

Yttrande

Dnr 2017-054

28 april 2017

Finansdepartementet  
103 33 Stockholm

## Yttrande om regeringens utkast till lagrådsremiss Riksbankens finansiella oberoende och balansräkning

Fi2017/01329/B

### **SAMMANFATTNING**

1. Regeringens förslag innebär att Riksbankens valutareserv ska minska och att Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken avvecklas. Som en följd av dessa åtgärder väntas Maastrichtskulden på sikt att minska med mellan 4 och 5 procent av BNP. Avvecklingen av Riksbankens valutalån får därmed betydelse för det ramverk för de offentliga finanserna som Överskottsmålskommittén föreslagit. Kommittén förordade i sitt betänkande att överskottsmålet kompletteras med ett riktvärde för Maastrichtskulden, ett så kallat skuldankare, på 35 procent av BNP. Enligt förslaget ska regeringen, i en särskild skrivelse till riksdagen, förklara avvikelser från skuldankarets nivå som är större än 5 procent av BNP. Enligt Konjunkturinstitutets nuvarande bedömning av offentlig sektors finansiella sparande väntas Maastrichtskulden, om Riksbankens valutalån återbetalas, på sikt sjunka under 30 procent av BNP. För att skuldankaret ska kunna fylla den funktion som avsågs i Överskottsmålskommitténs betänkande bör skuldankaret därför justeras ned till 30 procent av BNP eller lägre.
2. Konjunkturinstitutet gör ingen bedömning av hur stor valutareserv som behövs för att Riksbanken ska kunna fullfölja sina åtaganden. Om valutareserven minskas är det lämpligt att regeringen även vidtar åtgärder som begränsar bankernas finansiering i utländsk valuta och därmed statens implicita åtagande. Dessa åtgärder skulle kunna ta formen av ett system för avgifter på bankernas upplåning i utländsk valuta.
3. Om Riksbankens möjligheter att förstärka valutareserven i förebyggande syfte begränsas till ett visst belopp bör detta belopp räknas upp med inflationen plus den ekonomiska tillväxten.
4. Ett syfte med regeringens förslag om en målsatt nivå för Riksbankens egna kapital är att avkastningen på detta kapital ska säkerställa att banken kan finansiera sin verksamhet. För Konjunkturinstitutet är det dock oklart om den föreslagna nivån, 60 miljarder kronor, är tillräckligt hög för att långsiktigt garantera Riksbankens finansiella oberoende. Konjunkturinstitutet förordar därför, liksom Flamutredningen, en ordning där den målsatta nivån revideras upp om värdet av den utelöpande stocken av sedlar och mynt faller under en viss förutbestämd nivå.

## **ÅTERBETALNING AV RIKSBANKENS VALUTALÅN OCH RAMVERKET FÖR DE OFFENTLIGA FINANSERNA**

Regeringens förslag innebär att Riksbankens valutareserv ska minska och att Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken avvecklas. Som en följd av dessa åtgärder väntas den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld (Maastrichtskulden) på sikt att minska med mellan 4 och 5 procent av BNP.<sup>1</sup> Att valutalånen löses innebär dock ingen förändring av den offentliga sektorns nettoförmögenhet. När lånen avvecklas kommer Riksbankens valutareserv att minska med 257 miljarder kronor och Maastrichtskulden kommer att sjunka med motsvarande belopp.

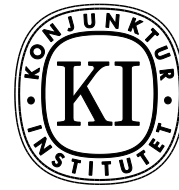
Eftersom transaktionerna påverkar Maastrichtskulden får de även konsekvenser för det nya ramverk för de offentliga finanserna som Överskottsmålskommittén föreslog i sitt betänkande (SOU 2016:67). Kommittén förordade att överskottsmålet fastställs till en tredjedels procent av BNP och att överskottsmålet kompletteras med ett riktvärde för Maastrichtskulden, ett så kallat skuldankare, på 35 procent av BNP. Skuldankaret är inte ett operativt mål utan dess syfte är att ge ramverket en förstärkt koppling till finanspolitisk hållbarhet. Skuldankaret bidrar till förstärkt hållbarhet bland annat genom att ge ramverket ett minne. Om det uppkommer systematiska avvikelser från överskottsmålet, exempelvis att man oftare överskrider än underskrider överskottsmålet, kommer skulden på sikt att bli högre än förväntat och den faktiska nivån på bruttoskulden kommer att avvika från skuldankarets nivå. Om bruttoskulden avviker mer än 5 procent från skuldankaret ska regeringen skicka en särskild skrivelse till riksdagen. Skrivelsen ska innehålla en redogörelse för orsakerna bakom avvikelsen och regeringens plan för hur denna ska hanteras.

För att Överskottsmålskommitténs förslag om ett skuldankare ska få avsedd effekt är det viktigt att nivån på skuldankaret är förenligt med överskottsmålet: om överskottsmålet uppfylls ska man kunna förvänta sig att Maastrichtskulden på sikt hamnar nära skuldankaret. I kommitténs betänkande diskuteras den omständighet att andra faktorer än offentlig sektors sparande, däribland Riksbankens valutalån, kan påverka skulden. Slutsatsen är att så länge det inte finns någon systematik i dessa övriga faktorerers påverkan på skulden är det rimligt att anta att skulden trendmässigt har ett tydligt samband med sparandet. Samtidigt utgör förekomsten av sådana faktorer ett skäl till varför kommittén valt ett ganska brett intervall på +/- 5 procent av BNP för när regeringen ska vara skyldig att avge en särskild skrivelse till riksdagen. Sammanfattningsvis kan man alltså konstatera, å ena sidan, att det föreslagna ramverket för de offentliga finanserna förutsätter en överensstämmelse mellan överskottsmål och skuldankare. Å andra sidan måste det finnas en flexibilitet i tolkningen av avvikelser mellan faktisk skuldnivå och skuldankaret, bland annat eftersom skuldnivån kan påverkas av andra faktorer än sparandet. Innebär då regeringens förslag om att Riksbankens valutalån ska lösas ett skäl att justera nivån på skuldankaret?

Man kan tänka sig en ordning där regering och riksdag helt enkelt håller fast vid kommitténs förslag på nivå för skuldankaret, och att man noterar den förväntade avvikelsen. När regeringen senare i den särskilda skrivelsen till riksdagen redogör för den avvikelse som uppstått, då tar man hänsyn till att bruttoskulden redan i utgångsläget förväntades bli betydligt lägre än skuldankaret. Mot detta alternativ talar det faktum att kopplingen mellan överskottsmål och skuldankare då blir mindre tydlig.

---

<sup>1</sup> Riksbanken har i omgångar förstärkt valutareserven via upplåning. Upplåningen har gått till så att Riksgälden har tagit upp lån i utländsk valuta och dessa tillgångar har sedan vidareutlånats till Riksbanken. Proceduren har inneburit att statskulden har ökat och att staten samtidigt har fått en fordran på Riksbanken på motsvarande belopp.



Ett andra skäl som talar emot ett bibehållet skuldankare är storleken på de belopp som här diskuteras. Eftersom Riksbankens lån i Riksgälden motsvarar cirka 5 procent av BNP är det redan i utgångsläget troligt att Maastrichtskulden på sikt hamnar nära eller under 30 procent av BNP, som utgör den undre gränsen för det intervall som Överskottsmålskommittén föreslagit.

En annan omständighet som är relevant i sammanhanget är hur avvecklingen av Riksbankens valutalån påverkar storleken på de säkerhetsmarginaler som finns tillgängliga i händelse av en kris. Vid bedömningen av säkerhetsmarginalerna bör man beakta både storleken på statens låneutrymme och storleken på valuta-reserven. När Överskottsmålskommittén gjorde bedömningen att en Maastrichtskuld på 35 procent av BNP gav rimliga säkerhetsmarginaler, då förfogade Riksbanken över en valuta-reserv som var betydligt större än vad som blir fallet om Riksbanken nu tvingas att avveckla sina valutalån. Valuta-reserven är avsedd att användas i händelse av en kris, i första hand för att ge likviditetsstöd i utländsk valuta till svenska banker. När valuta-reserven minskar är det rimligt att målnivån för Maastrichtskulden sänks med motsvarande belopp, eftersom en lägre Maastrichtskuld rimligtvis innebär att statens låneutrymme ökar i motsvarande grad. Detta skulle således innebära att summan av låneutrymme och valuta-reserven hålls konstant. Mot denna bakgrund blir Konjunkturinstitutets bedömning att även behovet av säkerhetsmarginaler i händelse av en kris utgör ett skäl att justera ned skuldankaret. Om det i framtiden skulle bedömas vara lämpligt att avsevärt utöka valuta-reserven via lån i Riksgälden, och om Maastrichtskulden då befinner sig på betryggande avstånd från de krav som föreskrivs i stabilitets- och tillväxtpakten, borde skuldankaret revideras upp med ett motsvarande belopp.

Avslutningsvis är det värt att beakta att de offentliga finanserna under det senaste året har utvecklats betydligt bättre än väntat. I maj 2016 presenterade Konjunkturinstitutet, på uppdrag av Överskottsmålskommittén, beräkningar av långsiktiga scenarier för den offentliga sektorns finanser under ett antal olika antaganden.<sup>2</sup> De då aktuella prognoserna för svensk ekonomi och för den offentliga sektorns finanser indikerade att ett genomsnittligt sparande på en tredjedels procent av BNP från 2019 och framåt skulle innebära att Maastrichtskulden sjönk ned mot 35 procent av BNP år 2026. År 2026 är det år då överskottsmål och skuldankare enligt förslaget ska utvärderas och ses över. Under det senaste året har emellertid Konjunkturinstitutet och flera andra prognosinstitut överraskats av styrkan i den svenska konjunkturutvecklingen och av utfallen för det offentliga sparandet. Våra prognoser för tillväxt och offentligt sparande har därför reviderats upp och Maastrichtskulden bedöms år 2026 närma sig 30 procent av BNP. Denna bedömning tar inte hänsyn till förslaget om avveckling av Riksbankens valutalån.

Konjunkturinstitutet bedömer, sammanfattningsvis, att Riksbankens återbetalning av valutalånen till Riksgälden utgör ett skäl att välja en lägre nivå för skuldankaret, jämfört med Överskottsmålskommitténs förslag från i september i fjol. I det föreslagna ramverket för de offentliga finanserna utgör överskottsmålet det överordnade och operativa målet. Syftet med skuldankaret är att stärka ramverkets koppling till finanspolitisk hållbarhet, bland annat genom att skuldankaret fungerar som ett minne för hur sparandet har utvecklats. Ett skuldankare på 30 procent av BNP skulle innebära en bättre överensstämmelse med överskottsmålet, jämfört med ett riktvärde på 35 procent av BNP. Den lägre statsskuld som nu prognosti-

---

<sup>2</sup> Se Specialstudie 52, "Rapportering till Kommittén om översyn av målet för det finansiella sparandet", från maj 2016.

seras för 2019, det år då man avser att införa den nya nivån på överskottsålet och skuldankaret, kan därutöver motivera att skuldankaret läggs på en nivå under 30 procent av BNP.<sup>3</sup>

#### **NYA BESTÄMMELSER OM UPPLÅNING TILL VALUTARESERVEN OCH STATENS IMPLICITA ÅTAGANDE OM LIKVIDITETSSTÖD I UTLÄNSK VALUTA**

Regeringen föreslår, utöver att Riksbankens valutareserv ska minska, nya bestämmelser som rör Riksbankens möjlighet att återställa valutareserven i den händelse att delar av reserven har tagits i anspråk för att ge likviditetsstöd i utländsk valuta. Regeringen föreslår även en begränsning av Riksbankens rätt att i förebyggande syfte förstärka valutareserven via lån hos Riksgälden.

Konjunkturinstitutet gör ingen bedömning av hur stor valutareserv som behövs för att Riksbanken ska kunna fullfölja sina åtaganden. Liksom i ett tidigare remissvar på Flamutredningens betänkande (SOU 2013:9) vill Konjunkturinstitutet framhålla att Riksgäldens möjlighet att låna upp utländsk valuta aldrig är obegränsad. Statens möjligheter att via lån tillhandahålla likviditetsstöd i utländsk valuta till banksystemet är alltså begränsad på ett sätt som inte gäller Riksbankens möjlighet att tillhandahålla likviditetsstöd i svenska kronor. Det är därför möjligt att statsmakterna, i en allvarlig krissituation, tvingas göra avvägningar mellan banksystemets behov av likviditetsstöd i utländsk valuta och statens övriga behov av finansiering. För att undvika ett sådant scenario ligger det i statens intresse att bidra till en incitamentsstruktur där svenska banker, vid upplåning i utländsk valuta, internaliserar de samhällsekonomiska kostnader som kan uppstå. Ett system med avgifter på bankernas upplåning i utländsk valuta är ett sätt att åstadkomma en sådan incitamentsstruktur och ett sådant system skulle bidra till att statens implicita åtagande att tillhandahålla stöd i utländsk valuta begränsas.

Regeringen föreslår att Riksbankens rätt att förstärka valutareserven i förebyggande syfte via lån i Riksgälden begränsas till 50 miljarder kronor, och att detta belopp årligen räknas upp med förändringen i konsumentprisindex. Om förslaget genomförs bör regeringen även vidta åtgärder som begränsar statens implicita åtagande att tillhandahålla stöd i utländsk valuta. De exakta formerna för hur detta ska åstadkommas bör utredas.<sup>4</sup> Konjunkturinstitutet anser dessutom att det maximala beloppet, om det införs, bör räknas upp med inflationen plus den ekonomiska tillväxten. Uppräkningen kan exempelvis baseras på den årliga procentuella förändringen i BNP i löpande pris. Regeringens förslag, att uppräkning sker endast med inflationen, kommer med stor sannolikhet att innebära att det maximala beloppet sjunker trendmässigt i förhållande till BNP. Konjunkturinstitutet bedömer det som mindre troligt att banksystemets efterfrågan på lån i utländsk valuta, uttryckt som andel av BNP, kommer att sjunka trendmässigt. En uppräkning som endast tar hänsyn till inflationen riskerar därför att på sikt urholka Riksbankens möjligheter att ge stöd till svenska banker.

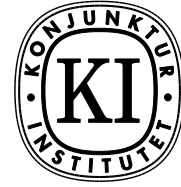
#### **RIKSBANKENS FINANSIERING PÅ LÅNG SIKT**

Utgångspunkten för regeringens bedömning av Riksbankens kapitalbehov är att det egna kapitalet ska vara tillräckligt för att finansiera Riksbankens verksamhet och för att täcka eventuella förluster som uppstår. I dagsläget har banken två huvudsakliga källor till egen finansie-

---

<sup>3</sup> En låg skuld kan innebära att likviditeten på marknaden för statspapper försämrars. En betydande nedrevidering av skuldankaret skulle därför, i kombination med Riksbankens omfattande köp av statspapper, kunna innebära att marknads funktionssätt försämrars. Denna fråga har inte beaktats i den här föreliggande bedömningen av vad som är en lämplig nivå på skuldankaret. Eventuella risker förknippade med dålig likviditet bör enligt Konjunkturinstitutet inte påverka bedömningen av vad som är en lämplig nivå på överskottsålet.

<sup>4</sup> Bankernas upplåning i utländsk valuta kan begränsas även på andra sätt än via avgifter, exempelvis genom den existerande regleringen med krav på likviditetsbuffertar i utländsk valuta.



ring, det egna kapitalet och monopolet på sedelutgivning, vilka tillsammans genererar intäkter som med god marginal täcker verksamhetens kostnader. Med regeringens förslag om ett målsatt och värdesäkrat eget kapital om 60 miljarder kronor är det sannolikt att banken under flera år framöver kommer att ha intäkter som är tillräckliga för att finansiera verksamheten. Såvitt Konjunkturinstitutet kan bedöma är det emellertid mer oklart om regeringens förslag garanterar ett finansiellt oberoende även på längre sikt. Om allmänhetens efterfrågan på kontanter fortsätter att minska i den takt som uppmäts under senare år kommer sannolikt intäkterna från sedelmonopolet att sjunka påtagligt. I ett sådant scenario kan Riksbankens intäkter på sikt bli otillräckliga för att täcka verksamhetens kostnader, om dessa fortsätter att ligga kvar på ungefär nuvarande nivå. Konjunkturinstitutet delar regeringens bedömning att sedelmängden inte kan jämföras med eget kapital, men ser däri inget tydligt skäl att bortse från förväntade förändringar i seignoraget då Riksbankens behov av eget kapital ska bestämmas. Konjunkturinstitutet förordar därför, liksom Flamutredningen, en ordning där den målsatta nivån på det egna kapitalet revideras upp om värdet av den utelöpande stocken av sedlar faller under en viss förutbestämd nivå.

Beslut i detta ärende har fattats av generaldirektör Urban Hansson Brusewitz. Föredragande har varit Henrik Lundvall. I beredningen har även Markus Sigonius deltagit.

Urban Hansson Brusewitz

Henrik Lundvall