

## **Statsskuldsförvaltningen 2002 – Riksgäldskontorets förslag till riktlinjer**

Anförande av riksgäldsdirektören Thomas Franzén vid ett investerarmöte anordnat av Danske Bank Consensus den 1 oktober 2001

För fjärde gången i ordningen har Riksgäldskontoret i dag lämnat ett förslag till riktlinjer för statsskuldsförvaltningen. Förslaget skickas till regeringen. Regeringens beslut meddelas senast den 15 november.

I förra årets förslag koncentrerades analysen på valutaskulden. Slutsatsen var att en hög andel valutaskuld inte är motiverad utifrån målet att minimera statsskuldens kostnader med beaktande av risk. Valutaskuld tillför risk utan att minska de förväntade kostnaderna. Det var också grunden till regeringens beslut att långsiktigt minska valutaskulden. Vårt förslag för nästa år innebär att inriktningen alltjämt ska vara att minska valutaskulden, men att Riksgäldskontoret ska ges något större flexibilitet att minska amorteringstakten om kronan skulle ligga kvar på dagens omotiverat låga nivå. Jag kommer att utveckla våra resonemang kring hanteringen av valutaskulden.

Vi har i år koncentrerat analysen till realobligationers plats i statsskuldportföljen och jag skall börja med att prata om den. Låt mig bara inledningsvis nämna att när det gäller löptiden föreslår vi att durationen för den nominella kron- och valutaskulden skall hållas oförändrad på 2,7 år.

### **Varför realobligationer?**

Varför skall realobligationer ska ingå i statsskulden? Det intuitiva svaret är att de bidrar till att sprida riskerna. Med risk menar vi då i första hand att statsskuldens kostnader ska förstora svängningar i statsfinanserna. Anta exempelvis att ekonomin hamnar i en recession med låg inflation. I så fall kommer kostnaden för realskulden att minska i samtidigt som konjunkturen är svag. Statens räntebetalningar minskar alltså när budgeten är ansträngd. I det omvända läget, när konjunkturen är stark och inflationen hög, ökar kostnaden för realskulden, men det sker i ett läge då statsinkomsterna stiger. Det finns således scenarier då realobligationer kan bidra till att stabilisera statsfinanserna. Det finns också lägen då kostnaden för realobligationer är större än för nominella obligationer.

Det mest uppenbara fallet är om tillväxten är låg och inflationen hög, dvs. stagflation. Då stiger kostnaden för realobligationer jämfört med nominella lån samtidigt som statens finanser till följd av den låga tillväxten utvecklas svagt.

Vet vi med bestämdhet hur ekonomin kommer att utvecklas på lång sikt? Kan statsskuldspolitiken skräddarsys efter den tron? I fall recession bedöms som mer sannolikt än stagflation bör realobligationsandelen öka kraftigt och vice versa. Men framtiden kännetecknas av osäkerhet och statsskuldspolitik bör kännetecknas av långsiktighet. Då är det bättre att utgå ifrån att olika förlopp är möjliga och komponera en portfölj som hanterar denna genuina osäkerhet. Att gissa på mest sannolika banor på 10 till 20 års sikt är knappast meningsfullt och i grunden oförenligt med att förvaltningen ska beakta risk.

Genom att inkludera, och på sikt öka andelen, realobligationer i statsskulden skapas en portfölj som bättre hanterar olika möjliga förlopp. Det är rimligt att förutsätta att risknivån minskar om man kombinerar skuldslag med skilda egenskaper, snarare än satsar på bara en typ av skuld. Denna slutsats borde vara giltig även för de flesta långsiktiga tillgångsportföljer. Efterfrågan på realobligationer borde därför öka efter hand.

Vi har i årets förslag också analyserat realobligationers plats i statsskulden med hjälp av en simuleringsmodell. Slutsatsen är att diversifieringseffekterna av att inkludera realobligationer är små om ekonomin beter sig stabilt, vilket är ett antagande man måste göra i en simuleringsmodell som körs över långa perioder. Om Riksbanken når 2 procents inflation igenomsnitt, blir skillnaden mellan reala och nominella lån ganska små. Det krävs kraftiga avvikelser från det stabila mönstret för att diversifieringseffekterna ska synas. Sådana förlopp är svåra att fånga i en långsiktigt stabil modell.

Men när vi använt historiska data från de senaste 30 åren syns diversifieringseffekterna i resultatet. Detta illustrerar att när ekonomin går igenom olika kriser klarar sig staten bättre med en diversifierad statsskuldportfölj.

Vår slutsats är att realobligationsandelen bör öka. Men vi vill, liksom hittills, göra detta i takt med att efterfrågan ökar. Det är inte aktuellt att sälja stora volymer realobligationer till för staten oförmånliga priser. Marknaden för realobligationer är alltså utvecklad och kontorets uppfattning är att emissionerna ska anpassas till marknadsläget. Det är rimligt att anta att inflationsriskpremien – och därmed den besparing som staten kan tillgodogöra sig – tenderar att variera. När inflationsosäkerheten är hög kan placera vara beredda att betala en högre riskpremie, och det skulle vara lönsamt för staten att ge ut realobligationer. Omvänt minskar kostnadsfördelen – eller t.o.m. vänds till en kostnadsnackdel – i det fall inflationen förväntas vara ovanligt låg.

Dessutom gjorde sannolikt de senaste årens stigande aktiemarknad att placerares riskbenägenhet ökade, vilket minskade efterfrågan på riskfria tillgångar. Med en mer realistisk syn på aktiemarknadens risker borde intresset för realobligationer öka. Det pågår också en diskussion om AP-fondernas placeringar. Jag tycker att det vore rimligt att jämföra AP-fondernas totalavkastning med den riskfria räntan på realobligationer. Detta vore det största stödet för en långsiktig placeringsstrategi som beaktar pensionärernas intressen.

Min bedömning är att vi även nästa år kommer att nettoemittera realobligationer, men volymen kommer att vägas mot den efterfrågan som vi ser i marknaden och kostnaderna för andra låneslag.

## **Amorteringen av valutaskulden**

Regeringen angav i förra årets beslut att valutaskulden som andel av den totala statsskulden på sikt skall minskas. Konkret innebar det ett riktvärde för amorteringarna på 35 miljarder kronor per år under 2001. Inriktningen är att samma takt skulle gälla 2002 och 2003.

Riksgäldskontoret fick mandat att avvika med  $\pm 15$  miljarder kronor i den operativa hanteringen av amorteringarna. Regeringen sa också att vi skulle väga amorteringstakten mot bl.a. kronans i syfte att bidra till låga kostnader. Om det framstår som onormalt kostsamt att köpa utländska valutor ska vi minska amorteringen av valutaskulden. Som bekant har kontoret i flera steg beslutat att dra ner på amorteringstakten för innevarande år på grund av den svaga kronan. Alltjämt ligger dock målet att långsiktigt minska valutaskulden fast.

Låt mig innan jag diskuterar året förslag säga något om den speciella situation vi i dag upplever på valutamarknaden. Kronan är extremt svag och förklaringarna börjar tryta. Samma faktorer, framför allt olika typer av identifierbara flöden, som förklarade en försvagning av TCW från 125 till 135 används för att förklara en ytterligare försvagning till 145. Det tycks som om marknaden förlorat känslan för nivåer.

Vi har varit med om något liknande på aktiemarknaderna. Ingen kunde drömma om att aktiepriserna skulle nå så höga nivåer. Många slutade att ifrågasätta nivåerna och betedde sig som om aktiekurserna bara kunde fortsätta uppåt. Det var svårt för placerare att ta en långsiktig vy. De långsiktiga och (vet vi nu) rationella redovisade dåliga resultat. Många kände sig tvungna att följa med flocken. Resultatet blev en finansiell bubbla.

Jag tycker att mycket tyder på att en motsvarande situation uppstått på valutamarknaden. De som velat trygga höga exportinkomster när kronan är orimligt lågt värderad har förlorat pengar jämfört med om de satsat på att kronan ska bli ännu svagare. En del av de s.k. strukturella ändringarna i marknaden som man talar, som att exportföretagen har förändrat sin han-

tering av valutarisk, tror jag egentligen baseras på att deras normala rutiner lett till förluster p.g.a. kronförsvagningen. Det ser sig tvingade att ändra beteende och blir därmed en del i ett bubbelfenomen.

Min tro är att vi förr eller senare kommer att befinna oss i den omvända situationen och många kommer att ångra att de inte säkrat sig mer. Likaså kan sparare komma att ångra att de placerat i papper utländsk valuta utan att valutasäkra sig. Detta talar för att när väl pendeln svänger så kan den svänga rejält. Det kan vara värt att komma ihåg att även när aktiemarknaden steg kraftigt anfördes s.k. strukturella flödesargument. Demografiska faktorer och ökat pensionssparande angavs exempelvis som motiv för att efterfrågan på aktier skulle förbli hög. Men i själva verket var denna efterfrågan baserad på en felaktig bild av storleken på den långsiktiga överavkastningen på aktier. Jag är övertygad om att bubblan på valutamarknaden kommer att spricka, men liksom på aktiemarknaden är det svårt att säga när och vilka faktorer som gör att bubblan spricker.

Hur skall då statsskulden hanteras i en situation med en extremt svag valuta? Vår uppgift är att hålla nere kostnaderna, med beaktande av risk. Vi bedömer att det är kostsamt att amortera lån i utländsk valuta vid rådande kronnivåer. Vi har också i olika etapper dragit ner amorteringen av utlandslånen. För året som helhet kommer de att uppgå till drygt 10 miljarder. Detta följer av att regeringen ändrade riktlinjerna i somras, från en amortering om 35 till 25 miljarder kronor. Till detta kommer att kontoret använder rätten att avvika neråt med 15 miljarder kr. Ser vi på utvecklingen under året skedde all amortering på valuta under första delen av året. Under andra halvåret sker ingen nettoamortering.

Hur skall vi då se på amorteringen framöver? Vi anser att det är viktigt att slå vakt om principer och den långsiktiga inriktningen i statsskuldspolitiken även när kronan är svag. Upplåning i utländsk valuta kan användas under svåra perioder med lågt förtroende för den ekonomiska politiken. Då är räntan inom landet högre än i omvärlden. I ett sådant läge kan det löna sig att låna i utländsk valuta medan man återvinner förtroendet. Den lägre räntan på valutalånen uppväger de risker och kostnader som är förknippade med att valutakurser rör sig på ett svåröversägbart sätt. När förtroendet återvänder så amorterar man på sina valutalån. Då ligger räntan mer i nivå med omvärlden och det finns ingen kostnads fördel som uppväger den extra risken. Det är sådana avvägningar som ligger bakom att regeringen har uttryckt ambitionen att långsiktigt dra ner valutaskulden i en takt om 35 miljarder kronor per år. För innevarande år avviker vi som nämnt från detta och skulden har till följd av kronförsvagningen i själva verket stigit något under året.

Vi har övervägt om vi skulle föreslå regeringen att ytterligare sänka riktvärdet från 25 till t.ex. 15 miljarder under nästa år av hänsyn till valutakursen. Detta vore påkallat om vi trodde att kronan kommer att vara extremt svag under hela nästa år. Men vi gör bedömningen att det är bättre att beakta

det speciella i situationen genom att i stället vidga kontorets handlingsutrymme. Därför innebär vårt förslag att riktvärdet för valutaamorteringar nästa år sätts till 25 miljarder kronor och att kontoret får avvika nedåt med 25 miljarder och uppåt med 10 miljarder kronor. En extrem situation på valutamarknaden möts bäst genom stor flexibilitet.

Det skall då göras klart att om regeringen fattar ett sådant beslut kommer jag att föreslå Riksgäldskontorets styrelse att amorteringstakten tills vidare sätts nära noll. Det skall, som jag ser det, till en tydlig förstärkning av kronan innan vi på nytt börjar amortera på valutaskulden.

Jag vill understryka att motiven för att hålla nere valutaamorteringarna är strikt statsskuldspolitiska. Vi bedömer helt enkelt att det vore för kostsamt att amortera vid nuvarande kronkurs. Det finns en benägenhet att blanda in valutapolitiska hänsyn i diskussionen om valutaskuldens hantering. Jag tycker att det är olyckligt. För det första finns det risk för sammanblandning mellan statsskuldspolitik och penning- och valutapolitik. För statsskuldspolitikens del kan det leda till högre kostnader. För det andra över-skattas betydelsen av variationer i statens valutaamorteringar för kronkursen. Den som vill hävda motsatsen borde, som jag uppfattar saken, också anse att centralbanksinterventioner i valutamarknaden är ett kraftfullt instrument.

## **Valutaväxlingar**

I skrivelsen till regeringen föreslår Riksgäldskontoret att reglerna för kontorets valutaväxlingar ska ändras. Frågan aktualiseras av den mera aktiva hantering av valutamandatet som regeringen beslutade om förra året. Riksgäldskontoret är för närvarande hänvisat till att växla via Riksbanken. Riksbanken gör å sin sida de växlingar i marknaden som krävs för att hålla valutareserven oförändrad med ett visst belopp varje dag. Syftet med den mekaniska hanteringen är att undvika sammanblandning med valutapolitiska interventioner. Det är i sig rimligt, men risken finns att kontorets beslut att variera amorteringstakten inte påverkar statens totala kostnader, eftersom Riksbankens växlingar fortsätter i samma takt. Riksgäldskontorets vinster blir Riksbankens förluster och vice versa.

Syftet med kontorets uppdrag att beakta kronkursen vid beslut om amorteringstakten är att minska kostnaderna. Därmed är det rimligt att kontorets beslut får genomslag på de transaktioner som görs med parter utanför den statliga sektorn. Detta förutsätter flexibla regler. Kontoret skulle, precis som under innevarande år, hantera växlingarna enligt de vanliga principerna om förutsägbarhet och transparens. Den planerade årstakten skulle således offentliggöras och utgångspunkten är att växlingarna ska fördelas relativt jämnt över året. Den viktiga skillnaden är att kontoret skulle ha möjlighet att välja tidpunkt och teknik för att göra växlingarna i syfte att hålla nere kostnaderna.

Enligt vår bedömning är detta den ändamålsenliga lösningen från stats-  
skuldspolitisk synpunkt. Avsteg från kostnadsminimeringsmålet kan göras  
om det är nödvändigt med hänsyn till ”penningpolitikens krav”, som lag-  
texten lyder. På basis av vad som tidigare har sagts från Riksbanken i frå-  
gan om växlingar går det inte att dra slutsatsen att det villkoret är uppfyllt.  
Riksbanken har konstaterat att risken för störningar i valutamarknaden är  
liten under rörlig växelkurs. Det finns heller ingen diskussion som pekar på  
att sådana störningar, om de skulle uppträda, allvarligt skulle försämra  
Riksbankens möjligheter att fullgöra sin uppgift.

Enligt min uppfattning, som bygger på att jag själv varit med i den här  
processen redan under mina år på Riksbanken, är den nuvarande ord-  
ningen en rest från en tid då statsskuldspolitiken hanterades som ett medel  
för penning- och valutapolitiken. Reformeringen av Riksbankens ställning  
och det nya styrsystem för statsskuldförvaltningen, i vilket riktlinjerna är  
en kärna, har markerat separationen mellan politikområdena. Det finns  
klara mål för både Riksbanken och Riksgäldskontoret, och vi har de medel  
vi behöver för att uppnå dem, oberoende av varandra. En ändring av regl-  
erna för kontorets valutaväxlingar vore den slutliga bekräftelsen på att se-  
parationen är lyckligt genomförd.