlig förändring		1,8	1,4	2,2	2,5
Arbetslöshet		4,8	5,4	4,5	3,9
Bytesbalans	5,2		6,9	7,0	7,3

<sup>1</sup> 2 671 miljarder kronor (2005 års referenspriser).

Källa: SCB, Riksbanken

Prognoser: Konjunkturinstitutet

Återförsäljare	Nominella statsobligationer	Reala statsobligationer	Statsskuldväxlar	Telefon	Reutersida
ABN Amro	●		●	08 506 155 00	PMAA
Barclays Capital	●			+44 207 773 8275	
Danske Markets/Consensus	●	●	●	08 568 808 44	PMCO
Handelsbanken Markets	●	●	●	08 463 46 50	PMHD
Nordea	●	●	●	+45 33 33 17 58	PMUB
SEB	●	●	●	08 506 23 151	PMSE
Swedbank	●	●	●	08 700 99 00	PMBF
Öhman	●	●		08 679 22 00	PMOR

# Ordlista

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

**Break even-inflation** ▶ Skillnaden mellan nominell och real ränta vid tiden för när ett reallån ges ut. Den anger hur hög 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** ▶ Finansiell tillgång vars värde är beroende av värdet på en annan tillgång. 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.

**Float** ▶ Tiden från det att pengar går från ett konto tills det kommit in på det konto det skickats till. Bankerna kan under tiden använda pengarna och få räntintäkter.

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

**Kapitalmarknaden** ▶ Består av kredit- och aktiemarknaden.

**Kreditmarknad** ▶ Marknaden för lånat kapital. Ett samlingsbegrepp för obligations- och penningmarknaden.

**Kupongobligation** ▶ Obligation med årlig ränteutbetalning.

**Likviditetsväxlar** ▶ Statsskuldväxlar med skräddarsydda löptider.

**Limiter** ▶ Kvantitativ begränsning av belopp eller risker.

**Nominell obligation** ▶ En obligation som ger ett förutbestämt belopp i kronor vid löptidens slut. Nominella statsobligationer ger dessutom en årlig fixerad räntebetalning, en kupongränta.

**Obligation** ▶ Löpande (överlåtelsebar) skuldförbindelse som ger en eller flera utbetalningar av avtalade belopp. De avtalade beloppen kan vara fixerade i kronor eller beroende på någon faktor, till exempel inflation; se *realobligation*. Vissa obligationer har flera utbetalningar i form av återkommande räntebetalningar och kallas då kupongobligationer. En obligation utan räntebetalningar kallas nollkupongobligation. Se även *statsskuldväxel*.

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

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

**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 sparperioden.

**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.

**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 ränta under löptiden. Avkastningen består i skillnaden mellan slutbetalningen och det pris som statsskuldväxeln köpts till.

**Swapp** ▶ Avtal mellan två parter om att byta flöden med varandra under en avtalad tid. Det kan vara att byta räntebetalningar under en given löptid, till exempel byte av fast ränta mot rörlig ränta.



Nästa utgåva av Statsupplåning – prognos och analys publiceras onsdagen den 27 februari 2008, kl. 9.30.

Rapporten ges ut tre gånger per år.

För mer information:

Lånebehov och statsskuld: Sten Hansen 08 613 47 37  
Finansiering: Thomas Olofsson 08 613 47 82

Tidigare publicerade artiklar	Författare	Utgåva
Tjänar vi på att byta auktionsform?	<i>Erik Zetterström</i>	2007:2
Stark ekonomisk tillväxt och ökat överskott 2006		2007:1
Riksgälden får högre betyg	<i>Maria Norström</i>	2007:1
Riktlinjeförslaget 2007 i korthet		2006:3
Billigare banktjänster för staten genom nya ramavtal	<i>Per Franzén</i>	2006:3
Löptid och risk	<i>Gunnar Forsling och Erik Zetterström</i>	2006:3
Upplåning vid stora överskott	<i>Thomas Olofsson</i>	2006:2
Samlad verksamhet ger effektiv finansförvaltning 2005 i backspegeln	<i>Johan Palm</i>	2006:2
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 ränteprogner	<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

Alla artiklar finns på [www.riksgalden.se](http://www.riksgalden.se) i pdf-format



Besöksadress: Norrlandsgatan 15 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00

Fax: 08 21 21 63 • E-post: [riksgalden@riksgalden.se](mailto:riksgalden@riksgalden.se) • Internet: [www.riksgalden.se](http://www.riksgalden.se)