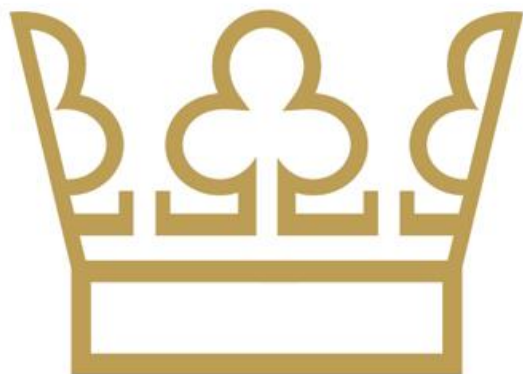


Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2014–2017



SAMMANFATTNING	1
FÖRUTSÄTTNINGAR	2
Statsskuldens utveckling fram till 2017	2
FÖRSLAG TILL RIKTLINJER 2014–2017	5
Statsskuldsförvaltningens mål	5
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	5
Riktlinjeprocessen	5
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	5
Statsskuldens löptid	6
Kostnad och risk	6
Marknads- och skuldvärd	6
Positionstagande	7
Upplåning på privatmarknaden	7
Lån för att tillgodose behovet av statslån	7
Medelsförvaltning m.m.	7
Samråd och samverkan	7
Utvärdering	8
MOTIVERING TILL FÖRESLAGNA ÄNDRINGAR	9
1 Ändring av styrningen av valutaandelen	9
2 Tydligare begrepp för positioner	9
3 Långsiktigt riktvärde för långa lån	9
ANALYSER OCH UTREDNINGSSVAR	10
1 Bakgrund	10
2 Närmare beskrivning av årets analys	10
3 Finansiering kontra exponering	10
4 Kostnadsaspekter	11
5 Begreppen strategisk och taktisk portfölj	13

Sammanfattning

Riksgälden lämnar i denna rapport förslag till riktlinjer för 2014–2017. För åren 2015 till och med 2017 är förslagen preliminära. Målet är att statsskulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska också ske inom ramen för penningpolitikens krav.

Riksgälden visade i förra årets riktlinjeförslag att det inte gick att påvisa att en fast andel valutaexponering minskade risken i termer av kostnadsvariation i statsskulden. Därför fanns det anledning att ompröva den nuvarande fasta valutaandelen på 15 procent.

I årets riktlinjeförslag går Riksgälden vidare med analysen av valutaskulden och gör en djupare analys av aspekter som berör kostnad och finansieringsrisk kopplade till valutaskulden.

Riksgälden anser att statsskulden bör ha valutaexponering om det kan bidra till att sänka den förväntade kostnaden med beaktande av risk. Eftersom förutsättningarna att på detta sätt sänka den förväntade kostnaden kommer att variera över tiden, bör valutaandelen tillåtas variera.

Följaktligen är det inte ändamålsenligt med ett fast riktvärde för valutaandelen. Riksgälden föreslår därför att regeringen i stället beslutar om ett tak för hur stor valutaandelen får vara. Sedan kommer valutaandelens storlek att variera beroende på Riksgäldens bedömning av möjligheten att sänka den förväntade kostnaden med valutaexponering, med beaktande av risk.

Mandatet att bedöma hur stor valutaexponeringen bör vara ska inte förväxlas med mandatet att ta positioner i kronans valutakurs. Bedömningen av valutaandelens storlek ska baseras på långsiktiga, strukturella samband precis som analysen av statsskuldens räntebindningstid. Analysen påverkas inte av tillfälliga rörelser i ränte- eller valutamarknaden.

Riksgälden föreslår att taket sätts till 15 procent, det vill säga samma nivå som det nuvarande riktvärdet för valutaandelen.

Riksgälden räknar med att behålla valutaskuldens andel i princip oförändrad under det närmaste året. Det finns anledning att invänta beslut angående utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning som presenterades i januari i år. Resultatet av utredningen och en proposition från regeringen kan komma att påverka valutaexponeringen i statsskulden och även Riksgäldens roll i finansieringen av valutareserven. Ur ett räntekostnadsperspektiv finns det enligt Riksgäldens bedömning inga starka skäl som talar emot att avvakta med förändringar av valutaandelen.

Förutsättningar

Statsskuldens storlek och det kommande lånebehovet påverkar inriktningen av statsskuldsvärdningen. Förvaltningen utformas också med hänsyn till hur lånemarknaderna fungerar. I detta avsnitt redovisar Riksgälden sin syn på lånebehovet och statsskuldens utveckling de närmaste åren.

Statsskuldens utveckling fram till 2017

Här diskuteras utvecklingen för statsskulden i ett historiskt perspektiv, osäkerhet om statsskuldens framtida utveckling och till sist aktuella prognoser för lånebehovet och statsskulden från officiella bedömare.

Det förekommer olika mått på statsskulden i olika sammanhang. *Okonsoliderad statsskuld* innefattar samtliga instrument som Riksgälden ställt ut. Skulden redovisas till nominellt slutvärde och måttet publiceras månatligen av Riksgälden. I årsredovisningen för staten presenteras den *konsoliderade statsskulden* där myndigheters innehav av svenska statspapper nettats bort. När det gäller riktlinjerna är det statens okonsoliderade skuld som är relevant. Begreppet statsskuld nedan avser alltså den okonsoliderade statsskulden.

1.1 Begreppet nettolånebehov

Förändringar i statsskulden kan något förenklat likställas med statens nettolånebehov. Nettolånebehovet är identiskt med statsbudgetens saldo men med motsatt tecken. Är det överskott i statsbudgeten amorterar Riksgälden på statsskulden (negativt nettolånebehov) och är det underskott ökar statsskulden eftersom Riksgälden lånar för att finansiera underskottet (positivt nettolånebehov).

Statsskulden påverkas även av andra faktorer än nettolånebehovet. Dessa går under samlingsnamnet skulddispositioner. Det kan exempelvis vara omvärdering av skulden i utländsk valuta till aktuella valutakurser och att hänsyn tas till upplupen inflationskompensation för realobligationer i svenska kronor vars värde är kopplade till konsumentprisindex (KPI).

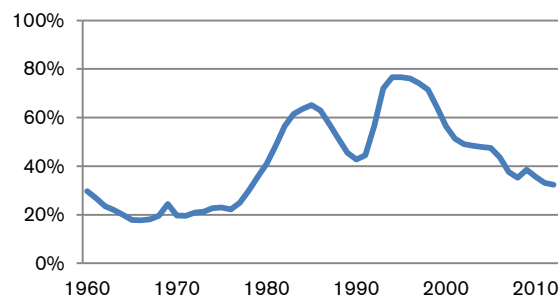
1.2 Statsskulden som andel av BNP har minskat trendmässigt sedan krisen på 90-talet

I ett historiskt perspektiv har nettolånebehovet varierat kraftigt mellan år. Generellt sett minskar nettolånebehovet i konjunkturuppgångar och ökar i nedgångar. När ekonomin växer över trend ökar inkomsterna ofta snabbt medan utgifterna utvecklas svagt eller till och med minskar. I konjunkturedgångar gäller det omvända att inkomsterna växer långsamt eller minskar samtidigt som utgifterna ökar. Att inkomster och utgifter inte går hand i hand förstärker svängningarna i nettolånebehovet.

Blickar man tillbaka ända till 1950 har statsskulden uttryckt som andel av BNP ökat kraftigt under två perioder.

Från 1976 till 1985 ökade statsskulden från 22 procent till 65 procent som andel av BNP. Efter några år med sjunkande statsskuld ökade sedan statsskulden igen från 43 procent 1990 till 77 procent av BNP 1995. Efter 1996 har statsskulden som andel av BNP successivt minskat till cirka 32 procent 2012.

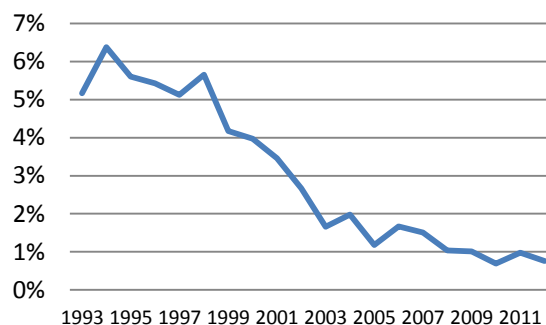
DIAGRAM 1 STATSSKULDEN SOM ANDEL AV BNP 1960–2012



Källa: Riksgälden, SCB

Efter krisen i början 90-talet fattades beslut som innebar att det finanspolitiska ramverket i Sverige stärktes. Bland annat infördes ett utgiftstak i statsbudgeten och ett överskottsmål för hela den offentliga sektorn. Det finanspolitiska ramverket har fungerat väl och bidragit till starkare och stabilare statsfinanser. Det höga förtroendet för de svenska statsfinanserna bidrar även via lägre räntor till att hålla nere statens upplåningskostnader.

DIAGRAM 2 RÄNTEBETALNINGAR PÅ STATSSKULDEN SOM ANDEL AV BNP, 1993–2012



Källa: Riksgälden, SCB

Införandet av inflationsmål för Riksbanken och en flytande växelkurs har haft positiva effekter för den svenska ekonomin som helhet, vilket indirekt haft en stabiliserande effekt även på statsfinanserna. Vartefter trovärdigheten

ökat för inflationsmålet har det bidragit till väsentligt lägre marknadsräntor.

På senare år har den internationella lågkonjunkturen och den finansiella oron i euroområdet gjort att räntor i Sverige sjunkit ytterligare. Det beror till viss del på att svenska statsobligationer betraktas som en säker placering jämfört med många andra stater. Räntebetalningarna på statskulden som andel av BNP har minskat betydligt över tiden; se diagram 2 ovan.

1.3 Osäkerhetsfaktorer och risker i den framtida utvecklingen

Det finns en rad osäkerhetsfaktorer som försvårar bedömningen av den statsfinansiella utvecklingen. Nedan diskuteras några av dessa faktorer.

Ekonomisk tillväxt

En osäkerhetsfaktor för statsfinanserna på främst medellång och lång sikt är den globala makroekonomiska utvecklingen. Sverige är en liten öppen ekonomi med stor exportsektor i förhållande till BNP och är därför beroende av omvärlden. Tillväxten i svensk ekonomi påverkar viktiga skattebaser som exempelvis konsumtion och löner. Förenklat sett växer skattebaserna i samma takt som nominell BNP över tiden.

Utgifterna är också konjunkturberoende men känsligheten har minskat eftersom regelverket för olika ersättnings-system har stramats åt. Dessutom är statsbudgeten utformad så att utgifterna normalt sett växer långsammare än inkomsterna i frånvaro av nya politiska beslut. Det beror på att många anslag är kopplade till prisutvecklingen snarare än inkomstutvecklingen, alternativt uttrycks i nominella belopp. Skillnaden mellan inkomsternas och utgifternas utveckling och utgifternas blir dock mindre när den ekonomiska tillväxten är låg.

Demografi

Sverige är inne i en period där antalet unga och äldre relativt antalet personer i arbetsför ålder successivt stiger. Det beror främst på att vi lever längre. En äldre befolkning innebär ökade kostnader framför allt för kommuner och landsting. En del av kostnaderna kommer sannolikt också att bäras av staten i form av ökade statsbidrag och transfereringar.

Finanspolitik

Det finanspolitiska regelverket innebär bland annat att den offentliga sektorn ska uppvisa ett överskott på 1 procent av BNP över en konjunkturcykel. Konjunkturcykel är inget entydigt definierat begrepp vilket innebär en osäkerhet om hur lång en sådan period är. Regler för skattesystem och utgifter kan också ändras. Det innebär en osäkerhet framför allt på medellång sikt, eftersom det tar tid att implementera nya förslag. På lång sikt är osäkerheten sannolikt mindre, då en ekonomisk politik som leder till för

stora över- eller underskott skapar ett politiskt tryck att balansera budgeten.

Större oförutsedda händelser

Större mer eller mindre oförutsedda händelser tenderar att påverka och förstärka förändringar i nettolånebehovet såväl i konjunkturuppgångar som i konjunkturedgångar. Under senare år har det bland annat förekommit försäljningar av statliga tillgångar och utlåning till Riksbanken för att stärka valutareserven. Båda dessa typer av transaktioner påverkar nettolånebehovet och statskulden. Däremot påverkas inte det finansiella sparandet eftersom statens förmögenhetsställning är oförändrad. I det ena fallet växlar staten aktier mot kontanter och i det andra fallet har staten en fordran på exakt samma belopp som lånet.

En risk som diskuterats flitigt i olika sammanhang är eventuella nedgångar i tillgångspriser tillsammans med hög skuldsättning hos hushållen. En sådan utveckling kan dels ge reala effekter på ekonomin, dels ha effekter på det finansiella systemet. Det har drabbat många länder i vår omvärld de senaste åren, men Sverige har hittills inte drabbats.

Minskade risker med det finanspolitiska ramverket

Det finanspolitiska ramverket, som redan diskuterats ovan, har gett stabilare statsfinanser och därmed minskad risk jämfört med hur det var vid krisen i början av 90-talet.

Räntebetalningar är en post i statsbudgeten som inte går att påverka nämnvärt med politiska beslut annat än indirekt. En lägre statsskuld och lägre marknadsräntor har inneburit att räntebetalningar sjunkit. Statsskulden i sig innebär därmed mindre risk jämfört med hur det var under 90-talskrisen.

1.4 Riksgälden och andra prognosmakare

Det finns fyra myndigheter som gör prognoser på offentliga finanser. Det är regeringen, Ekonomistyrningsverket (ESV), Konjunkturinstitutet (KI) och Riksgälden. Syftet med prognoserna och metoderna för dem skiljer sig till viss del åt liksom avgränsningen vad myndigheterna gör prognos på.

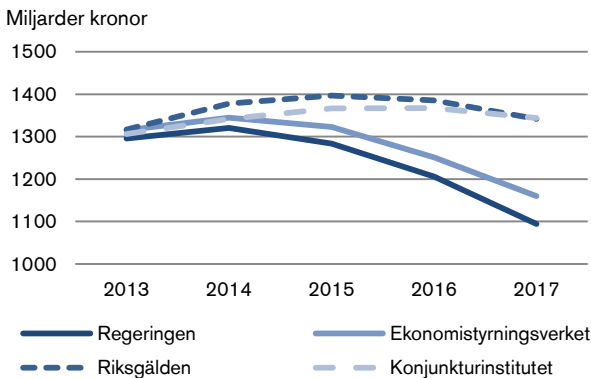
Riksgälden gör endast prognos på statens nettolånebehov och statens finansiella sparande. Övriga myndigheter gör prognoser på hela offentliga sektorn. KI och Riksgälden gör bedömningar om framtida finanspolitiska förändringar som påverkar nettolånebehovet och det finansiella sparandet. Alla utom ESV gör bedömningar på försäljningar av statliga tillgångar där beslut ännu inte fattats. Regeringen och ESV baserar sina beräkningar på inkomster och utgifter i statsbudgeten. Riksgälden har en kassaflödesbaserad modell som bygger på myndigheternas faktiska betalningar. KI utgår från nationalräkenskaperna och räknar fram ett finansiellt sparande som sedan omvandlas till ett budgetsaldo. KI

och Riksgälden har den kortaste prognoshorizonten och Regeringen och ESV den längsta; se tabell 1 nedan.

1.5 Statsskuldens utveckling fram till 2017

Här redovisas beräkningar för den okonsoliderade statsskuldens utveckling enligt Regeringens, ESV:s, Riksgäldens och Konjunkturinstitutets prognoser för åren 2013–2017.

DIAGRAM 3 OKONSOLIDERAD STATSSKULD VID ÅRETS SLUT



Riksgälden har endast prognoser, enligt ordinarie metoder, för nettolånebehovet för 2013 och 2014. För perioden 2015 till 2017 har i stället nettolånebehovet skattats enligt en förenklad metod. Metoden bygger på antagandet att BNP-gapet kommer att slutas 2017 och att ekonomin då befinner sig i balans. Det andra antagandet är att när ekonomin är i balans visar den offentliga sektorn ett överskott på 1 procent av BNP. Detta är ett rent beräknings-tekniskt antagande och ingen prognos i egentlig mening.

Det totala offentliga sparandet skattas för åren 2015 till 2017. Sparandet i kommunsektorn har antagits vara svagt negativt och sparandet i pensionssystemet svagt positivt. Statens finansiella sparande och nettolånebehov räknas fram residualt. Implicit innebär antagandet om det finansiella sparandet att det genomförs nya finanspolitiska reformer för i genomsnitt cirka 10 miljarder kronor per år under perioden 2015 till 2017.

Regeringens prognos är hämtad från Vårpropositionen för 2013 och ESV:s prognos från deras senaste rapport i juni 2013. Både Regeringen och ESV redovisar prognoser på statsskuden för hela perioden.

KI:s senaste prognos är från juni 2013 och innehåller prognoser för nettolånebehovet för 2013 och 2014. KI redovisar prognoser för den konsoliderade statsskuden för hela perioden i det som kallas medelfristig prognos. För att göra den jämförbar med den okonsoliderade statsskuden har Riksgälden skattat nivån på konsolideringen.

Beräkningarna visar på ett spann för statsskuden i slutet av 2017 på mellan knappt 1100 miljarder kronor och cirka 1 350 miljarder kronor eller 25 respektive 31 procent av BNP.

Både Riksgälden och KI beräknar att nivån på statsskuden ligger på cirka 1350 miljarder kronor i slutet av 2017. Riksgälden och KI har använt sig av snarlika metoder som antar att det offentliga sparandet successivt återhämtar sig vart efter ekonomin går mot balans.

Regeringen ligger lägst i sin bedömning och ungefär 250 miljarder kronor lägre än Riksgäldens beräkning i slutet av 2017. Skillnaden förklaras av att regeringen räknar med försäljningsinkomster och inte inkluderar några finanspolitiska reformer.

Regeringens och ESV:s prognosmetoder är likartade och kan ses som konsekvensberäkningar, givet oförändrat regelverk och en viss makroekonomisk utveckling. En skillnad mellan metoderna är att regeringen schablonmässigt antar försäljningsinkomster på 15 miljarder kronor per år.

Alla beräkningar är givetvis behäftade med stor osäkerhet. För så långa perioder som till 2017 är den ekonomiska utvecklingen avgörande för statsskuldens förändring.

Tabell 1 PROGNOSE PÅ OFFENTLIGA FINANSER

	Regeringen	KI	ESV	Riksgälden
Avgränsning	hela offentliga sektorn	hela offentliga sektorn	hela offentliga sektorn	endast staten
Egen makrobedömning	ja	ja	ja	ja
Väger in ny finanspolitik	nej	ja	nej	ja
Försäljningar	ja	ja	nej	ja
Grunddata	inkomster/ utgifter	finansiellt sparande	inkomster/utgifter	kassaflöden
Prognoshorizont	4–5 år	1,25–2,25 år ¹	4–5 år	1,25–2,25 år

¹ Plus medelfristig

Förslag till riktlinjer 2014–2017

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen under 2014–2017. För åren 2015 till och med 2017 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar i riktlinjerna anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. I syfte att skapa en överblick över de beslut som styr statsskuldsförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.

Statsskuldsförvaltningens mål

1. 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. Budgetlagen (2011:203).

Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2011:203). Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
3. Riksgälden får enligt budgetlagen (2011:203) ta upp lån till staten för att:
 1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
 2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
 3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
 4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
 5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riktlinjeprocessen

4. 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.
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Budgetlagen (2011:203).
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Budgetlagen (2011:203).
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. Budgetlagen (2011:203).
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Nuvarande lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen, *fördelning av riskmandatet*, valutafördelningen i valutariktmärket samt principer för marknads- och skuldvard.

Föreslagen lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen, *utnyttjandet av positionsmandatet*, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

11. Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 25 procent av statsskulden.

Nuvarande lydelse

12. Andelen valutaskuld ska vara 15 procent av statsskulden.
Styrintervallet kring riktvärdet ska vara ± 2 procentenheter.
Om valutaandelen hamnar utanför styrintervallet ska andelen valutaskuld återföras mot riktvärdet eller innanför intervallet om avvikelsen beror på valutakursrörelser.

Föreslagen lydelse

12. Andelen valutaskuld ska *högst* vara 15 procent av statsskulden.
Om valutaandelen hamnar över taket på 15 procent ska andelen successivt återföras under taket.

13. Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

Statsskuldens löptid

15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,7 och 3,2 år.

Nuvarande lydelse

16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.

Föreslagen lydelse

16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det *långsiktiga* riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.

17. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 7 och 10 år.
18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.
19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.

Kostnad och risk

20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
21. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.
22. Det överordnade riskmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.
23. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.
24. Skuldslagets andelar av statsskulden ska beräknas med ett mått som beaktar samtliga kassaflöden i statsskulden, det vill säga även framtida kupongbetalningar och förväntad inflationskompensation.
25. Löptiden ska mätas med genomsnittlig räntebindningstid där samtliga kassaflöden inklusive förväntad inflationskompensation ingår. Kassaflöden ska inte diskonteras.
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvard

28. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvard bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
29. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvard.

Positionstagande

30. Riksgälden får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk och inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

Positioner kan vara strategiska (långsiktiga) eller operativa (löpande).

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

31. Positioner i utländsk valuta begränsas till 450 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Nuvarande lydelse

Föreslagen lydelse

Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den *operativa* förvaltningen.

Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den *löpande* förvaltningen.

32. *Strategiska* positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

32. *Positioner* i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

33. 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.

Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

Upplåning på privatmarknaden

33. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

Lån för att tillgodose behovet av statslån

34. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap 1§ budgetlagen (2011:203) får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

Riksgälden får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

35. 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.

Medelsförvaltning m.m.

36. 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. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

37. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

38. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Samråd och samverkan

39. 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.

40. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
41. 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.

Utvärdering

42. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått.
43. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
44. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
45. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.

Nuvarande lydelse

46. *Strategiska och operativa* positioner inom givet *riskmandat* ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

Föreslagen lydelse

46. Positioner inom givet *positionsmandat* ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.

Motivering till föreslagna ändringar

I detta avsnitt beskriver Riksgälden bakgrunden till att ändringar föreslås i riktlinjerna. Riksgälden föreslår att riktvärdet för valutaandelen ersätts med ett tak för hur stor valutaandelen får vara. Riksgälden föreslår även ett par förtydliganden av befintliga skrivningar.

1 Ändring av styrningen av valutaandelen

Riksgälden föreslår att styrningen av valutaandelen ändras från ett fast riktvärde till följande:

"Andelen valutaskuld ska högst vara 15 procent av statsskulden.

Om valutaandelen hamnar över taket på 15 procent ska andelen successivt återföras under taket."

En slutsats från förra årets riktlinjeförslag var att det inte gick att påvisa att en fast andel valutaexponering minskar risken i termer av kostnadsvariation i statsskulden. Det kan dock finnas skäl att ha valutaexponering i statsskulden om det kan bidra till att sänka den förväntade kostnaden med beaktande av risk.

Eftersom förutsättningarna att på detta sätt sänka den förväntade kostnaden kommer att variera över tiden, är det inte ändamålsenligt med ett fast riktvärde för valutaandelen. Riksgälden föreslår därför att regeringen i stället beslutar om ett tak för hur stor valutaandelen får vara. Sedan kommer valutaandelens storlek att variera beroende på Riksgäldens bedömning av möjligheten att sänka den förväntade kostnaden med valutaexponering, med beaktande av risk.

Riksgälden föreslår att taket sätts till 15 procent, det vill säga samma nivå som det nuvarande riktvärdet för valutaandelen.

Riksgälden räknar med att behålla valutaandelen i princip oförändrad under 2014. Liksom förra året finns det skäl att avvakta med förändringar för att invänta beslut angående utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning. Ur ett räntekostnadsperspektiv finns det enligt Riksgäldens bedömning inga starka skäl som latar emot att avvakta med förändringar av valutaandelen.

Slutligen bör det betonas att årets och förra årets analys ska ses som ett första steg i genomgången av synen på

valutaexponeringen. Pågående analyser och eventuella framtida ändringar av regelverket för och hanteringen av Riksbankens valutareserv kommer också att påverka förutsättningarna för hur Riksgälden ska hantera valutaexponeringen i statsskulden.

2 Tydligare begrepp för positioner

Av tydlighetsskäl föreslår Riksgälden att utmönstra begreppen "strategiska" respektive "operativa positioner" och i stället enbart använda begreppet "positioner". Ändringen påverkar punkterna 30-32 samt 46. Av samma skäl föreslås att begreppet "riskmandat" ersätts med "positionsmandat" i punkten 10.

Begreppen strategisk och operativ position kan missförstås då alla positioner tas i den taktiska och inte den strategiska portföljen. Distinktionen fyller heller ingen funktion i riktlinjerna eftersom regeringens mandat avser den totala positionstagningen. Hur stor del av mandatet som kan delegeras i den löpande positionstagningen är också enligt riktlinjerna en fråga för Riksgäldens styrelse.

De begrepp som föreslås användas i riktlinjerna diskuteras närmare i analysavsnittet nedan.

3 Långsiktigt riktvärde för långa lån

Riksgälden föreslår att punkten 16 kompletteras med ordet "långsiktig" enligt följande:

"För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor."

Förslaget innebär ingen ändring i sak utan syftar enbart till att förtydliga gällande ordning. Som regeringen skriver i motivtexten till riktlinjerna för 2013 ska riktvärdet betraktas som långsiktigt. Ökningstakten i förhållande till riktvärdet ska vägas mot kostnad och risk för upplåning i andra löptider samt utvecklingen av efterfrågan på långa obligationer.

Analys och utrednings svar

Riksgälden följer här upp förra årets analys genom att analysera kostnads- och finansieringsriskaspekter kopplade till valutaskulden.

1 Bakgrund

Riksgälden visade i förra årets riktlinjeförslag att det inte gick att påvisa att en fast andel valutaexponering minskar risken i termer av kostnadsvariation i statsskulden. Därför fanns det anledning att ompröva den nuvarande fasta valutaandelen på 15 procent.

Riksgälden såg dock två skäl till att avvakta med förändringar. En omprövning av valutaandelen behövde baseras på en djupare analys av aspekter som berör kostnader och finansieringsrisker kopplade till valutaskulden. Riksgälden analyserar dessa frågor i årets riktlinjeförslag.

Ett ytterligare skäl att avvakta med förändringar var att invänta beslut angående utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning. Resultatet av utredningen, som presenterades i januari i år, och en kommande proposition från regeringen kan komma att påverka valutaexponeringen i statsskulden och även Riksgäldens roll i finansieringen av valutareserven.

Det sistnämnda skälet till att avvakta med förändringar kvarstår ännu. Riksgälden räknar därför med att behålla valutaandelen i princip oförändrad under 2014. Ur ett räntekostnadsperspektiv finns det enligt Riksgäldens bedömning inga starka skäl som talar emot att avvakta med förändringar av valutaandelen. Sammanfattningsvis finns därför ingen anledning att förändra valutaandelen inom en näraliggande framtid.

I avsnitt 2 ges en närmare beskrivning av vad Riksgälden analyserar i årets riktlinjeförslag. Därefter beskrivs i avsnitt 3 skillnaden mellan finansiering och exponering och frågan om finansieringsrisken utreds. I avsnitt 4 analyseras frågan om kostnaden.

För att tydliggöra skillnaden mellan beslut som avser förvaltningen inom ramen för den strategiska portföljen (riktlinjer och andra beslut som utgör benchmark för statsskulden) och taktiska beslut i form av positioner som avser att sänka kostnaderna baserat på bedömningar av ränte- och valutakursförändringar, används fortsättningsvis begreppen strategisk respektive taktisk portfölj.

Den *strategiska* portföljen syftar på den sammansättning av skulden som statsskulden ska ha enligt riktlinjerna i form av riktvärden för andelar och löptid. Med den *taktiska* portföljen avses positionstagningen. Riksgälden redogör

för begreppen mer utförligt i avsnitt 5. Detta avsnitt är ett försök att tydliggöra de begrepp som används i riktlinjerna för positionstagning och i analysen av exponeringen i utländsk valuta.

2 Närmare beskrivning av årets analys

En del av årets analys rör frågan om finansieringsrisk kopplad till valutaskulden. Riksgälden har i tidigare riktlinjeförslag beskrivit att det finns skäl att ha en viss regelbunden utgivning av obligationer i utländsk valuta i syfte att minska finansieringsrisken. För att uppnå det syftet är det inte nödvändigt att behålla den valutaexponering som uppstår när Riksgälden ger ut lån i utländsk valuta. Ställningstaganden om finansiering å ena sidan, och valutaexponering å andra sidan, är i normala fall två separata frågor som hanteras var för sig. Det är bara aktuellt att ha valutaexponering i skulden om det kan bidra till att minska den förväntade kostnaden med beaktande av risk.

Just denna fråga, huruvida det är möjligt att sänka den förväntade kostnaden med valutaexponering, analyseras i detta riktlinjeförslag. Enligt riktlinjerna har Riksgälden möjlighet att ta positioner med valutaexponering i just detta syfte. Årets analys berör dock inte det positionsmandatet utan i stället riktas fokus mot den strategiska portföljen och möjligheten att sänka den förväntade kostnaden genom att där ha valutaexponering. Om det finns en förväntad kostnadsbesparing måste den vara tillräckligt stor i förhållande till den ökade risken som valutaexponering medför.

3 Finansiering kontra exponering

Det finns två skäl för Riksgälden till att ta upp valutalån. Det första skälet är att minska finansieringsrisken. Valutalån är det låneinstrument där staten har störst möjlighet att låna stora belopp på kort tid. För att garantera att staten alltid har effektiv åtkomst till den internationella kapitalmarknaden är det nödvändigt att en infrastruktur för upplåningen är etablerad.

Infrastrukturen omfattar många delar: kunskap hos medarbetarna, rutiner, system, tillgång till investerarna, legala förutsättningar med till exempel nödvändiga avtal och återförsäljare. Därför kan det vara motiverat att regelbundet ge ut lån i utländsk valuta för att på så vis säkerställa att nödvändiga förutsättningar alltid finns på plats.

I dagsläget gör vidareutlåningen till Riksbankens valuta-reserv att Riksgälden har upplåning i utländsk valuta som mer än väl motsvarar vad som behövs för att upprätthålla sådana lånekanaler. I framtiden kan det dock bli aktuellt för Riksgälden att låna för egen räkning i detta syfte.

Det andra skälet till att ta upp valutalån är i situationer där lånebehovet ökar kraftigt och att det finns skäl att sprida upplåningen på flera skuldslag. På så sätt behöver inte emissionsvolymen för statsobligationerna ändras alltför mycket och risken för att statsobligationsräntan ska pressas upp av ett ökat utbud minskar.

När Riksgälden lånar i utländsk valuta behöver inte valuta-exponeringen som då uppkommer behållas. Den kan omvandlas till kronexponering med derivat. På liknande sätt kan Riksgälden skapa valutaexponering utan att först ha lånat i utländsk valuta.

Om marknadsdjupet för statsobligationer i kronor är tillräckligt stort, kommer räntorna inte påverkas nämnvärt av att Riksgälden ökar emissionsvolymen för statsobligationer, och det finns då ingen koppling mellan finansiering och exponering. Teoretiskt sett är därför analysen av valuta-andelen, som har med valuta-exponeringen att göra, oberoende av analysen av finansieringsriskaspekterna och valet av olika finansieringsalternativ. I praktiken är dock inte marknadsdjupet så stort att räntan inte påverkas av utbudet. I normalfallet torde det röra sig om relativt små effekter, men i undantagsfall kan effekterna bli betydande som exempelvis under 90-talskrisen.

Om effekten bedöms vara större blir det aktuellt att analysera frågan om finansiering och valutaexponering parallellt, det vill säga att ta hänsyn till hur marknadspriserna förväntas påverkas av valet av finansiering. I övriga fall beror valet av valutaexponering på möjligheten att sänka den förväntade kostnaden med beaktande av risk med valutaexponering i statsskulden. Det diskuteras i avsnitt 4 nedan.

4 Kostnadsaspekter

I riktlinjesammanhang har Riksgälden tidigare utgått från att det inte finns några teoretiska skäl att tro på någon systematisk kostnadsmissig fördel med valutaskuld framför kronskuld (givet samma löptid).

Analysen i förra årets riktlinjeförslag ledde till slutsatsen att det fanns anledningen att djupare studera detta antagande. Riksgälden beskriver i det här avsnittet på vilket sätt det skulle kunna vara möjligt att sänka den förväntade kostnaden för statsskulden genom att i den strategiska portföljen ha exponering i utländska räntor i stället för i svenska räntor.

En naturlig utgångspunkt är det osäkrade ränteparitetsvillkoret som implicerar att om räntan är lägre i en viss

valuta jämfört med räntan i kronor förväntas kronan deprecieras motsvarande räntedifferensens storlek.¹ Givet att förväntningarna i genomsnitt över tiden är korrekta följer att det i genomsnitt på lång sikt ska kosta lika mycket att låna i alla valutor. En förutsättning för att kostnaden ska kunna sänkas med valutaexponering är därför att det osäkrade ränteparitetsvillkoret inte håller.

I den ekonomiska litteraturen har empiriska studier visat att så är fallet, det vill säga att osäkrad ränteparitet inte håller. Det har till och med visat sig att i genomsnitt har valutor med lägre räntor, som enligt teorin ska appreciera, tenderat att i stället depreciera.²

Dessa studier omfattar typiskt sett ett stort urval av valutor som studeras över långa tidsperioder. Det visar sig ofta att en strategi som försöker utnyttja detta fenomen, att vid varje tidpunkt låna i valutor med låg ränta och placera i valutor med hög ränta, har gett en riskjusterad avkastning som står sig väl i jämförelse med andra strategier och placeringsalternativ. Strategier som försöker utnyttja detta, så kallade carry-strategier, är därför vanliga på valuta-marknaden.

4.1 Carry-strategi i den strategiska portföljen

Enligt dagens reglering får Riksgälden inte låna i syfte att placera för att sänka den förväntade kostnaden. Riksgälden tycker att denna reglering är bra givet att det inte finns tillgångar i portföljen. En carry-strategi innebär i grunden att pengar lånas i en valuta och placeras i en annan valuta. I praktiken brukar dock strategin göras med derivat. Även om det då inte de facto rör sig om ett lån och en placering ligger det nära till hands att tolka det så.

Därför anser Riksgälden att en carry-strategi i den strategiska portföljen bör vara begränsad till svenska kronor som placeringsvaluta (högräntevaluta) i strategin. I praktiken är detta som om Riksgälden lånar i utländsk valuta i stället för i svenska kronor.

I och med att strategin är begränsad till svenska kronor som placeringsvaluta, är det inte troligt att det alltid kommer att finnas en förväntad kostnadsbesparing. Om det finns en sådan blir den troligen mindre och risken högre än vid en mer generell carry-strategi.

Riksgälden har redan i dag mandat att ha carry-strategier i den taktiska portföljen. Där behöver inte strategin vara begränsad på det sätt som beskrivits ovan. Frågan är då varför det kan vara fördelaktigt att även ha en carry-strategi i den strategiska portföljen.

¹ Detta ska inte förväxlas med det säkrade ränteparitetsvillkoret som är ett arbitragesamband och innebär att prissättningen av valutaterminer helt kan förklaras av dagens valutakurs och räntedifferensen mellan två valutor.

² Se exempelvis Froot & Thaler (1990) och Engels (1996).

Det starkaste skälet är att staten har en fördel i att kunna vara långsiktig och bära tillfälliga förluster. Just den förmågan har empiriskt visat sig vara viktig eftersom carry-strategier periodvis kan ge förluster som kan vara svåra att bära för privata aktörer.

Riksgälden bedömer att statens fördel i att kunna vara långsiktig bäst utnyttjas om carry-strategin ligger i den strategiska portföljen snarare än i den taktiska. Strategin skulle bli sämre om risken ses i marknadsvärdestermerna eftersom det skulle riskera att leda till ett mer kortsiktigt agerande.

En förutsättning för att det ska vara möjligt att sänka den förväntade kostnaden på detta sätt är att det finns utländska räntor som är tillräckligt mycket lägre än motsvarande svenska räntor. De valutor som kan vara aktuella är troligen typiska lågräntevalutor som japanska yen och schweizerfranc. Vidare måste bedömningen vara att räntedifferensen inte kommer att motverkas av en krondepreciering över tiden.

För att bäst uppfylla målet om att minimera kostnaden med beaktande av risk anser Riksgälden att det är lämpligt att möjligheten finns till att ha en carry-strategi i den strategiska portföljen. Det blir Riksgäldens uppgift att löpande bedöma om det finns en förväntad kostnadsbesparing med valutaexponering och i så fall om den är tillräckligt stor i förhållande till risken.

4.2 Tak för valutaandelen

En konsekvens av den ovanstående analysen är att det inte finns skäl att ha en fast valutaandel. Den bör i stället kunna variera över tiden. Om Riksgälden bedömer att det inte finns någon långsiktig förväntad kostnadsbesparing, eller att den är för liten i förhållande till risken, bör valutaandelen vara låg. Men om den förväntade riskjusterade kostnadsbesparingen är tillräckligt hög bör Riksgälden ha valutaexponering i skulden.

För att anpassa styrningen av valutaandelen efter detta är en lösning att regeringen beslutar om ett tak för hur stor valutaexponeringen får vara. Taket skulle begränsa hur stor valutarisken får vara i den strategiska portföljen. Sedan blir det Riksgäldens uppgift att bedöma hur stor valutaexponeringen bör vara.

Med ett tak för valutaandelens storlek får Riksgälden mandat att minska valutarisken i skulden om valutaexponeringen inte förväntas ge tillräckligt stor besparing. Ett sådant mandat ska inte förväxlas med mandatet att ta positioner i kronans valutakurs. Här finns en tydlig skillnad.

En förutsättning för valutaexponering i den strategiska portföljen är att det förväntas ge en tillräckligt stor kostnadsbesparing för att motivera valutarisken. Den analysen påverkas inte av kortsiktiga rörelser på ränte- och valutamarknaden. Bedömningen av valutaandelens storlek

i den strategiska portföljen baseras inte på en uppfattning om specifika marknadsrörelser som exempelvis valutakursförändringar utan på bedömningar om långsiktiga, strukturella samband. Sådana strukturella kostnadsfördelar kan jämföras med den förväntade besparingen av att låna i kortare löptid jämfört med längre, den så kallade terminspremien. Ändringar i omfattningen av valutaexponeringen i syfte att utnyttja valutakursförändringar får endast göras inom ramen för mandatet för positionstagning.

4.3 Tak på 15 procent

Valutaandelen bör alltså bero på möjligheten att sänka den förväntade kostnaden genom att flytta exponering från svenska räntor till utländska räntor. Riksgälden är i dagsläget inte färdig med analysen av dessa möjligheter, men kommer löpande att analysera dessa framöver.

En rimlig utgångspunkt är att taket för valutaandelen sätts till den nuvarande andelen på 15 procent. Då kommer valutarisken som mest att vara ungefär lika stor som den är i dag.

4.4 Valutaandelen 2014

En faktor att beakta när det gäller närliggande förändringar av valutaandelen är resultatet av det förslag som utredningen om Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning lämnade i januari i år. Förslaget innebär bland annat att Riksbankens valutaserv valutasäkras genom att Riksbanken ingår terminsavtal med Riksgälden. Om så blir fallet kommer Riksgälden att få valutatilgångar i form av terminsfordringar på Riksbanken, vilka minskar statens valutaexponering.

Riksgälden räknar med att behålla valutaandelen i princip oförändrad under 2014. Ur ett räntekostnadsperspektiv finns det enligt Riksgäldens bedömning inga starka skäl som talar emot att avvakta med förändringar av valutaandelen. Ett tak för valutaandelen i stället för ett fast riktvärde ger flexibilitet att minska andelen om denna bedömning skulle ändras. Exempelvis kan Riksgälden undvika att förnya förfallande basswappar om detta inte innebär någon förväntad besparing.

Om det skulle bli aktuellt att ändra valutaandelen kommer det i sedvanlig ordning att annonseras i förväg och göras gradvis över en längre tid.

4.5 Utvärdering

Riksgälden avser att redovisa hur taket för valutaandelen har utnyttjats samt följa upp kostnaden i underlaget till utvärdering av statsskuldsförvaltningen.

4.6 Realandelen påverkas inte

Alternativet till valutaexponering är enligt Riksgäldens förslag exponering i nominell kronskuld. Det innebär att realandelen inte kommer att påverkas av att valutaandelen ändras. Det finns därför inget skäl att ändra realandelen på grund av analysen.

5 Begreppen strategisk och taktisk portfölj

I det här avsnittet beskriver Riksgälden begreppen strategisk och taktisk portfölj. Avsnittet ska inte ses som en del av den ovanstående analysen utan är mer i form av en kompletterande information som syftar till att tydliggöra de begrepp som används i riktlinjerna för positionstagning och i analysen av exponeringen i utländsk valuta.

Statsskuldportföljen kan delas in i två olika delar; en *strategisk* portfölj och en *taktisk* portfölj. Det är vanligt att portföljförvaltare gör den här uppdelningen eftersom det finns skäl att analysera och framför allt utvärdera olika delar av portföljen på olika sätt.

Generellt gäller att sammansättningen i en strategisk portfölj bygger på analys av långsiktiga marknadsförhållanden och teoretiska resonemang. Det betyder att beslut kopplade till den strategiska portföljen inte görs i syfte att försöka utnyttja specifika marknadsrörelser. I den strategiska portföljen väljs vilka risker som portföljen långsiktigt ska vara exponerad mot och hur hög risknivån ska vara.

Riksgäldens strategiska portfölj

Besluten om den strategiska portföljen tas primärt av regeringen vid fastställande av riktlinjerna. Även Riksgäldens styrelse fattar beslut som påverkar den strategiska portföljen inom ramen för riktlinjerna.

Beslut om hur finansieringen av statskulden ska göras och hur den exponering som följer av besluten om den strategiska portföljen ska uppnås, fattas inom ramen för den operativa förvaltningen.

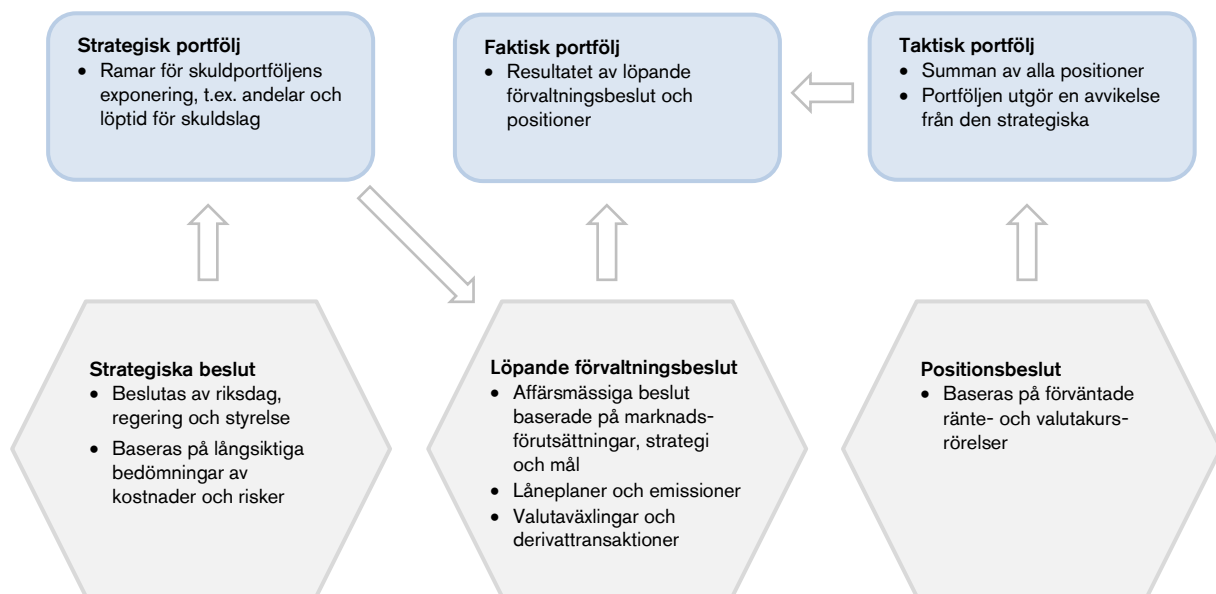
Riksgäldens taktiska portfölj

Beslut om positioner fattas i den operativa förvaltningen efter delegation från Riksgäldens styrelse. Dessa beslut hör till den taktiska portföljen. Sådana taktiska beslut grundar sig på försök att utnyttja specifika marknadsrörelser. Dessa beslut är vanligen kortsiktiga, men det kan också röra sig om att utnyttja marknadsrörelser genom mer långsiktiga strategier.

DIAGRAM 4 SCHEMATISK BESKRIVNING AV BESLUT OCH PORTFÖLJER I SKULDFÖRVALTNINGEN

Mål: Långsiktig minimering av kostnader med beaktande av risk

Mellanliggande mål: Öppenhet, transparens, bred investerarbas och god likviditet



Riksdag och regering beslutar om mål och riktlinjer som utgör den strategiska portföljen med regler för hur skulden ska fördelas mellan t.ex. utländsk valuta och kronor och hur lång den genomsnittliga räntebindningstiden ska vara. Inom dessa ramar fattas löpande beslut om upplåning och hur den ska fördelas mellan olika instrument och löptider. Här tas hänsyn till marknadsförutsättningar och mellanliggande mål som t.ex. behovet av att värna likviditeten för statspapper. För att uppnå rätt exponering görs också derivattransaktioner som swappar och terminer. Positioner baseras på bedömningar av ränte- och valutakursrörelser och tas genom att justera exponeringen i skuldportföljen i syfte att undvika risker och uppnå kostnadsfördelar. De operativa besluten, dvs. de löpande förvaltningsbesluten tillsammans med positionerna, ger den faktiska sammansättningen av skuldportföljen.

5.1 Syftet med uppdelningen

Det som framför allt skiljer portföljerna åt, och även utgör själva syftet med uppdelningen, är möjligheten till utvärdering. En strategisk portfölj kan och bör inte utvärderas utifrån årliga resultat, eftersom strategin är vald utifrån långsiktiga och teoretiska resonemang. Det krävs en mycket lång tidshorisont för att kunna utvärdera strategin. Därför sker den löpande uppföljningen typiskt sett i kvalitativa termer där de antaganden och bedömningar som har gjorts utvärderas och omprövas i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Det motsvarar i grunden de principer som finns för långsiktig utvärdering av regeringens riktlinjebeslut.

I en taktisk portfölj tas besluten i syfte att förbättra resultatet. Eftersom syftet med portföljen är tydligt kan utvärderingen ske i absoluta termer och dessutom göras kvantitativt med stor exakthet.

5.2 Koppling till statsskulden

Den här uppdelningen i två portföljer kan med fördel göras för statsskulden och dagens riktlinjer är i stort utformade på det sättet.

Riksgäldens strategiska portfölj

Den strategiska portföljen är enkelt beskrivet den sammansättning som statsskulden ska ha enligt riktlinjerna i form av riktvärden för andelar och löptid. Valet av sammansättning och löptid baseras på antaganden om framtida långsiktiga marknadsförhållanden utifrån finansiell och ekonomisk teori, kvantitativa analyser och kvalitativa resonemang. Regeringen beslutar om de viktigaste egenskaperna i portföljens sammansättning och bestämmer därmed om avvägningen mellan förväntad kostnad och risk. Vissa kompletterande beslut om till exempel valutaskuldens sammansättning fattas av Riksgäldens styrelse.

För den strategiska portföljen är utgångspunkten att tidshorisonten är lång och att lånen behålls till förfall. Därför betraktas inte marknadsvärdeförändringar som risk. Det innebär att utvärderingen inte görs i marknadsvärdestermerna utan i stället görs i termer av kostnad enligt det kostnadsmått som Riksgälden redogjorde för i förra årets riktlinjeförslag. Risken mäts som variationen i kostnaden.

Riktvärdena i den strategiska portföljen kan uppnås på flera olika sätt och transaktioner kan göras vid olika tidpunkter. Dessutom måste hänsyn tas till mellanliggande mål som strävan efter god likviditet, bred investerbarhet, efterfrågesituationen och aktuella prisrelationer på marknaden. Förvaltningen av portföljen kräver därför en löpande hantering med aktivt beslutsfattande. Exempelvis gäller detta de låneplaner Riksgälden gör som innefattar val av löptider och instrument. Alla dessa operativa beslut fattas i syfte att på bästa sätt uppnå riktvärdena enligt strategin och är därför inga taktiska beslut, eftersom de inte innebär avsteg från den strategiska portföljen och inte baseras på bedömningar av ränte- och valutakursutvecklingen, även om de innebär ett aktivt ställningstagande.

Riksgäldens taktiska portfölj

Riksgälden har mandat från regeringen att ta positioner i syfte att sänka den förväntade kostnaden genom att dra fördel av specifika marknadsrörelser. Positionerna kan då efter beslut av Riksgälden delegeras till den löpande förvaltningen. I annat fall tas positionerna av styrelsen. Oavsett om positionerna tas i den löpande förvaltningen eller inte är det frågan om taktiska beslut. Det är därför som Riksgälden föreslår att begreppet *strategiska positioner* slopas eftersom det kan förväxlas med den strategiska portföljen.

Utvärderingen av positionstagningen sker i termer av marknadsvärden. Risken mäts därför i termer av marknadsvärdeförändringar. Även mandatet för portföljen är i riktlinjerna uttryckt i termer av marknadsvärden.



Besöksadress: Jakobsbergsgatan 13 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se