

Statsskulden och demografin

Erik Thedéen
Biträdande riksgäldsdirektör

Underlag för anförande på obligationsseminarium
arrangerat av Goldman Sachs,
12 oktober, 2004 Stockholm

Den förändrade demografiska situationen kommer att utsätta statsfinanser och pensionssystem för påfrestningar. Förberedelser i form av åtgärder för att stärka statsfinanserna och göra pensionssystemen robusta brådskar.

Ett viktigt bidrag inför den kommande åldersomställningen är att nu passa på att amortera på statsskulden så att balansräkningarna är starka. Det är därför bra att staten ställt upp ett överskottsmål på 2 procent för den offentliga sektorn över en konjunkturcykel. Tyvärr pekar dock regeringens egna prognoser på att målet inte kommer att nås under de närmaste fyra åren, dvs. 2004-2007. I genomsnitt ligger den offentliga sektorns finansiella sparande bara kring 0,7 procent av BNP under dessa år, trots att tillväxten antas bli i genomsnitt närmare 3 procent. Trots att svensk ekonomi är inne i en god konjunkturfasa så har vi långt kvar till målet. Vi borde snarare ligga något över tvåprocentmålet nu när ekonomin växer starkt för att kunna möta kommande budgetunderskott vid nästa lågkonjunktur. Borträknat pensionssystemet, som löper vid sidan om den ordinarie statsbudgeten, så uppvisar staten ett löpande underskott. Statsskulden beräknas öka i absoluta tal med närmare 200 miljarder kronor fram till 2007.

Det finns anledning att fråga sig om inte statsbudgetens saldo, vilket är det som på sikt avgör statsskuldens storlek, kommit för mycket i skymundan. I den politiska debatten har utgiftstaken blivit det centrala och det tycks ibland som om det är utgiftstaken som avgör statsfinansernas stabilitet. Att använda utgiftstak är disciplinerande för budgetprocessen och tvingar det politiska systemet till att långsiktigt minska snarare än att höja den statliga utgiftskvoten, något som är positivt. Men risken med att budgetsaldot tonas ned är att ofinansierade skattesänkningar och andra åtgärder som inte påverkar utgiftskvoten ökar. Vid utgången av 2007 ser det nu ut som staten kommer att ha haft budgetunderskott i fem år i rad. Och även om statsskuldkvoten väntas falla något så är utvecklingen sett utifrån den kommande demografiska omställningen oroande.

Det är lätt att glömma bort hur kostsamt det kan vara med en alltför hög statsskuld. Nu när räntorna är rekordlåga och statsskulden minskat så uppgår statsskuldräntorna bara till omkring 40 miljarder kronor. Men med en större skuld och mer normala statsskuldräntor kan räntekostnaderna snabbt bli den gökunge i statsbudgeten som den en gång beskrevs som. Så sent som år 2000 uppgick räntebetalningarna på statsskulden till 90 miljarder kronor.

En övergripande slutsats för statsskuldpolitiken, som vi också pekat på

för regeringen, är att den kommande demografiska omställningen är ett starkt skäl att minska statsskuldens storlek. Då står staten bättre rustad när andelen äldre i befolkningen stiger. Dessutom borde fler länder göra det Sverige redan inlett, nämligen reformera pensionssystemen.

Flera faktorer talar för att pensionssystemen kommer att bli alltmer ansträngda. (1) Andelen äldre i relation till den arbetsföra befolkningen ökar i västvärlden. (2) Medellivslängden stiger kontinuerligt; i Japan har den stigit med nästan 20 år sedan 1980. (2) Fertiliteten har sjunkit i utvecklade länder från 2,8 på 1950-talet till 1,7 under senare år.

Samtidigt har pensionssystemen utsatts för något som av vissa kallats ”the perfect storm”, dvs. en kombination av kraftigt fallande räntor, som ökat värdet på pensionssystemens åtaganden, och kraftigt fallande aktiekurser vilket dragit ner värdet på de tillgångar som byggts upp för att möta åtagandena.

Den reformering av pensionssystem som nu pågår runt om i västvärlden präglas av att staten tar ett mindre ansvar för pensionen. I stället läggs ansvaret över på företag och den enskilde. Dessutom har de gamla defined benefit -systemen visat sig vara riskabla för de företag och försäkringsbolag som utlovat garanterade ersättningsnivåer. Därför går utvecklingen alltmer mot defined contribution, dvs. den enskilde eller arbetsgivaren sparar i olika tillgångar och sen avgörs pensionsförmånen av avkastningen på detta sparande. Det svenska PPM-systemet är ett sådant exempel. Risken i pensionssparandet har således lyfts över från staten till arbetstagaren och företaget.

I de olika pensionssystemen går utvecklingen mot en mer realistisk värdering av skulderna, värderingen ska bero på marknadsräntan. För att matcha dessa skulder, vars värde kommer att variera med den långa räntan, spås pensionsfonder i ökad utsträckning söka efter långa obligationer.

Det förslag till nytt solvenssystem som bl.a. diskuteras på den här konferensen är ett exempel på detta. I förslaget diskuteras just hur den förutspådda ökningen av efterfrågan på långa obligationer ska hanteras och om det finns en risk att utbudet inte räcker till. Vi på RGK har i vårt remissvar diskuterat detta och tycker att utredningen överdriver risken för utbudsbrist. Låt mig utveckla detta. (Jag bortser från frågan hur den totala statsskuden utvecklas för att koncentrera mig på områden där Riksgäldskontorets agerande är av avgörande betydelse.)

Det är viktigt att först slå fast att ett av lagstiftningens syfte med ett nytt solvenssystem är att värna försäkringstagarnas kapitalvärdesskydd och då är långa obligationer det bästa instrumentet, eftersom dess värde följer värdet på bolagens pensionsskulder. Går man ifrån principen om matchning så ökar risken för försäkringstagaren. Det innebär inte att

pensionsbolag inte bör ha exempelvis aktier, men man bör vara tydlig med att detta innebär en ökad risk.

Låt oss anta att efterfrågan på långa obligationer stiger som följd av det nya förslaget och vi dessutom ser en liknande utveckling internationellt. Effekten blir att långa räntor faller; avkastningskurvorna kommer att bli flackare. Sker detta under ordnade former så är det inget som bör oroa vare sig lagstiftare eller marknadsaktörer. Det är bara en avspiegling av att det nya regelverket ger en mer korrekt syn på försäkringsspararnas syn på risktagande. Då faller de riskpremier som tidigare funnits på långa placeringar, vilket är naturligt och därför inte bör föranleda regelförändringar. Med andra ord kanske avkastningskurvor historiskt varit ”för” branta och då blir det konstigt – t.o.m. kontraproduktivt – om man med undantagsregler, som drivs av en rädsla för utbudsbrist, försöker styra tillgångsförvaltningen till mer riskfyllda placeringar.

Synen på utbud av obligationer är såväl i utredningen som i allmänna resonemang på marknaden ofta alltför statistiska. På samma sätt som efterfrågan kommer att variera över tiden beroende på bl.a. demografiska faktorer och regelförändringar, så kommer även utbudet att variera. Och variationen i utbudet av obligationer styrs såväl av det lånebehovet hos exempelvis staten och bostadsinstituten, som ränteutvecklingen, och då framförallt skillnaden mellan korta och långa räntor.

Låt mig först beskriva hur vi styr statsskuldspolitiken och hur förändrade marknadsvillkor påverkar vår inriktning. Vårt mål är att minimera räntekostnaden med hänsyn tagen till risken i förvaltningen. Eftersom avkastningskurvor historisk varit positivt lutande har det varit billigare att låna i korta löptider. Det är också därför som vi valt föreslå en kortare löptid på skulden i årets riktlinjeförslag; vi bedömer att med den lutning som avkastningskurvan har och bedöms ha i framtiden så är försäkringspremien hög för att låna i långa löptider.

Man bör dock hålla i minnet att det samlade utbudet av långa statsobligationer har ökat under senare år tack vare att andelen realobligationer ökat. Dessa har en längre löptid än nominella obligationer.

RGK lämnar förslag till riktlinjer varje år. En poäng med att uppdatera vår strategiska syn så pass ofta som varje år är att det ger oss möjlighet att anpassa inriktningen beroende på större förändringar i vår framtidsbedömning av marknaderna. Om exempelvis efterfrågan på långa obligationer blir så stark att avkastningskurvan blir väsentligt flackare eller t.o.m. negativt lutande, så ligger det i vårt uppdrag att fundera på om det inte vore rimligt att åter förlänga skulden. Skulle dessutom efterfrågan på realobligationer driva upp breakeven-inflationen kraftigt så talar kostnadsskäl för att vi ska öka andelen realobligationer. Poängen är att statsskuldspolitiken inte är statisk, den kommer att utformas beroende på

den marknadsmiljö som råder och bedöms råda i framtiden. Men politiken bör inte ändras för att någon *tror* att utbudet kommer att bli för begränsat. Efterfrågeökning bör tydligt synas i en räntenedgång innan vi kan ta hänsyn till det i vår strategi. Det är inte statsskuldspolitikens uppgift att sälja obligationer billigt till pensionsfonder för att deras matchning ska bli bättre. Istället bör de ta sina portföljbeslut och vi våra. Då kommer vi att mötas vid en räntenivå som accepteras av båda parter. Det är så marknader fungerar, statspappersmarknaden inkluderad.

Anta att avkastningskurvan skulle flacka kraftigt och att det skulle föranleda oss att höja durationen med, säg, ett år. Vad händer då med utbudet av långa obligationer? Bilden visar att vi med ett sådant beslut relativt snabbt skulle kunna förändra utbudssituationen; obligationsstocken ökar med 210 miljarder.

Även för realobligationer gäller att vi kan förändra utbudet genom att ta nya strategiska beslut. Men för realobligationer går det långsammare att förändra utbudet eftersom marknaden är tunnare och därmed mindre likvid.

Men det är inte bara statsobligationsmarknaden som kommer att förändras om prissättning på marknaden ändras. Utbudet av bostadsobligationer kommer sannolikt att skifta om avkastningskurvan blir flackare, dvs. skillnaden mellan korta och långa räntor minskar. Då väljer allt fler hushåll bundna räntor vilket tvingar bostadsinstituten att öka upplåningen i obligationer. Under senare år har vi sett ett skift i den andra riktningen; branta avkastningskurvor har lett till ökad andel rörliga bostadslån, vilket minskat upplåningen i obligationer. Men skiftet har varit snabbt och kan förväntas gå snabbt även åt andra hållet. Om vi bara leker med tanken att vi skulle gå tillbaka till relationen mellan rörliga och bundna lån som gällde för 8 år sedan, så skulle utbudet av långa bostadsobligationer öka med 330 miljarder från dagens nivå.

Förutom att emittenter som staten och bostadsinstituten kommer att förändra utbudet beroende på ränteläget så kommer även andra aktörer som inte direkt påverkas av de nya solvensreglerna att ändra sitt beteende. Om svenska räntor p.g.a. nya placeringsregler skulle utvecklas i strid med vad som är fundamentalt rimligt baserat på variabler såsom inflation, statsfinanser, tillväxt och annat så kommer exempelvis utländska aktörer och hedge fonder att sälja svenska obligationer. Det ökar utbudet och kommer att åter pressa tillbaka räntor till mer rimliga nivåer. För närvarande äger utlänningar ca 200 miljarder statsobligationer.

För att sammanfatta: Riksgäldskontorets strävan att minimera kostnaderna för statsskulden (med beaktande av risk) gör att utbudet av långa statspapper påverkas av efterfrågan. Detsamma gäller andra emittenter av

räntepapper. Resonemang på temat ”materialbrist” saknar därmed täckning i en dynamisk marknad.

Hur det totala utbudet på statspapper kommer att utvecklas spelar förstås också roll. Som jag noterade inledningsvis finns det goda skäl för staten – i Sverige och i andra länder – att reducera sin skuld för att bättre kunna möta kommande demografiska påfrestningar. Här finns det en annan dynamik. Om staten minskar sitt anspråk på sparande så vidgas utrymmet för andra emittenter att till konkurrenskraftiga villkor ge ut räntebärande värdepapper. Många placerare har vant sig vid att staten ska utgöra stommen i räntemarknaden till en sådan grad att det kan framstå som en självklar uppgift för staten att ha en stor mängd skuldinstrument utestående. Huruvida staten kommer att gå iland med att minska sin skuld återstår att se, men om så sker så ankommer det på placerarna att visa flexibilitet och förnyelseförmåga. Placeringsreglementen och marknadspraxis måste t.ex. kunna ändras.

Min tro och förhoppning är således att både emittenter och placerare förmår reagera på prissignaler. Ett motsatt synsätt vore att underkänna både mina gamla kollegor i emittentbranschen och mina blivande i fondbranschen. Proffsigheten på båda sidor är för stor för det.