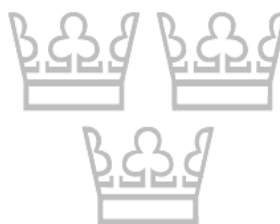
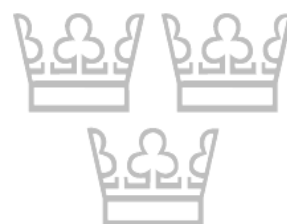


Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2010–2012



Innehåll

Sammanfattning	1
1 Ny uppbyggnad av riktlinjeförslaget	3
2 Förslag till riktlinjer 2010–2012	4
2.1 Statsskuldsförvaltningens mål	4
2.2 Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	4
2.3 Riktlinjeprocessen	4
2.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	5
2.5 Statsskuldens löptid	5
2.6 Kostnader och risk	6
2.7 Marknads- och skuldvård	6
2.8 Positionstagande	6
2.9 Upplåning på privatmarknaden	7
2.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån	7
2.11 Medelsförvaltning m.m.	7
2.12 Samråd och samverkan	8
2.13 Utvärdering	8
3 Förutsättningar	9
3.1 Lånebehovets utveckling och statsskuldens storlek	9
3.2 Avkastningskurvans egenskaper	12
4 Motivering till vissa förslag	15
4.1 Den nominella kronskuldens löptid	15
4.2 Den reala skuldens löptid	17
4.3 Positioner mellan kronor och andra valutor	17
4.4 Behöver styrsystemet ändras?	17
4.5 Medelsförvaltning	18
Bilaga – Förtydligande av hur Riksgälden mäter statsskulden	19

Sammanfattning

Riksgälden lämnar här förslag för riktlinjer 2010–2012. För 2011 och 2012 är förslaget preliminärt. Målet är att skulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska också ske inom ramen för penningpolitikens krav.

Utgångspunkten för Riksgäldens förslag är främst utvecklingen av lånebehov och räntor – faktorer som påverkar valet balansen mellan förväntad kostnad och risk. För att få en uppfattning om lånebehovet granskar vi prognoserna som görs av regeringen, Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket. Den sammantagna bilden är att statsskulden kommer att stiga under den period som riktlinjeförslaget avser. Förslaget grundas på en skuld i storleksordningen 1 300 miljarder kronor under 2010, och som fram till och med 2012 kan komma att stiga ytterligare. Som andel av BNP innebär det att skulden kan komma att stiga från dagens nivå på 35 procent till som mest 45 procent, för att därefter återigen börja minska. Baserat på en deskriptiv analys konstaterar vi att räntenivån för närvarande är ovanligt låg. Vidare konstaterar vi att lutningen på avkastningskurvan nu är brantare jämfört med den genomsnittliga skillnaden mellan tioårsräntan och tremånadersräntan som uppmäts sedan mitten av 1990-talet.

Valet av framtida löptid i den nominella skulden påverkas av faktorer som nu pekar i olika riktningar. En generellt sett osäker ekonomisk utveckling och osedvanligt låga räntenivåer talar för att löptiden bör förlängas. Att det för närvarande är ovanligt dyrt att förlänga och att det finns en relativt stor sannolikhet för låga korträntor en lång tid framöver talar för att löptiden bör förkortas. Med den osäkerhet som föreligger anser vi det sammantaget som klokt att avvakta med en löptidsförändring.

En skillnad jämfört med tidigare riktlinjeförslag är att det vid framtagandet av förslaget inte har funnits någon beslutad räntebindningstid för den nominella kronskulden. Det för året fastlagda riktvärdet på 3,5 år upphävdes inför försäljningen av en 30 årig statsobligation. Enligt den föregående låneplanen skulle en löptid om 3,5 år ha uppnåtts genom att höja försäljningsvolymerna för övriga obligationer. Då det högre lånebehovet i stället täcktes av den 30-åriga obligationen kunde övriga statsobligationers auktionsvolym ligga still. Därmed följde att räntebindningstiden hos skulden med en löptid till och med tolv år blev kortare, för att den 31 augusti uppgå till 3,1 år. För 2010 beräknas med nuvarande låneplanering räntebindningstiden till 3,0 år.

Vi föreslår att den nominella kronskulden med löptider upp till och med tolv år ska styras mot ett löptidsriktmärke på 3,0 år. Den utestående skulden med löptid över tolv år (i praktiken den för närvarande 30-åriga statsobligationen) är nu cirka 38 miljarder kronor. Eftersom osäkerheten är stor kring hur förutsättningarna kommer att bli för emissioner i löptider över tolv år föreslår vi här ett volymtak på 60 miljarder kronor under 2010. Därmed skapas ett utrymme för en viss omfattning av fortsatta emissioner som vi kan utnyttja utan att volymen blir alltför stor.

Den *reala skuldens löptid* föreslås av operativa skäl få en något kortare löptid jämfört med de preliminära riktvärden som regeringen fastställde i fjol. Vid slutet av 2010 föreslår vi att den är 9,4 år, vid slutet av 2011 8,7 år och vid slutet av 2012 9,0 år.

Vi föreslår att *valutaskuldens löptid* för de kommande åren hålls oförändrad på 0,125 år.

Inga förändringar i *skuldandelarna* föreslås. Det innebär att den reala skulden långsiktigt ska vara 25 procent av skulden och valutaskulden 15 procent. Den nominella kronskulden står för resterande del.

Vi föreslår vidare att reglerna för *positioner* mellan kronor och andra valutor läggs ihop i ett beslut. Reglerna kring positioner mellan kronor och andra valutor är idag splittrade mellan två beslut av olika karaktär. Vårt förslag är att dessa positioner inte behöver tas med derivat och inte ska omfattas av det Value-at-Risk mandat som styr andra positioner.

Mot bakgrund av de senaste årens turbulens i ekonomierna och de finansiella marknaderna diskuterar vi våra *erfarenheter av styrsystemet*. Genom styrsystemet för statsskuldshöjningen fastställs exempelvis beslutsnivåer och beslutsparametrar. Vår bedömning är att styrsystemet fungerar tillfredsställande. Att utforma ett styrsystem som med automatik klarar alla tänkbara händelser – som exempelvis den senaste tidens turbulens – är varken möjligt eller lämpligt.

Slutligen förtydligar vi hur Riksgälden mäter statsskulden. Bakgrunden är att det finns flera sätt att mäta skulden och att flera mått förekommer. För att öka transparensen finns anledning att metodiskt gå igenom dessa.

1 Ny uppbyggnad av riktlinjeförslaget

Riktlinjeprocessen i sin nuvarande tappning har pågått sedan 1998 och detta är det tolfte riktlinjeförslaget. Under dessa år har otaliga beslut tagits som påverkar statsskuldsförvaltningen. Bakom besluten ligger många diskussioner. Genom åren har det dock blivit svårt att få en översikt över beslut och diskussioner. För att skapa en bättre överblick och tydlighet har vi i år valt en ny uppbyggnad på vårt riktlinjeförslag. Dessutom har vi sammanfattat tidigare diskussioner i ett separat dokument.

Årets riktlinjeförslag har en annan uppbyggnad än tidigare förslag. Syftet är att skapa ökad tydlighet och bättre överblick av de beslut som styr statsskuldsförvaltningen. Förutom aktuella förslag tar vi i årets förslag även med äldre beslut av principiell natur och som fortfarande har bäring på statsskuldsförvaltningen. Vi föreslår vidare att vissa av det som i tidigare riktlinjebeslut benämnts "regeringens utgångspunkter" eller "regeringens bedömningar" som styr förvaltningen blir explicita beslut. Vi lyfter också fram vissa formuleringar av beslutskaraktär som tidigare legat inbäddat i texter. Slutligen återger vi vissa delar ur lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning och förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret som vägleder vårt arbete.

Alla förslag återges i tabellform i avsnitt 2. I de fall vi inte föreslår någon förändring kommenteras det endast kortfattat med att det motsvarar gällande riktlinje. I de fall vi föreslår en förändring kommenteras det direkt eller hänvisar vi till ett separat avsnitt där en längre motivering finns. I avsnitt 3 diskuterar vi utgångspunkterna för förslaget, främst lånebehovsutveckling och marknadsförutsättningar, det vill säga faktorer som påverkar inriktningen på statsskuldsförvaltningen. I det följande avsnittet motiverar vi förslag till förändringar i riktlinjerna. I år diskuterar vi exempelvis löptiden i den nominella kronskulden.

Slutligen ska vårt nya dokument "Statsskuldsförvaltning – beslut, bedömningar och bakomliggande analyser" lyftas fram. I det har vi sammanställt tidigare diskussioner och motiv bakom riktlinjeförslag och beslut. Även gällande beslut återges. Vi kommer att hålla dokumentet aktuellt så att det speglar de senaste diskussionerna och besluten. Dokumentet kommer därför vara ett bra komplement till de återkommande förslags- och beslutsdokumenten och ge en bra översikt av inriktningen statsskuldsförvaltningen.

2 Förslag till riktlinjer 2010–2012

Vi ger här vårt förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2010–2012. För 2011 och 2012 avser förslaget preliminära riktlinjer.

2.1 Statsskuldsförvaltningens mål

Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.	Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

2.2 Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning.	Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
Riksgälden får ta upp lån till staten för att: - finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut, - tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om, - amortera, lösa in och köpa upp statslån, - i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och - tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.	Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.

2.3 Riktlinjeprocessen

Senast den 1 oktober varje år ska Riksgälden till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld.	Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag.	Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.
Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden.	Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.
Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens	Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

skuld. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras.	Lag (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
--	--

2.4 Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

Förslag	Kommentar
Andelen <i>real kronskuld</i> ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.	Motsvarar gällande riktlinje.
Andelen <i>valutaskuld</i> ska vara 15 procent av statsskulden.	Motsvarar gällande riktlinje.
Styrintervallet kring riktvärdet ska vara ± 2 procentenheter.	Motsvarar gällande riktlinje.
Om valutaandelen hamnar utanför styrintervallet ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet eller innanför intervallet om avvikelsen beror på valutakursrörelser.	Förslag till ny riktlinje som förtydligar gällande ordning. I dag återfinns regeln i motivtexten i riktlinjebeslutet inför 2009.
Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.	Motsvarar gällande riktlinje.
Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av <i>nominell skuld i kronor</i> .	Motsvarar gällande riktlinje.

2.5 Statsskuldens löptid

Förslag	Kommentar
Den <i>nominella kronskuldens</i> löptid för löptider till och med tolv år ska under 2010 vara 3,0 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 3,0 år.	Se avsnitt 4.1.
För löptider över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 60 miljarder kronor under 2010. Taket för 2011 och 2012 ska vara 65 respektive 70 miljarder kronor.	Se avsnitt 4.1.
Den <i>reala kronskuldens</i> löptid ska vid slutet av 2010 vara 9,4 år. Löptiden ska i slutet av 2011 och 2012 preliminärt vara 8,7 år respektive 9,0 år.	Se avsnitt 4.2.
<i>Valutaskuldens</i> löptid under 2010 ska vara 0,125 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska vara 0,125 år.	Motsvarar gällande riktlinje.
Riksgälden ska besluta om avvikelseintervall för riktvärdena för löptiderna.	Motsvarar gällande riktlinje.

2.6 Kostnader och risk

Förslag	Kommentar
Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid. Det överordnade <i>kostnadsmåttet</i> ska vara den genomsnittliga emissionsräntan Det överordnade <i>riskmåttet</i> ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken. Skuldslagens <i>andelar</i> av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, dvs. även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation. <i>Löptiden</i> ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid (se avsnitt 2.8). Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.	Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. I dag finns den i texten i ett flertal riktlinjebeslut. Motsvarar gällande riktlinje. Motsvarar gällande riktlinje Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Finns i tidigare riktlinjebeslut som "regeringens utgångspunkt" Motsvarar gällande riktlinje. Vi föreslår dock att det förtydligas vad måttet innebär. Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Motsvarar gällande riktlinje.

2.7 Marknads- och skuldvård

Förslag	Kommentar
Riksgälden ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.	Motsvarar gällande riktlinje. Motsvarar gällande riktlinje.

2.8 Positionstagande

Förslag	Kommentar
Riksgälden får ta positioner för att, med beaktande av risk, sänka kostnaderna för statsskulden. Med positionstagande avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna men som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov. Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande). Riksgälden ska besluta om fördelningen av riskmandatet. Positioner ska tas med derivatinstrument. Begränsningen omfattar alla transaktioner med undantag av för strategiska	Motsvarar gällande riktlinje. Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Motsvarar gällande riktlinje. Första meningen är dock ett tillägg i förtydligande syfte. Motsvarar gällande riktlinje.

positioner mellan kronor och andra valutor, se nedan. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.	Motsvarar gällande riktlinje.
Den högsta gränsen för positionstagandet ska vara 600 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet. Riskbegränsningen ska omfatta alla transaktioner med undantag av för strategiska positioner mellan kronor och andra valutor, se nedan. Strategiska positioner i kronor mot andra valutor begränsas till maximalt 50 miljarder kronor. Dessa positioner behöver inte tas i derivat och undantas från begränsningen i termer av Value-at-Risk. Kronpositioner ska byggas upp gradvis och annonseras i förväg.	Motsvarar gällande riktlinje. Se avsnitt 4.3. Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Finns idag i texten i riktlinjebeslutet inför 2009.
Operativa positioner i kronor mot andra valutor i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor får tas i begränsad omfattning. Riksgälden ska ange högsta tillåtna omfattning.	Förslag till ny riktlinje. Förtydligar möjligheten att vi utöver strategiska positioner i kronor har möjlighet att avvika från växlingsmandatet.

2.9 Upplåning på privatmarknaden

Förslag	Kommentar
Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.	Motsvarar gällande riktlinje.

2.10 Lån för att tillgodose behovet av statslån

Förslag	Kommentar
Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion. Riksgälden ska ges rätt att under 2010 ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.	Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Finns idag i texten i riktlinjebeslutet inför 2009. Regeringen har i riktlinjebeslut inför 2009 fastställt att det maximala utestående nominella värdet för detta ändamål ska vara 200 miljarder kronor under 2009. Vi föreslår att samma belopp ska gälla även under 2010.

2.11 Medelsförvaltning m.m.

Förslag	Kommentar
Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta.	Regeln finns i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret (5§). Placeringar är en integrerad del av statsskuldsförvaltningen. För att skapa en bättre överblick av beslut som styr förvaltningen av statsskulden föreslår vi att regeln flyttas till riktlinjerna. Se avsnitt 4.5
Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto.	Regeln finns i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret (6§). Vi föreslår att regeln flyttas till riktlinjerna. Se avsnitt 4.5

Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet.	I riktlinjerna inför 2002 tog regeringen detta beslut. Regeln finns även i förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret (§6). Vi föreslår att regeln flyttas till riktlinjerna. Se avsnitt 4.5
Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.	Förslag till ny riktlinje för att förtydliga gällande ordning. Finns i dag i motivtexten i riktlinjebeslutet inför 2009.

2.12 Samråd och samverkan

Riksgälden ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse.	Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov.	Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
Riksgälden bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt lagen (1998:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning.	Vi föreslår att denna samrådsskyldighet lyfts in i Riksgäldens instruktion. I dag återfinns den i texten i riktlinjebeslutet inför 2009.

2.13 Utvärdering

Förslag	Kommentar
Utvärdering av styrelsebeslut ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.	Motsvarar gällande riktlinje.
Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bl.a. avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skudslagen, marknads- och skuldvärdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.	Motsvarar gällande riktlinje.
För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.	Motsvarar gällande riktlinje.
För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.	Motsvarar gällande riktlinje.
Strategiska och operativa positioner inom givet riskmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.	Motsvarar gällande riktlinje.

3 Förutsättningar

Statsskulden storlek och det kommande lånebehovet påverkar inriktningen av statsskultsförvaltningen. Förvaltningen utformas också ske med hänsyn till hur lånemarknaden fungerar. Det förutsätter bland annat kännedom om djupet på lånemarknaden och förväntade räntenivåer vid olika löptider. Statsskultsförvaltningen utformas dessutom med beaktande av samvariationen mellan lånebehovet och villkoren på lånemarknaden.

3.1 Lånebehovets utveckling och statsskuldens storlek

Allt sedan 1993 har statsskulden överstigit 1 000 miljarder kronor, oftast med stor marginal. Skulden har ökat när tillväxten i ekonomin varit svag och minskat när tillväxten varit stark. Mönstret förklaras av att låga inkomster och höga utgifter för staten sammanfaller med en svag konjunktur, medan det omvända gäller för en stark konjunktur. För närvarande befinner sig svensk ekonomi i en lågkonjunktur, men statsskulden har trots det ännu inte börjat stiga. För de närmast kommande åren ser dock bilden annorlunda ut.

Den politiska ambitionen att i genomsnitt upprätthålla ett överskott i statens finanser över en konjunkturcykel förväntas leda till en fortsatt krympande statsskuld. Ambitionen har sin grund i befolkningens framtida sammansättning med en lång period med större andel äldre personer. Det leder till en större försörjningsbörda för förvärvsaktiva personer de närmast kommande decennierna. Belastningen kan mildras genom att vid den tiden låta statsbudgeten gå med underskott, vilket förutsätter en låg statsskuld i utgångsläget. Uppfylls riksdagens och regeringens mål om en procents överskott i den offentliga sektorns finansiella sparande, sett över en konjunkturcykel, kommer statsskulden att falla med i genomsnitt 15–30 miljarder kronor per år.

Prognoser från Ekonomistyrningsverket (ESV), Konjunkturinstitutet (KI) och regeringen pekar dock på en utveckling de närmaste åren där statsskulden kommer att öka. Det beror på en förväntan om förhållandevis svaga statsfinansiella år till följd av en mycket svag konjunktur, både i Sverige och i omvärlden. Trots att prognoserna är gjorda med något olika beräkningsförutsättningar, främst vad gäller i vilken grad förändrade skatte- och bidragsregler har beaktats, är bilden entydig.

Överskottsmålet och lånebehovet

Riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande medför en långsiktigt fallande statsskuld. I det här avsnittet skissar vi på vad olika utfall för målet betyder för utvecklingen av statsskulden. Det är viktigt

att poängtera att dessa beräkningar inte på något sätt ska likställas med Riksgäldens ordinarie prognoser vilka publiceras tre gånger om året. De prognoserna görs på ett helt annat sätt och sträcker sig bara över innevarande och nästkommande år. Således ligger de här presenterade beräkningarna inte till grund för några operativa låneplaner i Riksgäldens statsskultsförvaltning. Däremot utgör beräkningarna en del i bedömningen av den framtida storleken på statsskulden.

Med utgångspunkt från riksdagens och regeringens mål om ett överskott på motsvarande 1 procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel går det att överslagsmässigt beräkna statens nettolånebehov. Överskottsmålet avser det finansiella sparandet för den samlade offentliga sektorn, vilken utgörs av staten, ålderspensionssystemet och kommunsektorn.¹ Genom att först beräkna sparandet i ålderspensionssystemet respektive kommunerna, följer sparandet i staten som återstoden upp till motsvarande en procent av BNP. Statens nettolånebehov beräknas därefter som sparandet i staten, med omvänt tecken, justerat för sådana betalningar som påverkar lånebehovet men inte sparandet.

Det finansiella sparandet i ålderspensionssystemet, som utgörs av AP-fonderna, beräknas falla tillbaka kraftigt under 2009, för att sedan vara nära noll några år framåt. Nedgången förklaras av att inkomsterna till ålderspensionssystemet minskar till följd av att både aktieutdelningarna och ränteinkomsterna faller. Samtidigt ökar utbetalningen av pensioner 2009 med nära 10 procent. Bakom ökningen ligger både en ökning av antalet ålderspensionärer och en jämförelsevis hög uppräknings av pensionerna. För åren omkring 2015 beräknas sparandet i pensionssystemet genomsnitt uppgå till motsvarande 0,3 procent av BNP.

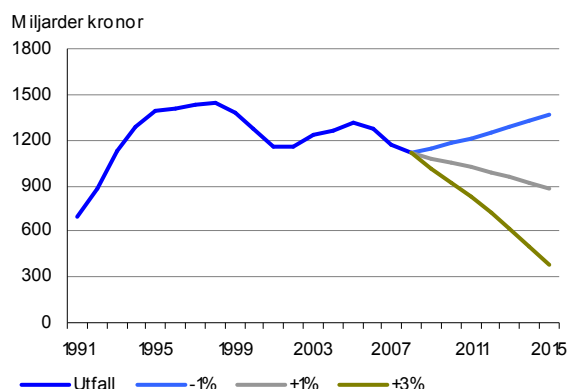
För 2009 och 2010 beräknas sparandet i kommunsektorn vara negativt om i genomsnitt –0,1 procent som andel av

¹ Kommunsektorn består av kommuner och landsting.

BNP.² Från och med 2011 antas kommunernas finansiella sparande uppgå till i genomsnitt 0,1 procent som andel av BNP. Förvisso har kommunerna sammantaget under de senaste åren redovisat något större överskott, men det är svårt att tänka sig att de varaktigt kan upprätthålla ett högt positivt sparande samtidigt som kraven på offentliga tjänster växer i takt med att de demografiskt betingade behoven ökar. Kommunerna antas därför i allmänhet uppfylla balanskravet, men inte mycket mer. Antagandet ter sig rimligt i ljuset av att kommunerna under perioden 1993–2008 hade ett sparande på i genomsnitt 0,2 procent som andel av BNP.

Följaktligen kan det finansiella sparandet i staten för 2009–2015 beräknas till motsvarande 0,5–1,1 procent av BNP. Eftersom överskottet i statens betalningar (och därmed statsskuldens förändring) i princip motsvarar det finansiella sparandet i staten följer årliga statliga överskott på 20–35 miljarder kronor. Sammantaget ger detta en gradvis fallande nivå på statsskulden från 2008 års nivå på 1 119 miljarder kronor ned mot 900 miljarder kronor 2015 (se figur 1).

Figur 1. STATSSKULDENS UTVECKLING UNDER OLIKA ANTAGANDEN OM ÖVERSKOTTSMÅLET



I projektioner över skuldutvecklingen är det lämpligt att beakta avvikelser genom att införa ett intervall runt det formella överskottsmålet på en procent. Låt oss därför anta en avvikelse på två procentenheter över och under målet. Intervallets storlek kan vi jämföra med den historiska utvecklingen. Sedan överskottsmålet infördes 2000 har statens budgetsaldo i genomsnitt uppgått till 0,9 procent av BNP, med en standardavvikelse på 2,3 procentenheter. Ovan antagna avvikelse innebär att även om skulden på några års sikt kan förväntas minska med i storleksordningen 200 miljarder kronor så medför upprepade avvikelser åt ett och samma håll under denna period ett osäkerhetsintervall på ± 500 miljarder kronor i slutet av perioden (se figur 1). Under nedgångar respektive uppgångar i konjunkturen

brukar avvikelser gå åt samma håll. Om avvikelserna enskilda år går åt olika håll, vilket får betraktas som det mest sannolika sett över en hel konjunkturcykel, blir dock intervallet mindre.

Till resonemanget ovan måste även läggas att regeringen under förhållandevis långa perioder kan välja att avvika från det långsiktiga målet. För närvarande pekar prognoserna på att den offentliga sektorns finansiella sparande under de närmast kommande åren kommer att understiga överskottsmålet.

Prognoser på lånebehovet

Ett alternativt sätt att blicka framåt är att utgå från tillgängliga prognoser. Genom att ersätta riksdagens och regeringens ambition för den offentliga sektorns finansiella sparande med prognoser för statens nettolånebehov är det möjligt att få en kompletterande bild av statsskuldens utveckling de närmast kommande åren. Störst nytta av denna prognosinformation finns naturligtvis på kort sikt (inom ett par år), medan den på längre sikt snarast är att likna vid en konsekvensberäkning där utvecklingen tillåts styras av exempelvis demografiska förändringar.

Riksgälden publicerar regelbundet prognoser över statens nettolånebehov för innevarande och nästkommande år. Enligt statsupplämningsrapporten från den 12 juni 2009 kommer nettolånebehovet att vara positivt för båda åren, varför statsskulden kommer att stiga.

Motsvarande bedömning görs av ESV, KI och regeringen.³ Till skillnad från Riksgälden gör de dessutom prognoser på något längre sikt. Metoderna för dessa prognoser skiljer sig dock från metoderna för kortsiktsprognoserna. Bland annat används modeller enligt vilka ekonomin på några års sikt anpassas till ett balanserat resursutnyttjande. Dessutom förekommer det att prognoserna anpassas till riksdagens och regeringens ambition vad gäller den offentliga sektorns finansiella sparande, eventuellt med hänsyn taget till de demografiska förutsättningarna. Under dessa något olika förutsättningar tar ESV fram prognoser till 2012, medan såväl KI som regeringen tar fram prognoser som sträcker sig bortanför 2015.

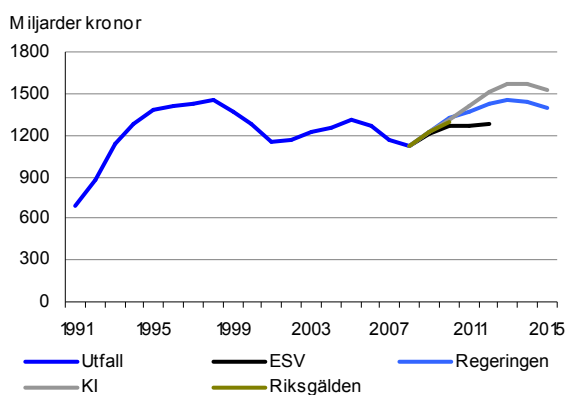
Gemensamt för samtliga prognoser är att statsskulden förväntas stiga de närmaste åren (se figur 2). Vid utgången av 2009 beräknas skulden något överstiga 1 200 miljarder kronor. För 2010 beräknas skulden uppgå till cirka 1 300 miljarder kronor och skillnaderna mellan prognoserna är, i ett riktlinjesammanhang, försumbara. För åren därefter gör KI

² Källa: Konjunkturinstitutet, Konjunkturläget augusti 2009.

³ Prognosen från ESV återfinns i Prognos september 2009, KI avser redovisade uppgifter i Konjunkturläget augusti 2009 och regeringens prognos kommer från Budgetpropositionen för 2010.

bedömningen att statsskulden fortsätter att stiga för att 2015 överstiga 1 500 miljarder kronor. Regeringen gör bedömningen att skulden stiger något långsammare. Dessutom avstannar i princip ökningen av skulden 2013 då den närmar sig 1 500 miljarder kronor. ESV, vars prognos enbart sträcker sig fram till 2012, är mer positiv i sin syn på skuldens utveckling. Enligt deras beräkningar avtar skuldens ökningstakt markant redan 2011, och då överstiger inte skulden 1 300 miljarder kronor. Det här innebär att för 2012, det vill säga det sista året som föreliggande riktlinjeförslag avser, pekar prognoserna i runda tal på en statskuld på mellan 1 300–1 500 miljarder kronor.

Figur 2. STATSSKULDENS UTVECKLING, UTFALL 1991–2008 OCH PROGNOSE 2009–2015



För att tillfullo kunna tillgodogöra sig prognoserna är det nödvändigt att notera att det finns ett antal väsentliga skillnader dem emellan. Till att börja med ges prognoserna ut vid olika tidpunkter vilket medför att de kan bygga på olika makroekonomisk information och olika regelverk.⁴ ESV och regeringen gör prognoser för de första tre åren under antagande om oförändrade skatte- och bidragsregler, samt oförändrad inriktning av den offentliga konsumtionen. Undantaget är att regeringen, i budgetpropositionen, inkluderar effekter av de föreslagna åtgärderna. För åren därefter gör ESV inte någon prognos, samtidigt som flexibiliteten ökar i regeringens prognos; bland annat återspeglar regeringens prognos effekterna av demografiskt betingade behov av vård och omsorg. Det här innebär att den offentliga konsumtionen anpassas så att standarden per mottagare kan behållas oförändrad.

Till skillnad från ESV och regeringen gör KI en bedömning av den finanspolitiska inriktningen för samtliga kommande år. Åtgärder som påverkar det finansiella sparandet fördelas på

inkomster, utgifter och offentlig konsumtion med stöd av schablonmässiga metoder. På längre sikt, i den så kallade medelfristiga kalkylen fram till och med 2020, justeras utgifterna enbart för offentlig konsumtion och transfereringar till hushållen. Därigenom anpassas det finansiella sparandet så att det uppgår till 1 procent av BNP i slutet av perioden, och alltså antas regeringen på sikt uppfylla överskottsmålet.

Metodskillnaderna medför att ESV förutspår en förhållandevis måttlig ökning av statsskulden 2012 jämfört med KI och regeringen, eftersom dessa har beaktat en klart mer expansiv finanspolitisk inriktning 2010, motiverad bland annat av det mycket svaga konjunkturläget. Åren från och med 2013, för vilka regeringen inte längre redovisar detaljer om inkomstitlar och utgiftsområden, bromsas ökningstakten i regeringens prognos över statsskuldens utveckling. Därmed upphör den beloppsmässiga skillnaden i statsskuld jämfört med KI att växa. De olika utvecklingstakterna kan något förenklat beskrivas som att KI beaktar finanspolitiska åtgärder även för åren från och med 2011.

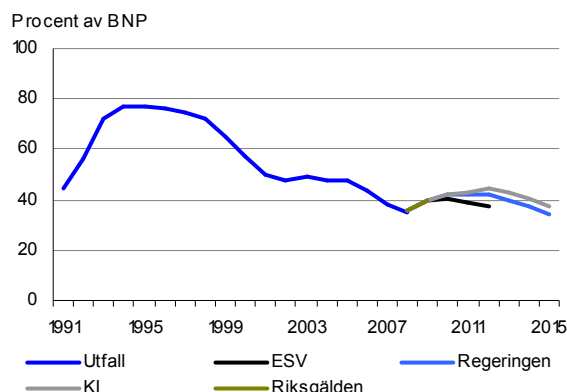
Slutsats

Riksdagens och regeringens överskottsmål för den offentliga sektorns finansiella sparande medför en långsiktigt fallande statsskuld. Vår räkneövning visar att statsskulden skulle falla till cirka 900 miljarder kronor om målet uppfylls för perioden 2009–2015. Räkneövningen ger också en bild av vad avvikelser från målet skulle innebära för utvecklingen av statsskulden. Om det finansiella sparandet blir två procentenheter lägre än målet skulle statsskulden nå en storlek på närmare 1 400 miljarder kronor 2015.

Ett alternativt sätt att blicka framåt är att utgå från tillgängliga prognoser. De prognoser vi studerat visar att det finns flera olika bedömningar av statsskuldens utveckling. Prognoserna pekar på att statsskulden i runda tal uppgår till 1 300–1 500 miljarder kronor 2012 och till cirka 1 500 miljarder kronor för 2015. Beträktad som andel av BNP innebär det att skulden pendlar kring 40 procent (se figur 3). Resultaten är liktydiga med årliga finansiella sparanden i den offentliga sektorn på motsvarande –1 till –2 procent av BNP.

⁴ Rent tekniskt redovisar regeringen prognoser för såväl budgetsaldo som konsoliderad statsskuld. KI, däremot, tillhandahåller enbart prognos på statens finansiella sparande, från vilket det är möjligt att approximativt beräkna budgetsaldo och statsskuld.

Figur 3. STATSSKULDENS UTVECKLING SOM ANDEL AV BNP, UTFALL 1991–2008 OCH PROGNOSE 2009–2015



Skillnaderna mellan prognoserna visar att förutsägelser om den framtida utvecklingen är behäftade med stor osäkerhet. En faktor som bidrar till denna osäkerhet är tolkningen av riksdagens och regeringens ambition vad gäller den offentliga sektorns finansiella sparande. I vilken grad kommer detta mål att vägas mot andra politiska prioriteringar? En ytterligare faktor som bidrar till osäkerheten är den konjunkturella utvecklingen. På några års sikt antas lånebehovet följa av ett konjunkturläge med balanserat resursutnyttjande. Men för 2010 förväntas lånebehovet vara relativt sett högt bland annat beroende på konjunkturellt betingat låga skatteinkomster från kapital och arbete.⁵

Sammantaget pekar ovanstående på att statsskulden kommer att stiga under den period som årets riktlinjeförslag avser. Ökningen förväntas bli mer markerad än den som skedde vid mitten av 2000-talet, men inte alls lika dramatisk som den vid mitten av 1990-talet. Sålunda är det rimligt att i det följande grunda förslaget till riktlinjer för statsskuldens förvaltning på en skuld i storleksordningen 1 300 miljarder kronor under 2010, och som fram till och med 2012 kan komma att stiga ytterligare. Som andel av BNP innebär det att skulden kan komma att stiga till strax under 45 procent, för att därefter återigen börja minska.

3.2 Avkastningskurvens egenskaper

Riksgäldens upplåning, vilken i princip svarar mot summan av nettolånebehovet och förfallande lån, görs i huvudsak på den svenska räntemarknaden. Villkoren för denna upplåning kan ur ett teoretiskt perspektiv beskrivas med hjälp av avkastningskurvan, det vill säga räntans nivå beskriven som funktion av dess löptid. De låneinstrument som utgör avkastningskurvan är i detta sammanhang statsskuldväxlar och statsobligationer. Notera speciellt att avkastningskurvan

ger en ögonblicksbild av räntans nivå vid en marginell upplåning. I praktiken finns det begränsningar av den volym som kan lånas till en given ränta. För stora lånevolymer på en viss löptid är det rimligt att tro att räntan stiger inom detta segment.

De egenskaper hos avkastningskurvan som är av störst intresse är nivån och lutningen, där statsskuldens kostnader beror främst på nivån. Utbytesförhållandet mellan kostnad och risk beror dock på avkastningskurvas lutning. Dessutom påverkas risken av räntans volatilitet vid olika löptider, det vill säga hur mycket och hur snabbt räntan förändras. Visserligen kommer det omedelbara genomslaget på kostnaderna från skift i räntenivån att bero på den valda löptiden genom att löptiden avgör hur stor del av skulden som ränteomsätts under varje period. Om uppgångar och nedgångar i ränteläget på sikt tar ut varandra så kommer vinsten av att ha en lång skuld då räntorna stiger att reduceras av de förluster som uppkommer då räntekurvan skiftar ner igen. Resonemanget leder fram till att nivån i sig är av underordnad betydelse för valet av löptid och att utbytesförhållandet, det vill säga avkastningskurvas lutning, och förmågan att på kort sikt bära snabbt stigande räntor är det som primärt bör styra valet av löptid.

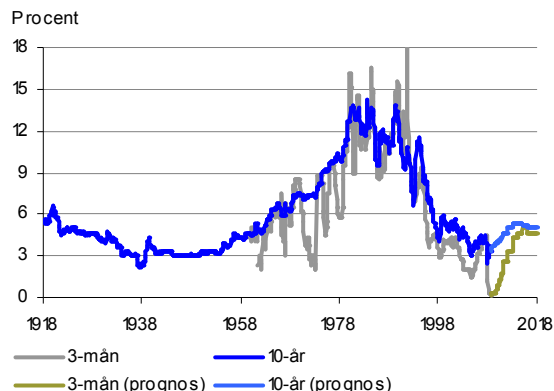
Risken för snabbt stigande räntor beror som sagt på räntans volatilitet men också på räntenivåerna i utgångsläget. Om nuvarande nivåer kan uppfattas som extremt höga eller låga är det lämpligt att ta hänsyn till det i Riksgäldens förslag till riktlinjer som lämnas till regeringen, trots att riktlinjerna i huvudsak ska spegla långsiktiga förhållanden.

Fortsatt låga räntor de närmaste åren

Det är vanskligt att säga vad som är en normal räntenivå, och därmed vad som kan förväntas i framtiden. Genom att studera historiska räntor (se figur 4) framgår att nivåer som förekommit under 2009 är anmärkningsvärt låga. Det gäller speciellt för tre månadersräntan som har sjunkit under en procent. Även den tioåriga statsobligationsräntan har varit mycket låg, korta stunder under tre procent att jämföra med det senaste decenniet då den i runda tal fluktuerat mellan fyra och sex procent. Om blicken förflyttas längre tillbaka i tiden visar det sig att dagens räntor är betydligt lägre än de som var förhärskande under 1970- och 1980-talen, men direkta jämförelser försvåras av att dagens räntemarknader inte har många likheter med de reglerade marknader som kännetecknade den tiden. Förvisso är dagens nivåer inte helt olika de från 1920- fram till och med 1960-talet. Att gå så långt tillbaka i tiden gör dock jämförelser än mer osäkra beroende på att ekonomins funktionssätt kan ha förändrats på många olika sätt.

⁵ Notera att nivån på innevarande års skattebetalningar till viss del beror av tidigare års konjunkturläge.

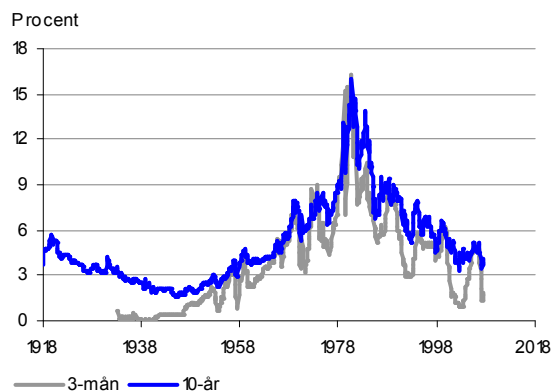
Figur 4. TIOÅRS- OCH TREMÅNADERS STATSRÄNTOR, SVERIGE



Källor Reuters EcoWin, Riksgälden.

Bilden av räntans nivåer förändras dock inte nämnvärt vid övergång till den amerikanska räntemarknaden (se figur 5), vilken till skillnad från den svenska marknaden inte har präglats av omfattande regleringar. Även på den marknaden var räntorna med lång löptid låga fram till 1960-talet, därefter steg de fram till 1980-talets början, för att sedan falla mot cirka fyra procent.

Figur 5. TIOÅRS OCH TREMÅNADERS STATSRÄNTOR, USA



Källa: Reuters EcoWin.

Vad gäller räntekurvornas nivå går det sammanfattningsvis att peka på att dagens nivåer är ovanligt låga, och att korta perioder med förhållandevis låga eller höga nivåer har förekommit upprepade gånger under de senaste decennierna. För närvarande kan tremånadersräntan betraktas som speciellt låg. Med hänvisning till ekonomins nuvarande funktionssätt, rörlig växelkurs och trovärdigt inflationsmål, väntas räntans nivå de närmast kommande åren bli i linje med åren från mitten av 1990-talet fram till dags dato.

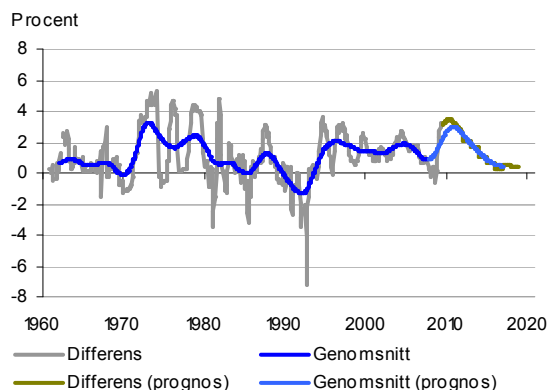
Avkastningskurvan brantare än på länge

Skillnaden mellan nivån på den tioåriga räntan och dito på tremånadersräntan ger en uppfattning om avkastningskurvens lutning. Således är det bra att visa båda i samma diagram (se figur 4). Det visar sig bland annat att nivån på räntan för de två löptiderna följer varandra väl. Båda stiger och faller ungefär samtidigt. Tremånadersräntan har dock fluktuerat märkbart mer än tioårsräntan, speciellt fram till och med mitten av 1990-talet. Förändringen som då inträffade kan ha sin förklaring i den nya penningpolitiska regimen som startade i november 1992 med rörlig växelkurs och inflationsmål om två procent per år. Även den påvisade nedgången i räntenivån kan ha sin förklaring i denna omläggning med en inbromsning av såväl inflationen som inflationsförväntningarna.

För att bättre kunna studera skillnaden mellan långa och korta räntor, det vill säga avkastningskurvens lutning, beräknas differensen mellan tioårsräntan och tremånadersräntan (se figur 6). Syftet är att se om det finns ett stabilt historiskt mönster.

Inledningsvis noteras avsaknaden av en tydlig koppling mellan avkastningskurvens nivå och dess lutning. Det framgår även att avkastningskurvan vanligtvis har varit positivt lutande. I genomsnitt har tioårsräntan överstigit tremånadersräntan med över 1 procentenhet. Den flacka räntekurva som kunde noteras i september 2008 var därför i viss mån avvikande, och har under 2009 förbytts i en räntekurva som är brantare än normalt. Därmed har det historiskt ofta förekommande mönstret, att avkastningskurvor med negativ lutning relativt snabbt återgår till positiv lutning, återigen upprepats.

Figur 6. SKILLNADEN MELLAN TIOÅRS OCH TREMÅNADERS STATSPAPPERSRÄNTA, SVERIGE



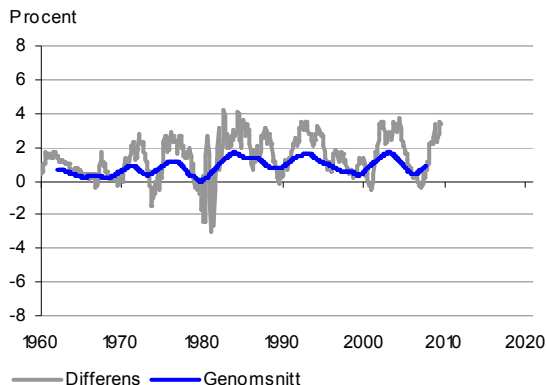
Källor: Reuters EcoWin, Riksgälden.

Variationen i räntedifferensen har varit lägre sedan mitten på 1990-talet jämfört med perioden dessförinnan. Det kan vara

en effekt av den nya penningpolitiska regimen med rörlig växelkurs, en oberoende centralbank och ett tydligt och trovärdigt inflationsmål. I den mån investerare litar på att inflationsmålet uppfylls torde variationen i inflationsförväntningarna minska, vilket i sin tur sänker investerarnas nominella avkastningskrav på långa placeringar. En möjlig effekt av en oberoende centralbank och ett inflationsmål är alltså att den genomsnittliga variationen i räntedifferensen även fortsättningsvis kommer att vara lägre än under 1970- och 1980-talen då inflationen tidvis var mycket hög.

I likhet med ovanstående analys av räntans nivå noteras att datamaterialet sträcker sig över en period med olika penning- och valutapolitiska regimer, vilket gör att det kan vara värdefullt att jämföra med förhållandena på den amerikanska räntemarknaden (se figur 7).

Figur 7. SKILLNADEN MELLAN TIOÅRS OCH TREMÅNADERS
STATSPAPPERSRÄNTA, USA



Källa, Reuters EcoWin.

På nytt konstateras att det grundläggande mönstret i USA är det samma som i Sverige. Långa räntor har över tiden varit markant högre än korta och perioder med flacka och inverterade kurvor är periodvis återkommande. En skillnad i mönstret som kan vara värt att nämna är att i USA förekommer inte någon nedgång i variationen i räntedifferensen. Det talar möjligen för att omläggningen av den svenska penningpolitiken har medfört att volatiliteten på den svenska räntemarknaden har minskat.

Nästa egenskap hos avkastningskurvan som är intressant att belysa närmare är om skillnaden mellan långa och korta räntor, sett över längre perioder, är stabil över tiden. Av denna anledning har ett centrerat glidande medelvärde som sträcker sig över fyra år inkluderats i Figur 6 och Figur 7.

Med undantag för några år i början av 1990-talet har medelvärdet på lutningen varit positivt för svensk del. Perioden med negativ lutning torde ha sin förklaring i den samtidiga nedväxlingen av inflationen som skedde i samband med övergången till inflationsmål för penningpolitiken. För USA har medelvärdet på lutningen i princip varit positivt under hela den studerade perioden. Vidare framgår att medelvärdet på lutningen för svenska räntor allt som oftast understigit två procent, och för amerikanska räntor gäller detta under hela perioden. Det finns inte heller något som pekar i riktning mot att den genomsnittliga lutningen skulle öka eller minska. Således finns det inget som pekar på att det framtida mönstret skulle bli annorlunda.

Slutsats

Den deskriptiva analysen av avkastningskurvans egenskaper pekar för det första på att räntenivåer under långa perioder kan vara såväl höga som låga. Med hänvisning till den stora osäkerhet som gäller för framtida nivåer är det olämpligt att bygga strategiska beslut på en prognos över dessa. Dock kan det finnas skäl till att beakta nuvarande nivåer vid val av tidpunkt för exempelvis en löptidsförändring.

För det andra kan vi konstatera att lutningen i allmänhet är positiv och inte tycks ha någon direkt koppling till räntans nivå. Det kan således vara möjligt att minska de förväntade kostnaderna för statsskuden till priset av högre ränteomsättningsrisk genom att förkorta skuldens löptid. En förutsättning är att avkastningskurvan i framtiden kommer att ha samma egenskaper som under den analyserade perioden. Att så blir fallet vet vi självklart inte. Vi ser dock inte några avgörande skäl som talar för att egenskaperna kommer att förändras.

4 Motivering till vissa förslag

I detta avsnitt motiverar vi först vårt förslag att ändra löptiden för den nominella kronskulden. Vi diskuterar den nominella kronskuldens och den reala skuldens löptid. Därefter diskuterar vi behovet av att lägga ihop dagens två beslut kring positioner mellan kronor och andra valutor till ett beslut. Vi diskuterar vidare styrsystemet i ljuset av erfarenheterna av den senaste tidens turbulens på de finansiella marknaderna och ekonomierna.

4.1 Den nominella kronskuldens löptid

Valet av löptid är av central betydelse för balansen mellan förväntad kostnad och risk. I år inriktas diskussionen på den nominella kronskuldens löptid.

Gällande riktlinjer och förslag

Riktvärdet för den nominella kronskuldens räntebindningstid var 3,5 år fram till den 13 mars 2009. Regeringen beslutade då att ge Riksgälden möjlighet att emittera en statsobligation med lång löptid. Det gjordes genom att temporärt upphäva riktvärdet för löptiden i den nominella kronskulden.⁶

Den 23 mars 2009 gav Riksgälden ut en 30-årig nominell statsobligation. Volymen var 38 miljarder kronor. Obligationen såldes till en ränta på 3,75 procent. Som en konsekvens av emissionen steg den nominella kronskuldens räntebindningstid från 3,4 år till 5,2 år (durationen steg från 3,0 år till 3,4 år).

Notera att emissionen av den 30-åriga obligationen innebar att vi inte behövde höja försäljningsvolymen för övriga statsobligationer från 3 till 5 miljarder kronor per auktion, vilket framgår av rapporten Statsupplåning 2009:1 den 4 mars 2009. Om så hade skett hade räntebindningstiden i den nominella kronskulden blivit 3,5 år. Förutom denna höjning skulle räntebindningstiden hos skulden med en löptid till och med tolv år bli gradvis fallande, för att den 31 augusti uppgå till 3,1 år. För 2010 innebar detta en förkortning av räntebindningstiden från 3,5 år till 3,0 år.

För 2010 är Riksgäldens förslag att den nominella kronskuldens räntebindningstid för instrument med en löptid till och med tolv år ska vara 3,0 år. Inriktningen för 2011 och 2012 ska även den vara 3,0 år. För låneinstrument med en löptid över tolv år ska taket för den utestående volymen vara 60 miljarder kronor under 2010. Taket för 2011 och 2012 ska vara 65 respektive 70 miljarder kronor.

Allmänna utgångspunkter

Utgångspunkten för valet av för de kommande årens löptid tas i den statsskuld och den löptid vi har idag. För den nominella kronskulden uppgick den genomsnittliga räntebindningstiden den 31 augusti till 5,5 år. Låneinstrument med en löptid till och med tolv år bidrog med 3,1 år och den långa 30 åriga obligationen med 22,2 år.

I praktiken åstadkommes avvägningen mellan förväntad kostnad och risk till stor del genom valet av löptid. En lång löptid medför nämligen att en mindre del av skulden ränteomsätts per tidsenhet varvid osäkerheten om framtida räntekostnader minskar. Samtidigt medför en längre löptid att den förväntade kostnaden blir högre. Utbytesförhållandet mellan förväntad kostnad och risk är dock beroende på avkastningskurvans egenskaper. Vi återknyter därför till avsnitt 3.2 där vi presenterade en deskriptiv analys av avkastningskurvan och de rådande förutsättningarna på låne marknaden.

Med hänvisning till att förfalloprofilen för den nominella kronskulden är mycket ojämn i och med introduktionen av den 30-åriga obligationen är det inte längre lika naturligt som tidigare att styra skuldförvaltningen med ett riktvärde för löptiden. Det beror på att redan små avvikelser i emissionerna av den långa obligationen påverkar den sammanlagda genomsnittliga räntebindningstiden förhållandevis mycket.

Samtidigt är det svårt att under rådande omständigheter avgöra hur stora emissionsvolymen som är lämpliga. Sålunda förordar Riksgälden att regeringen beslutar om en räntebindningstid för den del av den nominella kronskulden som har en förhållandevis jämn förfalloprofil, det vill säga för instrument med en löptid till och med tolv år, och ett tak på volymen för låneinstrument med en löptid längre än tolv år.

Instrument med en löptid till och med tolv år

Under normala förhållanden, det vill säga då räntenivåerna inte kan sägas vara vare sig onormalt höga eller låga, styrs valet av löptid i huvudsak av avkastningskurvans lutning och räntevolatiliteten vid olika löptider. Det förhållandet ändras om räntenivåerna i utgångsläget skulle uppfattas som

⁶ Regeringen uppdrog vidare åt Riksgälden att återkomma med förslag på nytt riktvärde efter att en eventuell emission av långa statsobligationer ägt rum.

extrema åt något håll. Uppgångar och nedgångar i ränteläget skulle då inte längre, i förväntan, ta ut varandra på längre sikt och det vore möjligt att utnyttja detta genom att låsa in en större eller mindre andel långa räntor. Detta var i princip vad Riksgälden gjorde den 23 mars 2009 vid emissionen av den 30-åriga statsobligationen till en ränta på 3,75 procent. Sedan dess har räntorna stigit till närmare 4 procent. Det finns för närvarande inga tecken på att räntan framöver kommer att sjunka, varvid möjligheten att låsa in låga långräntor har minskat. Därmed har vi återigen hamnat i en situation där valet av löptid i huvudsak styrs av avkastningskurvans lutning.

Avkastningskurvan är för närvarande brantare än vanligt, vilket annorlunda uttryckt innebär att den premie som betalas för lång upplåning är ovanligt stor. Skillnaden mellan tremånaders statsräntor och tioåriga statsräntor var den 31 augusti cirka 3,2 procentenheter. Det betyder att den besparing som kortsiktigt kan göras genom upplåning med kort löptid fram till dess räntemarknaden normaliserats kan bli förhållandevis stor. Besparingen ska naturligtvis ställas i relation till den eventuella merkostnad som uppstår för den situationen att korta räntor under en lång period blir högre än långa räntor. Informationen i avsnitt 3.2 pekar dock på att besparingen torde överstiga merkostnaden. Därtill har Riksgälden i tidigare riktlinjeförslag visat att ökningen av risken är liten i förhållande till den förväntade kostnadsminskningen även då avkastningskurvan är avsevärt flackare än vad som kan väntas de närmaste åren.

Riksgäldens slutsatser efter att studerat villkoren på den svenska statslånemarknaden är, för det första, att skillnaden mellan långa och korta räntor för närvarande är större än på många år. Orsaken till den stora skillnaden kan tillskrivas det aktuella konjunkturläget och den samtidigt låga styrräntan. I takt med att konjunkturen förstärks och situationen på arbetsmarknaden förbättras är det rimligt att se en återgång till en skillnad på i storleksordningen 1 procentenhet. Denna normalisering förväntas ske ett par år fram i tiden.

Den branta avkastningskurvan innebär att en förkortning av löptiden på kort sikt skulle ge en betydande minskning av kostnaden i förhållande till riskökningen. Samtidigt är även räntor med lång löptid låga i ett historiskt perspektiv. Lång upplåning kan därför över en längre tidsperiod stå sig väl kostnadsmässigt jämfört med kort upplåning. Någon entydig slutsats om vinsterna i formen av kostnad och risk är därför svår att dra.

I tidigare års förslag till riktlinjer har Riksgälden utförligt diskuterat hur statens riskvillighet rimligen bör påverkas av det statsfinansiella läget. Riskvillighet handlar om synen på variationer i framtida räntekostnader. Med det statsfinansiella läget avses bland annat om nivån på budgetsaldot och det finansiella sparandet samt statsskuldens storlek i förhållande

till BNP. Slutsatsen är den att statens utrymme för risktagande i utbyte mot lägre förväntade kostnader ökar i takt med att statsfinanserna stärks och vice versa. Även regeringen har i riktlinjebesluten kommit fram till samma slutsats.

Främst med anledning av den vid de aktuella tillfällena sjunkande skuldkvoten, det vill säga statsskulden som andel av BNP, har Riksgälden i de närmast föregående riktlinjeförslagen pekat på möjligheten att sänka de förväntade kostnaderna för statsskulden till priset av något högre risk. För innevarande och för de kommande åren görs prognoser på skuldkvoten på motsvarande 40–45 procent av BNP, se avsnitt 3.1. Det är en uppgång jämfört med bottennoteringen 2008 på 35 procent av BNP. Det här innebär att det är rimligt att staten, i syfte att ta ett mindre utrymme i anspråk för risk, nu accepterar något högre förväntade kostnader i statsskultsförvaltningen än vad som framstod som rimligt när de statsfinansiella riskerna framstod som ljusast.

En motverkande faktor i sammanhanget är riksdagens och regeringens överskottsmål, vilket förväntas leda till en långsiktigt krympande statsskuld. Då överskottsmålet är långsiktigt och då det för närvarande är svårt att skönja en nedgång i skuldkvoten ges denna motverkande faktor en underordnad betydelse i årets riktlinjeförslag vad gäller synen på statens riskvillighet.

För att sammanfatta ovan diskussion konstaterar vi att det förändrade utbytesförhållandet mellan förväntad kostnad och risk pekar på en förkortning av löptiden. Samtidigt gör det försämrade statsfinansiella läget att det är önskvärt att minska risken i skuldförvaltningen. Dessa två faktorer ger sammantaget att Riksgälden förordar en oförändrad löptid för den del av den nominella kronskulden som har en löptid upp till och med tolv år.

Utöver avkastningskurvans utseende (vilken ger en teoretisk bild av villkoren på statslånemarknaden) och det statsfinansiella läget är det nödvändigt att beakta hur upplåningen i praktiken genomförs. Med hänvisning till en fortsatt stor efterfråga på statsskuldväxlar och en brant avkastningskurva, samt begränsade möjligheter till att med hjälp av lägre swappolymer hålla uppe löptiden i den nominella kronskulden, är det rimligt att föreslå en genomsnittlig räntebindningstid på 3,0 år. Tillsammans med den 30-åriga obligationen kommer därvid löptiden att överstiga 5 år vilket återspeglar ett lägre samlat risktagande.

Instrument med en löptid längre än tolv år

För låneinstrument med en löptid längre än tolv år, vilket i praktiken handlar om den idag 30-åriga statsobligationen, föreslår vi ett volymtak. Den utestående skulden med löptid över tolv år är för närvarande cirka 38 miljarder kronor. Vi

avser inte att använda den 30-åriga obligationen för regelmässig finansiering. Däremot har vi aviserat att vi vid enstaka tillfällen kommer att kunna ge ut ytterligare lån bland annat för att kunna bidra till likviditeten och för att kunna utnyttja perioder med stark efterfrågan på långa obligationer. Osäkerheten är dock stor kring i vilken utsträckning det kommer att ske. Samtidigt får även relativt sett små emissionsvolymerna ett kraftigt genomslag i den nominella kronskuldens löptid. Det är därför olämpligt att inkludera denna obligation i löptidsriktvärdet.

Vi föreslår i stället ett tak för den utestående volymen nominella obligationer som har längre löptid än tolv år. För 2010 föreslår vi att detta tak sätts till 60 miljarder kronor. Därmed skapas ett utrymme för en viss omfattning av fortsatta emissioner som vi kan utnyttja utan att volymen blir alltför stor.

Slutsats

För närvarande föreligger det osäkerhet kring de närmaste årens statsfinansiella läge och lånebehovets utveckling, vilket försvårar ställningstagandet kring nominella skuldens löptid. Bilden kompliceras dessutom av att det finns skäl som pekar i olika riktning mot en lämplig löptid. Sammantaget anser vi att denna komplexa bild talar för att det för närvarande är klokt att avvakta med löptidsförändringar.

Vi anser det vara ändamålsenligt att styra den nominella skulden på löptider till och med tolv år mot ett löptidsriktmärke på 3,0 år. Löptiden för denna del av skulden är därmed i linje med löptiden för den skuld som hade följt på de emissionsvolymerna som vi presenterade den 4 mars 2009.

För instrument med en löptid över tolv år som för närvarande uppgår till cirka 38 miljarder kronor föreslår vi ett volymtak på 60 miljarder kronor. Det handlar inte om regelmässig finansiering utan om att vi vid enstaka tillfällen kan bidra till likviditeten och att vi kan hålla nere de långsiktiga kostnaderna för statsskulden genom att ta till vara perioder med stark efterfrågan på långa obligationer.

4.2 Den reala skuldens löptid

Riksgäldens förslag innebär en något kortare löptid jämfört av de preliminära riktvärden som regeringen fastställde i följ. Justeringen görs av operativa skäl.

Löptiden i realskulden kan i praktiken endast styras genom nyemissioner, byten och återköp. Då marknaden för inflationsderivat är relativt outvecklad bedömer vi att det i dagsläget är alltför dyrt att utnyttja derivat för att styra realskuldens löptid. Till bilden hör också att emissionsvolymerna i realobligationer är små i förhållande till realskuldens storlek, vilket gör att emissioner får litet genomslag på löptiden. Realobligationsmarknaden är vidare inte lika djup och likvid

som marknaden för nominella obligationer, vilket gör att vi av kostnadsskäl inte alltid kan välja att emittera i löptider som skulle styra skulden mot ett visst riktmärke.

Med nuvarande låneplan beräknas den genomsnittliga räntebindningstiden i realskulden vid utgången av 2010 vara 9,4 år. Löptiden kommer i slutet av 2011 och 2012 vara 8,7 år respektive 9,0 år.

4.3 Positioner mellan kronor och andra valutor

Reglerna kring positioner mellan kronor och andra valutor är idag splittrade mellan två beslut. Sedan tidigare finns ett utrymme på 15 miljarder kronor för positioner inom VaR-mandatet. Dessa positioner får endast tas med derivat. I maj 2009 beslutade regeringen på vårt förslag om ett ytterligare utrymme på 35 miljarder kronor. Dessa positioner ligger inte inom VaR-mandatet och behöver inte tas med derivat. Att positioner under samma tak och med samma syfte ska omgärdas av olika regelverk är inte ändamålsenligt.

Vi föreslår därför att dessa läggs ihop till ett beslut. Vi anser det lämpligt att dessa positioner inte behöver tas med derivat, då direkt upplåning i utländsk valuta också kan vara ett effektivt sätt att skapa exponering mellan kronor och utländsk valuta.

Vidare bör dessa positioner inte omfattas av VaR-mandatet. VaR-värdet avspeglar ett övre värde för förlust som med en viss sannolikhet uppstår. För att VaR ska kunna användas som styrmått bör det vara möjligt att avveckla positioner för att justera risken mätt i VaR. Kravet på transparens gör dock att positioner mellan kronor och andra valutor ska avvecklas gradvis och över en längre period än vad som är förenligt med VaR som styrmått.

4.4 Behöver styrsystemet ändras?

Genom styrsystemet för statsskuldförvaltningen fastställs beslutsnivåer och beslutsparametrar. Utgångspunkten är lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuld-förvaltning, där mål och en övergripande ansvarsfördelning fastställs. Regeringen styr på en överordnad nivå kostnaden och risken i statsskulden. Regeringen delegerar uppgiften till Riksgälden att, inom givna ramar, förvalta skulden. En ytterligare aspekt på styrsystemet är hur besluten utformas, exempelvis över vilken tid ett riktvärde ska uppnås.

Grunden för dagens styrsystem angavs redan i propositionen som låg till grund för övergången till årliga riktlinjebeslut. Den exakta utformningen av besluten har därefter utvecklats genom åren. Regeringen styr i dag statsskuldförvaltningen främst genom att ange riktvärden för skuldandelarna och ett styrintervall för valutaskuldens andel. Dessutom anger

regeringen riktvärden för skuldslagens löptid. Övriga beslut har delegerats till Riksgälden.

Enligt lagen (1988:1387) om statens upplåning och skuldförvaltning ska regeringen årligen besluta om riktlinjer. Lagen säger också att Riksgälden ska ge regeringen ett förslag till riktlinjer. Riktlinjebeslutet tas i november och gäller för nästa kalenderår. För de två följande åren är riktlinjerna preliminära.

Förslag och beslut kan givetvis enbart baseras på den information som finns tillgänglig vid tiden för förslag och beslut. De huvudsakliga faktorerna för analyser och diskussioner bakom riktlinjeförslag och beslut är det framtida lånebehovet och räntenivåer. Förutsättningarna kan dock ändras. Ändras förutsättningarna i sådan grad att de tidigare analyserna och besluten inte längre är ackurata kan regeringen när som helst under året ändra riktlinjerna på förslag från Riksgälden eller på eget initiativ.

En exempel på detta är regeringens beslut den 13 mars 2009 att temporärt upphäva riktvärdet för löptiden i den nominella kronskulden. Efter att regeringen i november fattat beslut om löptidsriktmärke ändrades lånebehovsprognoser och räntor kraftigt och snabbt. Möjligheter öppnades för att emittera en 30-årig obligation till gynnsamma villkor på svenska marknaden. Samtidigt kunde risken minskas, något som var önskvärt i ljuset av det ökade lånebehovet. De förutsättningar som låg bakom beslutet inför 2009 var därmed i viktiga avseenden inaktuella.

En lång obligation skulle dock inte rymmas inom löptidsriktvärdet. Vi föreslog då att regeringen tills vidare skulle upphäva gällande riktlinje, vilket regeringen också beslutade att göra.

Eftersom möjligheten att ge ut en lång obligation delvis var beroende av gällande marknadsförutsättningar fanns det ett behov av en snabb hantering av ändringen i riktlinjen om löptiden. Så skedde också på mindre än en månad, vilket var tillräckligt. Exemplet visar att nuvarande styrsystem även kan hantera snabba ändringar i förutsättningarna och ge utrymme att ta vara på möjligheter som öppnar sig.

Sammanfattningsvis tas beslut normalt en gång per år. Ändras förutsättningarna kan nya beslut tas mellan ordinarie beslutstillfällen. I vissa fall kan förutsättningar och möjligheter kräva en snabb hantering. Det gångna årets händelser visar att detta är möjligt.

Det kan dock inte uteslutas att extraordinära händelser kan inträffa som kräver synnerligen snabba beslut och ett snabbt genomförande. Under vissa omständigheter kan därför så snabba beslut behövas att den vanliga hanteringen av förslag och beslut inte är tillräcklig snabb. Det kan därmed inte uteslutas att Riksgälden, i strävan att minimera förväntade kostnader med beaktande av risk, temporärt måste ges möjlighet att avvika från gällande riktlinjer. Ett exempel på när ett snabbt beslut krävdes är när Riksgälden beslutade att ge ut extra statsskuldsväxlar för att säkra statspappersmarknadens funktion. Detta låg utanför riktlinjernas ram, men behov av snabb behandling kan även uppstå inom riktlinjerna.

Riksgälden bedömer att styrsystemet fungerar tillfredsställande. Att utforma styrsystemet till att med automatik klara alla tänkbara händelser – som exempelvis den senaste tidens turbulens – är varken möjligt eller lämpligt. Inom det nuvarande systemet kan regeringen när som helst parera ändrade förutsättningar genom att ändra riktlinjerna samtidigt som ansvarsfördelningen mellan regering och Riksgälden upprätthålls. Under förutsättning av en fortsatt flexibel och snabb beredning av sådana förslag bör detta ge möjlighet till en smidig hantering. Vid extraordinära händelser kan dock snabbare beslut krävas än den ordinarie beslutsprocessen kan erbjuda.

4.5 Medelsförvaltning

Riksgälden har inte gjort någon juridisk bedömning av det rimliga i att flytta över regler om medelsförvaltning från förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret (6§) till riktlinjerna.

Bilaga – Förtydligande av hur Riksgälden mäter statsskulden

Riksgälden mäter statsskulden med två olika mått som fyller olika funktioner. Skuldens storlek mäts med "Den svenska statsskulden" och skuldens sammansättning med "Statsskuldens summerade kassaflöden". Vi presenterar här måtten mer ingående.

Motivet till att ha flera mått beror på att de passar olika väl in i olika situationer. "Den svenska statsskulden" (DSS) ingår i Sveriges officiella statistik och mäter skuldens storlek. "Statsskuldens summerade kassaflöden" (SSK) mäter risken i skulden och används för att styra skuldens andelar.

Skillnaden ligger främst i valet av ingående betalningsflöden och instrument (se tabell 1). Måttet DSS visar statens framtida åtagande i termer av summerade nominella slutbelopp för Riksgäldens utestående låneinstrument. Måttet SSK visar däremot statens framtida åtagande i termer av kassaflöden, det vill säga löpande utbetalningar av kuponger och nominella slutbelopp. Vid beräkning av SSK inkluderas även vissa löpande inbetalningar.

Tabell 1. RIKSGÄLDENS MÅTT PÅ STATSSKULDENS STORLEK

	Brutto	Netto
Nominella slutbelopp (NS)	DSS	
Kassaflöden (KF)		SSK

Anm.: Med netto menas att det ingår tillgångar som minskar skuldens storlek. Det ska dock påpekas att nettoberäkningar kan genomföras med olika omfattande urval av tillgångar, och således ger nettobegreppet enbart en grov indikation på hur beräkningen har genomförts.

Den svenska statsskulden – DSS

Riksgälden publicerar, den femte arbetsdagen varje månad, uppgifter om statsskuldens utveckling i rapporten "Den svenska statsskulden". Beräkningarna bygger på en definition av skulden som ibland omnämns "Okonsoliderad statsskuld". I skulden ingår alla låneinstrument som Riksgälden har tagit för statens räkning. Vid summering av skulden tas enbart instrumentens nominella belopp med, kupongerna utelämnas. Sedan 2003 inkluderas även derivatinstrument i beräkningen av "Den svenska statsskulden". Notera även att samtliga belopp tas upp utan att diskonteras (det vill säga nominella slutvärden är desamma som nominella slutbelopp).

Lån i utländsk valuta har (i allmänhet) ett fixerat nominellt slutbelopp uttryckt i till exempel dollar eller euro. Eftersom statsskulden mäts i kronor räknas dessa slutbelopp om med

hänsyn till valutakursen. Principen är att använda den valutakurs som gäller vid den tidpunkt som skulden beräknas för, exempelvis den 31 december. Det betyder att när värdet på kronan i förhållande till de valutor som ingår i skulden ändras, så ändras också statsskuldens storlek. Sett utifrån önskemålet att få fram ett korrekt slutvärde på instrumentet kan detta tolkas som valutakursen när lånet förfaller antas vara densamma som vid värderingstidpunkten.

Realobligationer kännetecknas av att de har ett fixerat reallt slutvärde. Det innebär att Riksgälden har åtagit sig att vid lånets förfall betala ut ett belopp som räknats upp med den registrerade inflationstakten (mätt med konsumentprisindex) i form av så kallad inflationskompensation. Eftersom statsskulden mäts i nominellt termer räknas reala låns slutbelopp upp med den inflationskompensation som har ackumulerats fram till värderingstidpunkten. Sett utifrån önskemålet om att få fram ett korrekt slutvärde betyder detta att inflationstakten från värderingstidpunkten och fram till lånets förfall antas vara noll.

Statsskuldens summerade kassaflöden – SSK

Riksgälden tar även fram alternativa mått på statsskuldens storlek. Ett sådant mått är "Statsskuldens summerade kassaflöden". Syftet med detta mått är främst att kunna mäta och styra statsskuldens andelar. Därmed publiceras måttet i samband med redovisning av Riksgäldens förslag till riktlinjer för statsskuldens förvaltning, och underlaget för utvärdering av statsskuldens förvaltning. I den operativa förvaltningen följs måttet löpande.

De två måtten SSK och DSS har många likheter. Båda innehåller samtliga låneinstrument och för dessa inkluderas nominella slutbelopp. Valutalån omräknas med valutakurser och reallån omräknas med ackumulerad inflation.⁷ Den principiella skillnaden mellan måtten består av:

⁷ Båda måtten beräknas utan diskontering, det vill säga diskonteringsfaktorn sätts till noll.

1. SSK innehåller ett urval statliga tillgångar vilka ligger inom ramen för Riksgäldens skuldförvaltning.
2. SSK inkluderar löpande kassaflöden, exempelvis kupongutbetalningar.
3. SSK adderar förväntad inflationskompensation till den ackumulerade inflationskompensationen.

Det faktum att skuldförvaltningen styrs via SSK-måttet innebär exempelvis att om Riksgälden har kassatillgångar i kronor så minskar andelen nominell kronskuld. Med kassatillgångar i utländsk valuta minskar valutaandelen. Att SSK-måttet innehåller tillgångar beror bl.a. på att det i annat fall skulle uppstå stora och missvisande svängningar i skuldandelarna. Riksgälden kunde då bli tvungen att göra transaktioner för att korrigera förändringar som saknar betydelse för statsskuldens kostnader och risker eller, vilket vore lika illa, inte kunna göra transaktioner som sänker kostnader och minskar risker.

Vanligen uppstår kassatillgångar genom kortvariga överskott i vår dagliga hantering av statens kassaflöden, dvs. i vår likviditetsförvaltning. Även längre kassatillgångar kan dock uppstå. Exempelvis placerades under cirka sex månader de valutatillgångar Riksgälden mottog i samband med försäljningen av Vin & Sprit för att användas för kommande förfall och räntebetalningar i utländsk valuta. Tillgångarna i utländsk valuta räknades då av mot skulden i utländsk valuta (i praktiken fungerade de därmed som en slags förtida amortering på valutaskulden, vilket gjorde att valutaandelen minskade redan innan de utestående lånen återbetalades). Vidare motsvarades den ökade volymen statsskuldväxlar under hösten 2008 av tillgångar i form av bostadsobligationer. Genom att SSK-måttet även innehöll tillgångarna påverkades inte skuldandelarna. Eftersom Riksgälden därtill placerade de extra tillgångarna, så att de förföll vid samma tidpunkt som de extra växlar, påverkades inte statsskuldens genomsnittliga räntebindningstid.

Dessa exempel visar att genom att ta med kassatillgångar kunde skuldförvaltningen genomföras med oförändrad låneplanering, vilket var ändamålsenligt. Riksgälden behövde exempelvis inte justera löptiden i den reguljära nominella kronskulden, vilken i annat fall hade blivit alltför kort i och med den omfattande upplåningen i statsskuldväxlar. När de extra statsskuldväxlarna förföll låg skulden kvar på samma riktvärden som tidigare utan att ytterligare transaktioner behövde genomföras.

Ytterligare exempel på tillgångar som består över en längre tid är Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken. Vi tar upp lån vars medel lånas till Riksbanken. Riksbanken lånar i sin tur ut pengarna. I SSK-måttet nettoberäknas vår upplåning med vår utlåning till Riksbanken och påverkar därmed inte skuldens andelar och risk.

Till följd av att SSK-måttet, utöver nominella slutbelopp, även inkluderar kupongutbetalningar blir instrument med långa löptider betydligt större jämfört med DSS-måttet. Då löptiden skiljer sig åt mellan skudslagen får det som konsekvens att skuldandelarna ändras. Störst effekt har detta på den reala kronskulden, och minst effekt på valutaskulden. Införandet av en 30-årig statsobligation i mars 2009 medförde av samma anledning att andelen nominell kronskuld ökade.⁸

Egenskapen av att addera förväntad inflationskompensation gör även den att storleken på statsskulden enligt SSK-måttet blir större jämfört med DSS-måttet. Den redovisade andelen för realskulden ökar därmed något. I samband med att SSK-måttet infördes som styrmått parerades detta genom att öka riktvärdet för realskulden med fem procentenheter. Således medförde omläggningen av styrmått ingen praktisk påverkan på emissionsplanerna.

⁸ Vid sidan av att skuldandelarna ändras så ändras även skuldens löptid. Det beror på att löptidsmåttet genomsnittlig räntebindningstid (GRT) är ett viktat genomsnitt, där viktningen görs med SSK-andelar.



Besöksadress: Norrlandsgatan 15, Postadress: SE-103 74 Stockholm, Telefon: 08-613 45 00
Fax: 08-21 21 63, E-post: riksgalden@riksgalden.se, Internet: www.riksgalden.se