

Statsskulden – ett begrepp med många ansikten

Statsskulden kan mätas på flera sätt. Beroende på hur man värderar de instrument som ingår i skulden och i vad mån man beaktar tillgångar kommer man fram till radikalt olika siffror. Störst betydelse har hur man hanterat statens tillgångar. Denna fråga blir viktigare ju större tillgångarna är, men den spelar också roll om tillgångarnas omfattning ändras snabbt. Sedan mitten av 2008 har Riksgälden hanterat ovanligt stora tillgångar. Dessa är nu i stort sett avvecklade, men under 2009 kan vi komma att få nya tillgångar av andra orsaker. I den här artikeln försöker vi reda ut vad detta betyder för den bild av statens finanser som man får av det officiella skuldmåttet och för hur statsskulden förvaltas.

Ett sätt att mäta statsskulden är att enbart beakta skulderna. Detta brukar kallas *bruttomått*. Så mäts skulden till exempel i EU-sammanhang. Det är också så det officiella skuldmått som Riksgälden redovisar är uppbyggt.

I andra sammanhang försöker man inkludera en större eller mindre del av statens tillgångar. På så sätt får man ett *nettomått*. Eftersom staten har betydande tillgångar och av många skilda slag, är spännvidden mellan olika nettomått mycket stor. För vissa ändamål är nettomåttet det mest relevanta, men inte för att beskriva Riksgäldens verksamhet. Vårt huvudansvar rör förvaltningen av skulden. Tillgångarna, till exempel aktier i statligt ägda bolag, hanteras i huvudsak i andra delar av staten.

Men även i statsskuld förvaltningen kan det hända att vi får hantera tillgångar. När vi tar upp större lån får vi ofta en betydligt mer pengar än vad som just då behövs för att täcka de löpande kassaunderskott som vi ska finansiera. Sådana större lån är vanliga vid valutaupplåning. Vi måste då hantera överskott under en kortare eller längre tid. Vårt åtagande gentemot återförsäljarna att repa ut statspapper vid kortfristiga bristsituationer innebär också att vi i praktiken lånar medel som kortsiktigt inte behövs i finansieringen.

Ett tredje exempel är upplåningen i statsskuldväxlar där det enligt vår lånepolicy alltid ska finnas minst fyra utestående löptider. För att dessa löptider ska ha en godtagbar likviditet måste vi ibland ge ut växlar som kortsiktigt inte motsvaras av ett finansieringsbehov. Till detta kan läggas tillgångar som uppstår i mitten av de flesta månader när skattebetalningarna görs. Det är då endast frågan om överskott under några dagar.

Dessa exempel belyser hur en kostnadseffektiv kassaförvaltning och åtgärder för att skapa likviditet i våra instrument innebär att det från tid till annan uppkommer överskott som förvaltas som tillgångar. Men det finns också exempel på överskott som är betydligt mer långfristiga.

Större skillnad mellan brutto och netto

Under 2008 fick vi större tillgångar än normalt, både i utländsk valuta och i kronor. Dels valde vi att låta betalningen för statens aktier i Vin & Sprit stå kvar i utländsk valuta för att täcka kommande förfall och räntebetalningar i valutaskulden. Dels fick vi tillgångar i samband med att vi gav ut stora volymer statsskuldväxlar under hösten 2008 eftersom de upplånade medlen placerades i bostadsobligationer.¹

De ovanligt stora tillgångarna har gjort att skillnaden mellan brutto och netto fått kvantitativ betydelse på ett annat sätt än tidigare. Därigenom har statsskulden som den officiellt mäts ökat utan att det motsvaras av en ökning av den egentliga skulden. Skulden enligt det officiella måttet var den 31 december 2008, 66 miljarder kronor större än den hade varit om vi bara lånat för att finansiera den egentliga skulden. Skillnaden under hösten 2008 var periodvis ännu större; i september var den till exempel 152 miljarder kronor.

Som framgår av avsnittet om statsfinanserna tidigare i den här rapporten har Riksgälden fått i uppdrag att ge lån i utländsk valuta till Svensk Exportkredit, Island och Lettland. Även utlåning till banker och fordonsföretag kan bli aktuell. Sådan utlåning betyder att upplåningsbehovet ökar, men staten får samtidigt tillgångar. Det ökar på nytt skillnaden mellan brutto- och nettoskuld. Men hur dessa tillgångar

¹ Dessa händelser beskrivs mer ingående i en artikel i Statsupplåning – prognos och analys, 2008:3.

hanteras i skuldmätningen påverkar också förvaltningen av statsskulden. I det sammanhanget uppstår vissa intressanta gränsdragningsfrågor.

I den här artikeln beskriver vi först hur det officiella skuldmåttet är konstruerat. Sedan diskuterar vi hur finansiella tillgångar påverkar skuldmåtten och skuldförvaltningen. Skuldmätning är ett stort ämne. Vi begränsar oss därför i huvudsak till mått som är aktuella för att beskriva Riksgäldens verksamhet. Noteras bör också att staten (via Riksgälden) som ett led i hanteringen av den finansiella krisen ökat sina garantiåtaganden, främst till banker. Garantier bör beaktas vid en analys av statens totala finansiella ställning, men det är inte aktuellt att inkludera dem i ett statskuldmått. De behandlas därför inte i den här artikeln.

Det officiella skuldmåttet

Statsskulden är en följd av att staten i förluten tid har gjort av med mer pengar än den fått in. Staten har därför sammantaget över åren behövt låna. För att ta reda på hur stor skulden är går det dock inte att utgå ifrån skillnaden mellan ut- och inbetalningar. Skuldmätning handlar om att ta reda på hur stora *framtida betalningsåtaganden* staten har. Skulden måste därför mätas med utgångspunkt i de finansiella låneinstrument som staten vid en viss tidpunkt har utestående.

Givet detta är de viktiga frågorna därför *vilka* låneinstrument som ska tas med och *hur* de ska värderas. Låt oss börja med hur det officiella skuldmåttet som vi redovisar för slutet av varje månad är definierat. Det måttet syftar till att beskriva statens finansiella bruttoskuld.

Den första frågan är alltså vilka instrument som räknas med. Riksgälden lånar i huvudsak genom att ge ut *räntebärande värdepapper* i kronor och i utländsk valuta. Det första och självklara steget vid beräkning av statsskulden är därför att summera värdet på våra utestående lån.

Men vi nöjer oss inte med att låna. Vi använder dessutom *derivatinstrument* av olika slag, till exempel terminer och swappar, för att påverka skulden. Vår skuldförvaltning bygger, enkelt uttryckt, på att vi lånar på det sätt som vi uppfattar som billigast och effektivast och sedan kompletterar med derivatinstrument för att få den skuldportfölj som bäst lever upp till målet för statsskuldförvaltningen: att långsiktigt minimera kostnaderna utan att ta för stora risker. Vi kan exempelvis ge ut ett långfristigt lån med fast ränta i kronor och sedan med hjälp av derivat se till att vi i slutändan får betalningsåtaganden i euro till variabel ränta.

För att få en korrekt bild av statsskuldens storlek (och sammansättning) måste man därför ta med även derivat-

instrument. Så mäts också skulden numera, men fram till 2003 ingick inte derivat i det officiella skuldmåttet.

Nominell värdering

Nästa fråga är hur de ingående låneinstrumenten värderas. I samband med förändringen av skullddefinitionen 2003 övergick vi till en enhetlig värderingsprincip. Sedan dess värderar vi (i huvudsak) instrumenten till vad som kallas *nominellt slutvärde*. Det innebär att låneinstrumentet har ett värde som motsvarar den summa vi ska betala på förfallodagen. För lån som tillhör den nominella kronskulden är det enkelt; ett lån på nominellt 100 kronor har ett värde på 100 kronor.

Staten har vid sidan av nominell kronskuld även valutaskuld och realskuld. Här förutsätter värderingen vissa ytterligare steg och antaganden.

Lån i utländsk valuta har (i allmänhet) ett fixerat nominellt slutvärde uttryckt i till exempel dollar eller euro. Men statskulden mäts ju i kronor, så för att räkna fram det nominella slutvärdet i kronor måste man ta hänsyn till växelkursen. Principen här är att vi använder den växelkurs som gäller vid värderingstidpunkten. Det betyder att när värdet på kronan i förhållande till de valutor som ingår i skulden ändras, så ändras också värdet på skulden. Sett utifrån att vi vill få fram slutvärdet på instrumentet kan detta tolkas som att vi antar att växelkursen när lånet förfaller kommer att vara densamma som den är vid värderingstidpunkten.

Realobligationer kännetecknas av att de har ett fixerat *real* slutvärde. Staten har således åtagit sig att vid lånets förfall betala ut en summa som har en viss köpkraft. Det åstadkommer vi genom att löpande räkna upp lånets värde med den registrerade inflationstakten (mätt med konsumentprisindex) i form av så kallad inflationskompensation. Vid värderingen av ett realt lån inkluderar vi den inflationskompensation som har ackumulerats fram till värderingstidpunkten.

Om man på nytt tolkar detta utifrån principen att vi vill fånga lånets nominella slutvärde betyder detta att vi antar att inflationstakten från värderingstidpunkten och fram till lånets förfall är noll. Det är analogt med hur vi ser på växelkursen, men ändå ett mindre oskyldigt antagande. För växelkursen mellan till exempel kronor och dollar är det ofta så att den lika gärna kan gå upp som ner och därför är antagandet om oförändrad kurs rimligt. För inflationen finns det däremot ett officiellt mål om 2 procents inflation och det framstår normalt som osannolikt att inflationstakten ska vara noll.

Ett alternativ vore att räkna upp värdet med 2 procent per år fram till förfallotidpunkten. Att vi valt att inte göra det beror bland annat på att den förändring av skullddefinitionen som gjordes 2003 också vägledades av att vårt skuldmått skulle överensstämma med hur skulden mäts i EU-

sammanhang.² Där är regeln just att man inte tar med framtida inflationskompensation och det fick därför bli styrande även för vårt mått.

Mått på detta sätt uppgick statsskulden den 31 december 2008 till 1 118,9 miljarder kronor. En sammanfattande beskrivning av det måttet finns i tabell 1.

Tabell 1. STATSSKULDEN

	<i>Miljarder kronor</i>
Nominell skuld i svenska kronor	639,2
Nominella obligationer	509,5
Ränte- och valutaswappar	-228,4
Statsskuldväxlar	139,0
Ränteswappar	133,6
Privatmarknad	80,8
Likviditetsförvaltningsinstrument, skulder	49,6
Likviditetsförvaltningsinstrument, tillgångar	-47,7
Valutaterminer i SEK m m	2,9
Real skuld i svenska kronor	207,3
Skuld i utländsk valuta	206,3
Obligationer m.m. i utländsk valuta	112,6
Valutaswappar	113,5
Likviditetsförvaltningsinstrument, tillgångar	-18,1
Valutaterminer i SEK m m	-1,7
Statens skuld inkl. Riksgäldens finansiella tillgångar	1 053,0
avräknas: Riksgäldens finansiella tillgångar	-65,9
Statsskuld, officiell	1 118,9

Den okonsoliderade statsskulden

Det här måttet kallas i vissa sammanhang *den okonsoliderade statsskulden*. Bakgrunden är att vissa statliga myndigheter har statsobligationer. Vill man få ett mått på hur stor skuld staten har till aktörer utanför staten är det rimligt att dra bort sådana myndighetsinnehav. I exempelvis budgetpropositionerna använder regeringen därför i första hand ett mått som kallas *konsoliderad statsskuld* där Riksgäldens skuldmått minskats med myndigheternas statspappersinnehav. De brukar uppgå till i storleksordningen 50 miljarder kronor.

Riksgälden föredrar (med regeringens goda minne) att redovisa ett skuldmått som är oberoende av huruvida de papper vi gett ut ägs av aktörer innanför eller utanför staten. En orsak till detta, utöver att det ger en bättre bild av vår verksamhet, är att information om myndigheternas innehav inte är tillgänglig lika snabbt och lika ofta som uppgifterna om våra utestående skuldinstrument. Den konsoliderade skulden kan således inte rapporteras varje månad och absolut inte bara fem arbetsdagar efter månadsens slut, på det sätt som vi gör med det officiella skuldmåttet.

² I EU-sammanhang riktas intresset mot ett mått som kallas *den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*. Där ingår, förutom staten, kommunerna och pensionssystemet. Vårt skuldmått är tänkt att visa statens bidrag till det måttet på den offentliga sektorns skuld.

Skuldmätning och tillgångar i praktiken

Det mått vi använder för att styra förvaltningen av statsskulden skiljer sig från det officiella, bland annat genom att det inkluderar tillgångar som vi hanterar inom statsskuldförvaltningen. Det betyder till exempel att om vi har kassatillgångar i kronor så minskar andelen nominell kronoskuld. Har vi kassatillgångar i utländsk valuta, minskar valutaandelen. Att vi inkluderar tillgångar beror inte minst på att det i annat fall skulle uppstå stora och missvisande svängningar i andelarna. Vi kunde då bli tvungna att göra transaktioner för att korrigera förändringar som saknar betydelse för statens kostnader och risker eller, vilket vore lika illa, inte kunna göra transaktioner som sänker kostnader och minskar risker.

Det här betyder till exempel att de valutatillgångar vi fick vid försäljningen av Vin & Sprit räknades av mot kommande förfall och räntebetalningar i utländsk valuta. De fungerade därmed som en slags förtida amortering på valutaskulden, vilket gjorde att valutaandelen minskade redan innan de gamla lånen återbetalades.

Den ökade volymen statsskuldväxlar motsvarades av tillgångar i form av bostadsobligationer. Genom att vi med det mått som styr statsskuldförvaltningen räknade av tillgångarna påverkades inte skuldandelarna. Eftersom vi dessutom placerade de extra tillgångarna så att de skulle förfalla vid samma tidpunkt som de extra växlarna påverkades heller inte skuldens löptid.

Den övriga skuldförvaltningen fortsatte alltså som om inget hade hänt, vilket var ändamålsenligt. Vi slapp till exempel justera löptiden i den reguljära nominella kronoskulden, som i annat fall hade blivit alltför kort i och med att vi ökade andelen kort upplåning. När de extra statsskuldväxlarna förfaller ligger skulden kvar på samma riktvärden som tidigare, utan att vi behöver göra några ytterligare transaktioner.

Nya tillgångar väcker nya frågor

Även om de här tillgångarna tillkom på grund av extraordinära förhållanden ingick de i den reguljära statsskuld-förvaltningen. Framöver väntar nya extraordinära transaktioner. Bland annat kommer vi att få ansvar för att ge lån i utländsk valuta på ett sätt som vi inte tidigare har gjort. Riksdagen har beslutat att ge Svensk Exportkredit en låneram på 100 miljarder kronor. Dessutom kommer staten att ge lån i utländsk valuta till Island och Lettland. Det är fråga om långfristiga lån med löptider på uppemot tio år eller mer. Hur stora belopp det totalt kan bli fråga om är oklart, men det är oundvikligt att vi kommer att behöva öka upplåningen i utländsk valuta för att kunna ge dessa lån.

Även upplåningen i kronor kommer att påverkas av transaktioner som har att göra med att staten ger lån eller

skaffar sig andra tillgångar. Ett exempel är att regeringen beslutat att Riksgälden ska kunna ge kapitaltillskott till banker på upp till 50 miljarder kronor. Undsättningslån till fordonsindustrin är ett annat.

Gemensamt för dessa transaktioner är att den ökade upplåningen används för att finansiera utlåning (eller aktieköp). Staten får alltså tillgångar, som förvaltas av Riksgälden. Hur kommer då dessa transaktioner att påverka statsskulden?

Svaret är enkelt när det gäller det officiella skuldmåttet. Eftersom det inte tar hänsyn till tillgångar, ökar skulden oavsett vad de upplånade medlen används till. Däremot kommer skillnaden att öka mellan statens bruttoskuld och den finansiella nettoskulden; se tabell 1 på sidan 2.

Effekter på skuldförvaltningen

Vi kommer att räkna utlåningen till Svensk Exportkredit, Island och Lettland som tillgångar vid beräkningen av valutaandelen, på samma sätt som vi hanterar mer kortfristiga valutatillgångar. Detta är i linje med hur vi tidigare hanterat tillgångar, till exempel de bostadsobligationer som Riksgälden fick i samband med omläggningen av pensionsystemet. Valutaandelen kommer därmed inte att påverkas av hur stora valutalån vi tar för att finansiera vidareutlåning. Följaktligen kommer den övriga upplåningen i utländsk valuta heller inte att påverkas.

Denna tillämpning av principen att ta hänsyn till tillgångar gör att statens exponering för valutarisk i princip är opåverkad av att vi lånar för att låna vidare i utländsk valuta. Det framstår som rimligt sett utifrån målet att skuldförvaltningen ska bedriva med hänsyn till risk.

Det är också ändamålsenligt utifrån målet att få en effektiv skuldhantering. Om vi inte tog hänsyn till att staten får tillgångar i utländsk valuta, skulle vi, om till exempel Svensk Exportkredit utnyttjar sin låneram, behöva dra ner vår övriga valutaupplåning och öka upplåningen i kronor i motsvarande grad. Det skulle göra vår kronupplåning svårförutsebar, vilket med all sannolikhet skulle höja statens lånekostnader. Den andra sidan är att vår upplåning i utländsk valuta blir mer variabel. Men i allmänhet är det lättare att variera upplåningen i utländsk valuta, eftersom vi på dessa marknader är en mindre aktör och det finns fler låneinstrument som vi kan använda oss av.

Hur bör man då se på tillgångar i kronor, till exempel kapitaltillskott till banker eller undsättningslån till fordonsindustrin? Här är svaret mindre entydigt.

Å ena sidan kan man, med samma argument som ovan, säga att om staten får långfristiga fordringar och de finansieras med långfristiga skulder har inget hänt med riskexponering (bortsett från eventuella kreditrisker i de aktuella tillgångarna).

Alltså borde den övriga skuldförvaltningen fortsätta som om inget hade hänt. Detta talar för att räkna av även den typen av tillgångar, i synnerhet om det är lånefordringar som ger staten räntor och återbetalningar enligt samma princip som våra egna lån. Beräkningen av skulden exklusive vidareutlåning i avsnittet om budgetsaldot bygger på det synsättet.

Å andra sidan har staten, som framgått ovan, redan tidigare stora finansiella tillgångar, vilka inte har någon direkt inverkan på statsskuldförvaltningen. En indirekt effekt finns genom att riktlinjerna för statsskuldförvaltningen påverkas av statens totala finansiella ställning. Stora finansiella tillgångar gör statsfinanserna mer robusta och lämnar (allt annat lika) utrymme för högre risktagande i statsskuldförvaltningen.

Detta samband bygger dock på kvalitativa bedömningar och ger inga kvantitativa effekter på den löpande skuldförvaltningen. Därför vore det märkligt att inkludera just dessa tillgångar, särskilt om det är frågan om aktietillgångar, i det mått som används för att styra vårt agerande inom ramen för givna riktlinjer. Att tillgångarna formellt läggs i Riksgäldens balansräkning bör inte ha någon betydelse för principfrågan, eftersom det är en följd av organisatoriska beslut, utan statsfinansiell betydelse. Att regeringen till exempel valt att göra Riksgälden till stödmyndighet för banker i kris bör inte påverka hur statsskulden förvaltas.

Detta resonemang väcker samtidigt en större fråga: Är den traditionella gränsdragningen för vilka skulder och tillgångar som inkluderas i den löpande skuldförvaltningen ändamålsenlig?

Denna fråga har aldrig analyserats särskilt ingående. En förklaring är måhända att så länge storleken på tillgångarna inte ändras nämnvärt så räcker de överväganden kring statens förmåga att bära risk som görs i de årliga riktlinjebesluten. Därmed kan vi utgå från de skuldinstrument vi skapar och de tillgångar vi själva hanterar i skuldförvaltningen, vilket avsevärt förenklar den löpande hanteringen av skulden.

I den situation svensk ekonomi nu befinner sig ändras både skulder och tillgångar snabbt. Men sannolikt är det även i sådan situation en alltför ambitiös tanke att med hjälp av utformningen av skuldmåttet försöka bygga in automatiska anpassningar i styrningen av statsskulden. En sådan automatisk styrning riskerar att blir trubbig och kan väl tänkas föra statsskulden i fel riktning sett utifrån målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Ändras förutsättningarna i grunden är det snarare riktlinjerna för förvaltningen av skulden som bör omprövas. Vad det skulle kunna tänkas innebära i den nuvarande situationen är dock en fråga för diskussion i ett annat sammanhang.

*Lars Hörngren
Chefsekonom*