

2013-01-22

Upplåning för att tillgodose Riksbankens behov av valutareserv

Förslag till styrelsebeslut: Styrelsen ger riksgäldsdirektören mandat att för Riksbankens räkning ta upp lån i utländsk valuta på motsvarande maximalt 200 miljarder kronor för att tillgodose bankens behov av valutareserv. Det innebär en utvidgning av det tidigare mandatet för vidareutlåning till Riksbanken med 100 miljarder kronor.

Riksgäldsdirektören bemyndigas även att fatta de beslut, inklusive överenskommelser med Riksbanken, som krävs för att hantera vidareutlåningen på ett ändamålsenligt sätt, bl.a. med hänsyn till hur den löpande refinansieringen av lån för Riksbankens räkning ska skötas.

För att informera regeringen om Riksgäldens syn på det nuvarande regelverket ska underlaget till beslutet överlämnas till Finansdepartementet för kännedom.

1 Ärendet och promemorians innehåll

Riksgälden mottog den 12 december 2012 en begäran från Riksbanken om lån i utländsk valuta i syfte att förstärka valutareserven med motsvarande 100 miljarder kronor. Denna begäran innebär ett tillskott i förhållande till den förstärkning av valutareserven med likaledes 100 miljarder kronor som skedde 2009.

Riksbanken hänvisar i sin begäran till en oro för att den nuvarande valutareserven ska vara otillräcklig för att Riksbanken vid en kris kunna ge de svenska bankerna tillräckligt likviditetsstöd i utländsk valuta. Banken hänvisar även till den svenska statens åtagande att ge lån till Internationella valutafonden (IMF). Dessa lån förmedlas via Riksbanken och kan därför komma att ta medel i valutareserven i anspråk.¹

I denna promemoria redovisas de legala och principiella förutsättningarna för Riksgäldens utlåning till Riksbanken. Den analysen utmynnar i slutsatsen att Riksgälden i nuvarande läge ska tillmötesgå Riksbankens begäran.

Promemorian börjar dock med en återblick på den diskussion om behovet av valutareserv som förts mellan Riksgälden och Riksbanken sedan krisen 2008–2009. Därefter kommenteras den scenarioanalys som ligger till grund för Riksbankens begäran. Slutsatsen är att scenarierna inte ger tillräckliga skäl för att öka valutareserven.

¹ Riksbankens beslut (med en bilaga) finns som bilaga till den här promemorian.

Detta leder till slutsatsen att nuvarande beslutsordning är olämplig. Det behövs ett tydligare ramverk för hur beslut om valutareservens storlek ska fattas och på vilka grunder. Riksgälden ser därför fram emot den översyn av regelverket som regeringens särskilda utredare kommer att lägga fram i slutet av januari 2013.

2 Förstärkningen av valutareserven 2009

Under finanskrisen 2008–2009 krävdes stora insatser från statens sida för att genom olika former av likviditetsstöd bevara den finansiella stabiliteten. Inte minst var det nödvändigt att stötta bankernas finansiering i utländsk valuta. Så skedde dels via utlåning från Riksbanken, dels via det garantiprogram för bankers värdepappersupplåning som hanterades av Riksgälden. Som mest tillhandahöll staten motsvarande 450 miljarder kronor i valutastöd, varav omkring hälften kom från Riksbanken och hälften från Riksgälden.

Garantiprogram ställer inte några omedelbara krav på statliga finansiella resurser. Sådana krävs först om en garanti måste infrias. Riksbankens utlåning i utländsk valuta förutsätter däremot att banken har tillgång till utländsk valuta. Under 2008–2009 togs huvuddelen fram genom att Riksbanken fick låna dollar via swappavtal med den amerikanska centralbanken Federal Reserve, men även delar av den befintliga valutareserven togs i anspråk. När det informella samrådet om behovet av förstärkning av valutareserven genom lån från Riksgälden inleddes i början av 2009 hade Riksbanken använt omkring 65 miljarder kronor av valutareserven.

Riksgälden bedömde på grundval av diskussionerna med Riksbanken att det var lämpligt att återställa Riksbankens valutareserv till ursprunglig nivå för att säkerställa att dess resurser att ge ytterligare stöd hölls intakta. Styrelsen beslutade därför i april 2009 att ge riksgäldsdirektören mandat att låna upp motsvarande 65 miljarder kronor för vidareutlåning till Riksbanken. Vid denna tidpunkt hade någon formell begäran om förstärkning av valutareserven inte framförts från Riksbankens sida, men genom att riksgäldsdirektören hade detta mandat var vi redo att inför den begäran vi antog skulle komma snabbt genomföra den nödvändiga upplåningen.

Under det fortsatta samrådet framkom att Riksbanken önskade förstärka valutareserven med mer än vad som motsvarade att återställa den till ursprunglig nivå. Den diskussionen utmynnade i en begäran från Riksbanken om en förstärkning med 100 miljarder kronor som Riksgäldens styrelse beslutade att tillmötesgå. Besluten offentliggjordes genom samordnade pressmeddelanden den 27 maj 2009.

Enligt Riksbankens beslut skulle valutareserven normaliseras när stödinsatserna hade avslutats. Med hänsyn till den kvarstående osäkerheten i de internationella finansmarknaderna valde Riksbanken att behålla den större valutareserven. Riksgälden har inte sett några problem med detta med tanke på de starka svenska statsfinanserna och de begränsade lånebehov som staten i övrigt har haft under de senaste åren. Utlåningen till Riksbanken har under den aktuella perioden inte konkurrerat med andra behov. Dessutom var en översyn av reglerna kring valutareserven på gång.

3 Diskussion om en kompletterande överenskommelse

Diskussionen mellan Riksgälden och Riksbanken om formerna för förstärkning av valutareserven fortsatte. Det utmynnade i ett förslag om en överenskommelse som skulle precisera villkoren för när Riksgälden skulle låna ut valuta till Riksbanken när delar av den befintliga reserven tagits i anspråk. Syftet var att ge tydligare ramar för utlåning för att återställa valutareserven. Som basnivå för återställande sattes i förslaget valutareserven vid årsskiftet 2009–2010, dvs. inklusive tillskottet under 2009. Utgångspunkten var vidare att om Riksbanken använt 25 miljarder kronor eller mer av valutareserven skulle Riksgälden inom tio bankdagar låna upp och till Riksbanken låna ut motsvarande belopp för att återställa den till basnivån.

Riksgälden såg överenskommelsen som ett förtydligande av det uppdrag som vi har enligt budgetlagen, inte som ett nytt eller vidgat åtagande. Styrelsen beslutade därför i februari 2010 att ge riksgäldsdirektören mandat att ingå en överenskommelse med Riksbanken om återställande av valutareserven. Diskussionerna inom Riksbanken fortsatte under en tid. Under hand fick vi så småningom besked om att Riksbanken valt att inte föra upp frågan till beslut.

4 Diskussion om ytterligare förstärkning

Sedan frågan om överenskommelsen fallit bort från dagordningen hade Riksgälden och Riksbanken inte några ytterligare diskussioner om förstärkning av valutareserven. I juli 2012 tog dock Riksbanken initiativ till ett möte mellan riksbanksledningen och Riksgäldens verksledning.

På mötet informerade Riksbanken om att de gjort scenarioanalyser som ledde till slutsatsen att valutareserven borde förstärkas med 100 miljarder kronor. Riksgälden ifrågasatte den bedömning som Riksbanken presenterade och därmed behovet av att i rådande läge förstärka valutareserven (se vidare nedan). Vi hänvisade till det tidigare förslaget om en överenskommelse om upplåning för att vid behov återställa valutareserven som en billigare och mer ändamålsenlig lösning. Några dagar efter mötet gav vi dessutom Riksbanken en konkret beskrivning av hur vi avser att gå till väga för att inom tio bankdagar låna upp 100 miljarder kronor i utländsk valuta om så skulle krävas för att återställa valutareserven.

Några ytterligare kontakter i frågan togs sen inte förrän i december. Då meddelade riksbankschefen riksgäldsdirektören att Riksbankens direktion beslutat att begära en förstärkning av valutareserven. Riksbanken offentliggjorde beslutet två dagar senare.

5 Behovet av att nu förstärka valutareserven

Den analys som ligger till grund för Riksbankens begäran redovisas i en bilaga till direktionens beslut. Där beskrivs ett antal scenarier som kännetecknas av extrem likviditetsstress för bankerna. Riksbanken anger att scenarierna har liten sannolikhet, men är ”relevanta eftersom valutareserven ska försäkra mot just händelser som är osannolika men inte uteslutna”. De situationer som målas upp är långt värre än det stressscenario

som Finansinspektionen använder för likviditetstäckningskravet (LCR), som i sin tur bygger på modellen i den preliminära Basel III-överenskommelsen. Det scenariot är i sin tur värre än det läge som uppstod för de svenska bankerna 2008–2009. Till detta kommer att IMF antas ta i anspråk delar av eller hela den låneram i utländsk valuta som Sverige åtagit sig att ställa till IMF:s förfogande.

Det skulle föra för långt att analysera Riksbankens bedömningar. Några kommentarer rörande antaganden med direkt koppling till Riksgäldens verksamhet är dock på sin plats.

För det första antar Riksbanken att bankerna inte har möjlighet att emittera statsgaranterade värdepapper. Någon grund för antagandet att ett statligt garantiprogram inte skulle fungera redovisas dock inte. Riksgälden ser ingen anledning att på detta sätt utgå ifrån att ett garantiprogram inte kan vara ett viktigt och effektivt medel även i en framtida kris.

För det andra bygger Riksbankens beräkningar på att banken inte kommer ha tillgång till upplåning via Riksgälden. Detta avspeglas i scenarierna av att Riksbanken inte tillförs några medel genom upplåning från Riksgälden ens i beräkningar som omfattar två till tre månader. Riksgälden hyser ingen oro för att våra möjligheter att fullgöra vårt uppdrag enligt budgetlagen ens i ett mycket stressat internationellt läge skulle försämrats på ett sådant sätt att vi inte vid behov skulle kunna låna för att förstärka valutareserven. Vi anser att det är rimligt att räkna med att behovet av valutareserv kan tillgodoses genom upplåning via Riksgälden även i ett sådant läge.

Att en stat inte är garanterad tillgång till finansiering har visserligen framgått under de senaste åren, liksom att finanssektorns och statens ställning kan bli sammankopplade på ett fatalt sätt. Av detta följer dock inte självklart att det är ändamålsenligt att i förväg i stor skala fylla på valutareserven med medel som är öronmärkta för likviditetsstöd till banker i ett osannolikt scenario.

Om läget skulle bli så allvarligt att Riksgäldens möjlighet att fortlöpande låna för att fullgöra statens åtaganden skulle anses vara hotad, bör en buffertfond av det slaget snarast stå till regeringens förfogande och kunna användas för de ändamål som har störst prioritet i det akuta krisläge som landet befinner sig i. Dessa ändamål innefattar att stötta bankernas valutafinansiering, men behöver inte göra det.

Sammanfattningsvis anser vi att bedömningen av behovet att öka valutareserven är överdriven. I mer rimliga scenarier är en lösning byggd på att Riksgälden fyller på valutareserven vid behov fullt tillräcklig för att – i kombination med garantiprogram – klara bankernas behov av likviditetsstöd i utländsk valuta. Som förberedelse för extremscenarier där Riksgälden inte skulle ha tillgång till lån i utländsk valuta är det olämpligt att låsa medel i stor omfattning i Riksbankens valutareserv.

6 De formella förutsättningarna för Riksgäldens beslut

Reglerna för statens upplåning och skuldförvaltning återfinns numera i 5 kap. budgetlagen (2011:203). Enligt 1 § ger riksdagen för ett budgetår i sänder ett särskilt bemyndigande enligt vilket regeringen får låna för vissa angivna ändamål. Genom regler i förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret lämnar regeringen detta bemyndigande vidare till Riksgälden.

De uppräknade låneändamålen innefattar vissa som är självklara, till exempel att finansiera underskott i statsbudgeten och andra utgifter som riksdagen beslutar om, samt att refinansiera förfallande lån. Som femte punkt finns ändamålet att ”tillgodose Riksbankens behov av valutareserv”.

Förarbeten till bestämmelsen om lån till valutareserven finns i prop. 1994/95: 150, bilaga 7, s. 108. Där diskuteras bl.a. om regeringen ska ha en beslutande roll, vilket hade föreslagits av Riksbanksutredningen. Slutsatsen i propositionen är att en sådan ordning skulle kunna begränsa flexibiliteten och upplåning direkt via Riksgälden är mer ändamålsenlig. Som grund för den bedömningen hänvisas också till att ”nuvarande samrådsformer inom det penning- och statskuldspolitiska området är väl utformade för att hantera de avvägningar som uppkommer mellan penning- och statskuldspolitiken vid upplåning för Riksbankens räkning”.

Lagstiftaren synes alltså förutsätta att beslut om att förstärka valutareserven ska föregås av samråd. Som vi noterat ovan skedde också ett omfattande samråd inför beslutet 2009, inklusive samordning av offentliggörandet av besluten. Med tanke på att upplåning för Riksbankens räkning direkt påverkar budgetsaldot är det självklart att Riksgälden under hand informerade Finansdepartementet om de diskussioner som vi då förde med Riksbanken och om det beslut vi förberedde.

Att det finns utrymme för samråd understryks också av att valutareserven är tänkt att användas för hantering av finansiella kriser. Det är ett område där ansvaret är delat mellan Riksbanken, regeringen, Finansinspektionen och Riksgälden och där samråd fortlöpande sker, inte minst inom ramen för stabilitetsrådet.

Budgetlagen säger att vi *får* låna för angivna ändamål. Det gör att ett beslut från vår sida i den aktuella frågan är påkallat. Tolkningen av ordet *får* är emellertid inte självklar. Den avgörande frågan rör under vilka förutsättningar, Riksgälden ska säga ja, respektive nej till en begäran från Riksbanken.

Det är till exempel uppenbart att Riksgälden inte bara *får* utan är ålagd att låna för att finansiera budgetsaldot. Det är en förutsättning för att de betalningar som uppstår till följd av riksdagens beslut ska kunna genomföras. Likaså måste vi självklart låna för att betala tillbaka gamla lån som förfaller till betalning.

Däremot är det inte självklart att Riksgälden är ålagd – eller ens har rätt – att låna obegränsat stora belopp för att på Riksbankens begäran öka valutareserven. Sådana lån är

inte nödvändiga för statens löpande verksamhet på samma sätt som lån för att finansiera budgetsaldot, samtidigt som det är oklart på vilka grunder Riksbankens behov av valutareserv ska fastställas. Bestämmelserna är därför svårtolkade. Dessa oklarheter är en viktig anledning till att regeringen har tillsatt en särskild utredare för att se över och tydliggöra reglerna.

Här och nu är det likväl gällande regler som ska tillämpas. En referenspunkt för tolkningen ges i ett svar från regeringen till Konstitutionsutskottet (KU) i ett ärende avseende regeringens roll i beslutet att förstärka valutareserven 2009:

Av bestämmelsen i [5 kap. 1 § 5 budgetlagen] kan inte anses följa att Riksbanken har en obetingad dragningsrätt på tillskott av medel från staten för att tillgodose behovet av valutareserv. En sådan ordning vore orimlig eftersom statens möjligheter att ta upp lån i utländsk valuta är begränsad. En avvägning mellan Riksbankens behov av att förstärka valutareserven och behov av lån i utländsk valuta till andra ändamål, som t.ex. betalningar av räntor på utestående lån och återbetalning av förfallande valutalån, måste därför kunna göras.²

Riksbanken instämde i sitt svar till KU i allt väsentligt i regeringens tolkning. Det gör även Riksgälden. Att avvägningar ska göras mellan Riksbankens behov och statsskuldspolitiska hänsyn framgår även av de ovan citerade förarbetena. Men enligt gällande regler har riksdagen uppdragit åt Riksgälden – efter vidaredelegation från regeringen – att ”tillgodose Riksbankens behov av valutareserv” utan att ange hur detta behov ska fastställas. Detta ger i praktiken Riksbanken långtgående diskretion när det gäller att ange hur stor valutareserven ska vara.

7 Ställningstagande till Riksbankens begäran

Mot denna bakgrund är huvudfrågan om det finns en konflikt mellan att i nuvarande läge låna upp 100 miljarder kronor för Riksbankens räkning och övriga behov av statlig upplåning, till exempel för att finansiera löpande statliga utgifter.

Riksgäldens bedömning är att det för närvarande inte finns någon sådan konflikt. Sveriges starka statsfinanser och i övrigt stabila ekonomi gör att vi inte ser några bindande restriktioner i vår tillgång till upplåning. Tvärtom är efterfrågan på fordringar på svenska staten stark och räntorna låga, både i kronor och i utländsk valuta. Likväl innebär 100 miljarder i ökad upplåning en markant höjning av budgetunderskottet (lånebehovet) Riksgäldens prognos från oktober 2012, dvs. exklusive ytterligare vidareutlåning, pekade på ett underskott på 56 miljarder kronor under 2013. En ökning av lånebehovet till i storleksordningen 150 miljarder torde leda till åtminstone en mindre uppgång i statens låneräntor. Detta innebär en viss merkostnad för staten (utöver den som redovisas i Riksbankens beslutsunderlag), men inte av en sådan storleksordning att

² Promemoria från Finansdepartementet (daterad 2010-03-03) med anledning av Konstitutionsutskottets granskningsärende 33 – Riksbankens självständighet och åtgärder vidtagna av statsrådet Anders Borg, s. 2.

det ger Riksgälden skäl att säga nej. Enligt det gällande regelverket ska Riksgälden därför tillmötesgå Riksbankens begäran.

Styrelsen föreslås mot denna bakgrund ge riksgäldsdirektören mandat att för Riksbankens räkning ta upp lån i utländsk valuta på motsvarande maximalt 200 miljarder kronor för att tillgodose bankens behov av valutareserv. Det innebär en utvidgning av det tidigare mandatet för vidareutlåning till Riksbanken med 100 miljarder kronor.

8 Den praktiska hanteringen av vidareutlåningen till Riksbanken

För att finansiera den första vidareutlåningen till Riksbanken tog Riksgälden upp ett antal lån med olika löptid. På motsvarande sätt måste en utökad vidareutlåning täckas in genom upplåning. Riksgäldsdirektören bör därför ges mandat att komma överens med Riksbanken om hur och i vilken takt nya valutalån ska ges ut för att täcka det utökade lånebehovet. Riksgäldens utgångspunkt är att upplåningen ska skötas på ett affärsmässigt sätt och i överensstämmelse med målet om kostnadsminimering med beaktande av risk.

Lån som tagits upp för Riksbankens räkning löper efter hand ut och måste då ersättas med nya lån. Även beslut om refinansiering fattas efter samråd med Riksbanken. Den praktiska hanteringen av refinansieringen måste också kunna skötas på ett effektivt och ändamålsenligt sätt. En upplåning som sker i utländsk valuta men där låneramen – både hos Riksgälden och hos Riksbanken – är uttryckt i kronor ställer krav på viss särskild flexibilitet.

För det första påverkar växelkursen värdet i kronor av upptagna lån. Det kan således inte uteslutas att kronvärdet av utestående lån till Riksbanken ändras till den grad att det överstiger det angivna maximibeloppet. Åtgärder för att med kort varsel betala tillbaka utestående lån är dock inte ändamålsenliga. I ett sådant fall bör det därför vara möjligt att inom mandatets ram avvakta med justeringen av lånestocken mätt i utländsk valuta till dess lån löper ut.

På liknande sätt måste mandatet ge utrymme för en säker och effektiv hantering av refinansieringen av förfallande lån. Det är till exempel inte lämpligt att refinansiera ett större obligationslån samma dag som det ska betalas tillbaka. Mandatet bör således ge utrymme för Riksgälden att inför större förfall tillfälligt ha större utlåning till Riksbanken än 200 miljarder kronor.

Riksgäldsdirektören bör således få mandat att hantera den beslutade låneramen så att finansieringen kan skötas på ett säkert och effektivt sätt. Eventuella överskridanden av ramen 200 miljarder kronor ska dock vara tillfälliga och justeras så snart det kan ske utan att åsamka Riksbanken eller Riksgälden onödiga merkostnader.

Det är vidare nödvändigt att de mandat som finns på Riksbanken respektive Riksgälden är inbördes förenliga. Riksgälden har en inlett en diskussion med de praktiskt ansvariga på Riksbanken om dessa frågor. Det kan därför finnas anledning att återkomma till

styrelsen med mer information och eventuellt med förslag till förtydligande beslut när våra diskussioner med Riksbanken kommit längre.

9 Avslutande kommentar – tydligare ramverk behövs

Av skäl som framgått gör Riksgälden en annan bedömning än Riksbanken av behovet att här och nu öka valutareserven. Men enligt gällande regler har riksdagen uppdragit åt Riksgälden – efter vidaredelegation från regeringen – att ”tillgodose Riksbankens behov av valutareserv” utan att ange hur detta behov ska fastställas. Denna ordning ger, som också framgått, Riksbanken möjlighet att inom vida ramar ange hur stor valutareserven ska vara. Så länge Riksgälden bedömer att en begäran från Riksbanken inte kommer i konflikt med våra möjligheter att finansiera statens övriga utgifter följer det av vårt uppdrag enligt gällande rätt att vi ska tillmötesgå Riksbankens önskemål.

Det behövs ett tydligare ramverk för hur beslut om valutareservens storlek ska fattas och på vilka grunder. Att överlåta till myndigheter att utan tydliga ramar och anvisningar fatta beslut som kan öka statsskulden med tresiffriga miljardbelopp gör att beslut kan fattas utanför demokratisk kontroll och urholkar riksdagens inflytande över statens finanser. Detta måste uppfattas som principiellt fel. Precis som för annan statlig upplåning borde ramarna för upplåning till valutareserven sättas genom beslut av riksdagen.

Riksgälden bör informera Finansdepartementet om sin syn på det nuvarande regelverket. Denna promemoria bör därför överlämnas till departementet för kännedom.