Sveriges utlandsskuld ur olika perspektiv

Av Robert Bergqvist och Tomas Lundberg[1]
Verksamma vid avdelningen för finansiell statistik

Sverige är ett skuldsatt land. Inte bara staten utan även hushåll, företag och banker har skulder utomlands. Totalt är vi skyldiga omvärlden 675 miljarder kronor. Därmed är vi ett av de mest skuldsatta industriländerna. Skulden och våra möjligheter att hantera densamma bevakas av internationella bedömare som sätter kreditbetyg på Sverige.

Inte bara statens skuld

Utlandsskulden hamnar ofta i skuggan av debatten kring statsskulden. Detta trots att både dess storlek och innehåll kan ge intressant information om effekterna av tidigare förd ekonomisk politik och de eventuella konsekvenser skulden för med sig för framtiden. Förändringar i utlandsskulden blir också ett uttryck för om den ekonomiska politiken är förenlig med extern balans; att utlandsskulden inte växer under okontrollerade former.

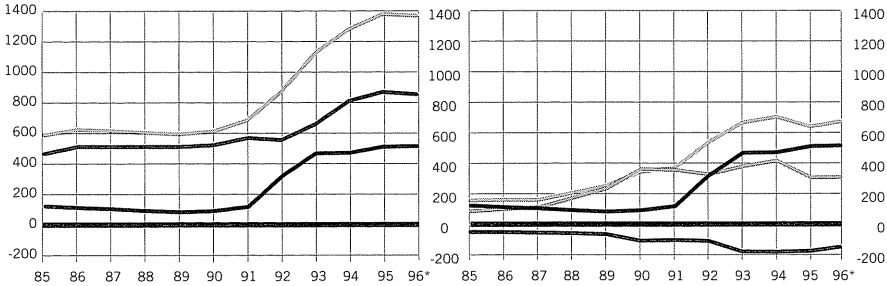
Vi vill lyfta fram och nyansera bilden av Sveriges utlandsskuld och ge perspektiv på utlandsskuld i allmänhet och den svenska i synnerhet. Varför har vi en utlandsskuld, hur ser den ut, medför den några problem idag och för framtiden? Det är några av de frågor vi försöker besvara. Artikeln är indelad i fyra olika avsnitt, där utlandsskulden betraktas utifrån

- tillkomst och storlek,
- sparandebrister,
- kapitalformer samt
- kostnader.

[1] Författarna vill tacka Mattias Croneborg för värdefulla bidrag till denna artikel.

Diagram 1. Statsskulden; inhemsk och utländsk samt utlandsskulden; offentlig och privat

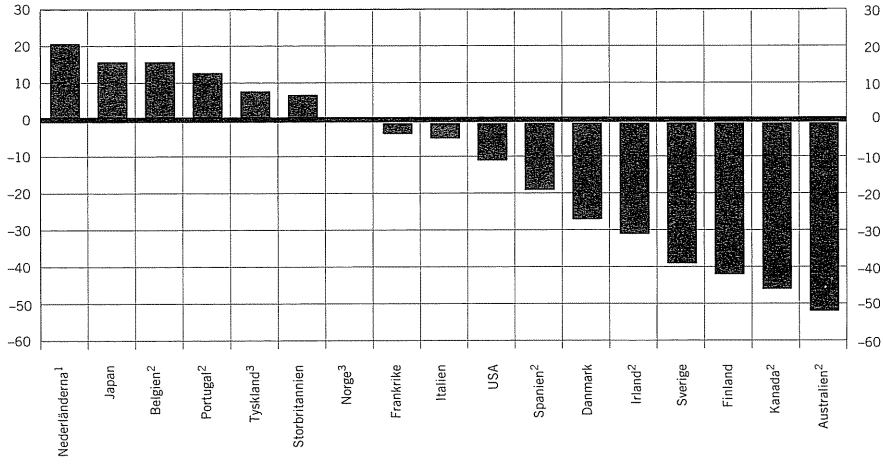
Miljarder kronor; kumulerade data



* Avser första halvåret 1996

Diagram 2. Tillgångar och skulder, netto, mot utlandet 1995 i 17 länder

Procent av BNP



1) 1993 2) 1994 3) 30/6 1995

Källor: OECD Economic Outlook, IMF BoP Statistical Yearbook samt nationell statistik.

Tillkomst och storlek

Dramatisk skuldtillväxt

Upptakten till dagens stora svenska utlandsskuld var de kraftigt stigande oljepriser som drabbade världen i omgångar under 1970-talet. Importen fördyrades. Samtidigt bedrev Sverige en expansiv finanspolitik i syfte att överbrygga den väntade konjunkturnedgången under 1970-talets andra hälft. Den privata konsumtionen kunde därmed hållas uppe och de nominella löneökningarna blev betydande. De kostnadskriser som därmed uppstod "löstes" genom devalveringar av kronan. Trots flera nedskrivningar av kronans värde kunde Sverige inte konkurrera framgångsrikt på världsmarknaden och exporten förblev på en låg nivå. Detta resulterade i att underskottet i bytesbalansen började växa i snabb takt.

Upptakten till dagens stora svenska utlandsskuld var de kraftigt stigande oljepriser som drabbade världen i omgångar under 1970-talet.

SKENBAR EXAKTHET

Statistiken över Sveriges tillgångar och skulder mot utlandet produceras av Riksbanken och återfinns i Sveriges betalningsbalansstatistik. Statistiken redovisas enligt rekommendationer som tagits fram av Internationella valutafonden, IMF.

Statistiken ska, enligt dessa rekommendationer så långt det är möjligt, visa värdet av tillgångs- och skuldstockarna till marknadspris. Detta är dock inte alltid möjligt. Exempel på detta är direktinvesteringstillgångarna i utlandet och i Sverige. Redovisningspraxis gör att tillgångarna till stor del redovisas till substansvärde snarare än marknadsvärde. Därigenom kommer både utlandets och Sveriges direktinvesteringstillgångar kontinuerligt att underskattas. En bedömning gjord med utgångspunkt från prissättningen på aktiemarknaden pekar på att Sveriges nettoskuld till utlandet skulle minska med drygt en tredjedel om samtliga – både svenska och utländska – direktinvesteringstillgångar marknadsvärderades.

Ett annat område med mätproblem är hushållssektorns tillgångar i utlandet. Statistiken fångar t.ex. inte privatpersoners utländska försäkringssparande eller deras ägande i fritidshus i utlandet. Det faktum att kapitalflödena mellan Sverige och omvärlden inte alltid summerar till noll, utan till en restpost, bidrar också till osäkerheten kring storleken på utlandsskulden.

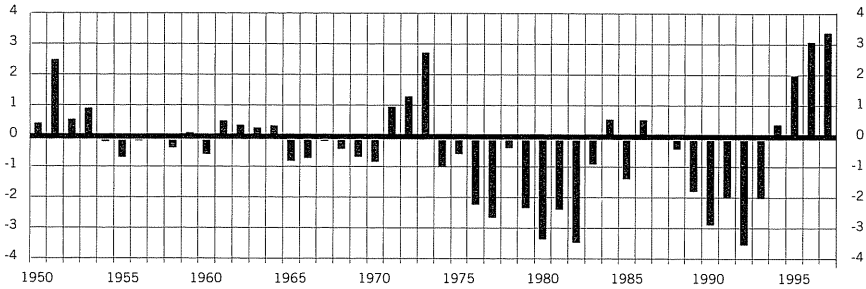
Situationen nästan akut

Vid ingången av 1980-talet höll situationen på att bli akut till följd av de stora bytesbalansunderskotten och utlandsskulden förvärrade problemen. Med växande bytesbalans-

I inledningen på 1980-talet höll situationen på att bli akut och utlandsskulden förvärrade problemen.

Diagram 3. Sveriges bytesbalans

Procent av BNP



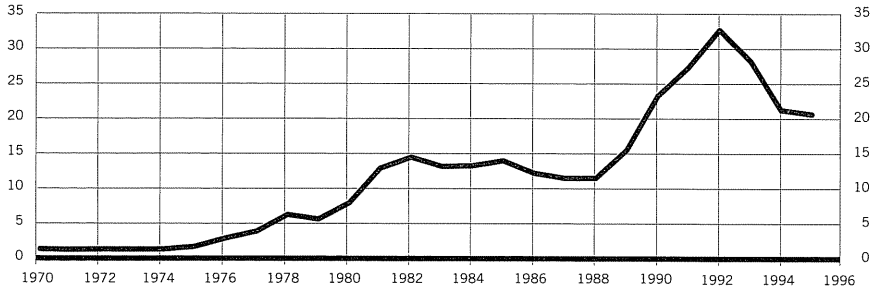
Anmärkning: Prognosvärdena för 1996 och 1997 är baserade på Konjunkturinstitutets augustirapport 1996.

underskott ökade utlandsupplåningen och därmed också räntebetalningarna. Till detta kom en ökad internationell inflationsoro som drev upp räntenivåerna och gjorde räntebetalningarna till utlandet ännu större. Sverige höll på att hamna i en situation där räntebetalningarna inte kunde täckas med exportöverskott. Vi skulle tvingas till nyupplåning från utlandet för att täcka räntekostnaderna.

Devalveringarna 1981 och 1982 bidrog dock till att successivt öka exporten. Det innebar en tillfällig förbättring i bytesbalansen. Visserligen ökade samtidigt räntebetalningarna, men exportökningen visade sig vara starkare. Bytesbalansen gav till och med överskott några år i mitten på 1980-talet.

Diagram 4. Räntebetalningar

Procent av export



Situationen förvärrades på nytt under andra hälften av 1980-talet i samband med en ny kostnadskris.

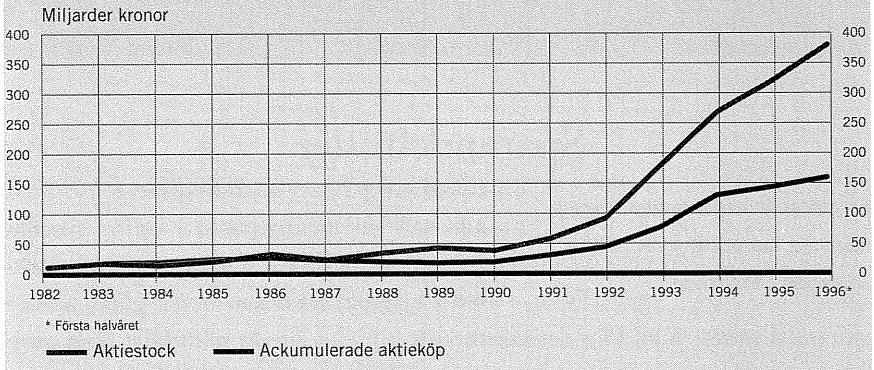
Situationen förvärrades dock på nytt under andra hälften av 1980-talet i samband med en ny kostnadskris och fortsatt hög konsumtion och lågt sparande. Detta gav återigen snabbt stigande bytesbalansunderskott till följd av ökad import och stigande räntebetalningar. Räntebetalningarnas andel av exportvärdet ökade återigen; 1992

uppgick ränteutgifterna till en tredjedel av varuexportvärdet. I och med övergången till flytande växelkurs, och den efterföljande snabba exporttillväxten, föll ränteutgifternas andel av exporten till en femtedel 1995 (se diagram 4).

PRISERNAS GENOMSLAG PÅ UTLANDSSKULDEN

Storleken på ett lands nettotillgång eller nettoskuld mot omvärlden bestäms av bytesbalansens saldo. Ett bytesbalansunderskott innebär att skulderna ökar och ett bytesbalansöverskott att tillgångarna ökar. Men i praktiken påverkas värdet av tillgångarna och skulderna också av förändringar i växelkurser och av kursutvecklingen på aktier.

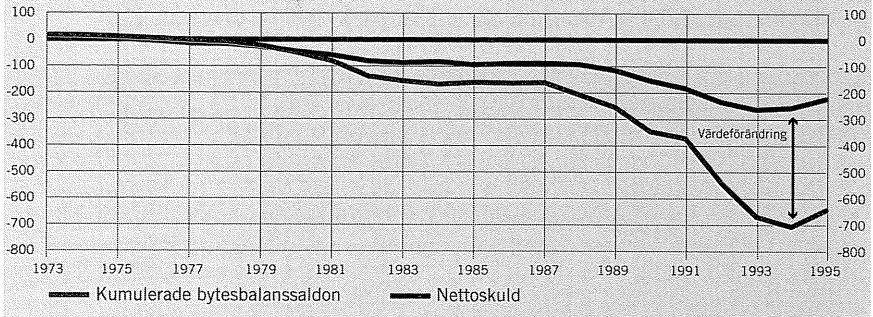
Diagram A. Utländska placerares köp av svenska aktier, ackumulerat och stockvärden



En lägre nominell kronkurs, resultatet av devalveringar och flytande växelkurs, har påverkat Sveriges utlandsskuld på två sätt. För det första fördyras de räntebärande lånen i utländsk valuta. Från övergången till flytande växelkurs i november 1992 fram till första halvåret 1995 amorterade den privata sektorn valutalån för ca 260 miljarder kronor. Trots detta minskade skulden endast med 80 miljarder kronor. För det andra innebär kronförsvagningen att vinsterna i svenska exportföretag ökar, vilket driver upp aktiekurserna. Utländska placerares innehav av svenska aktier uppgick vid halvårsskiftet 1996 till 380 miljarder kronor. Från 1982 och fram till idag uppgår nettoköpen till ca 150 miljarder kronor. Följaktligen har dessa placerare erhållit en betydande värdeförändring i sitt aktieinnehav.

Diagram B. Utlandsskulden; kumulerade bytebalanssaldon och stock

Miljarder kronor



Värdeförändringarna har haft stor betydelse för utvecklingen av Sveriges totala utlandsskuld. De kumulerade bytesbalanssaldona utgör endast en tredjedel av den totala skulden medan värdeförändringarna står för resterande två tredjedelar (se diagram B).

Sparandebrister

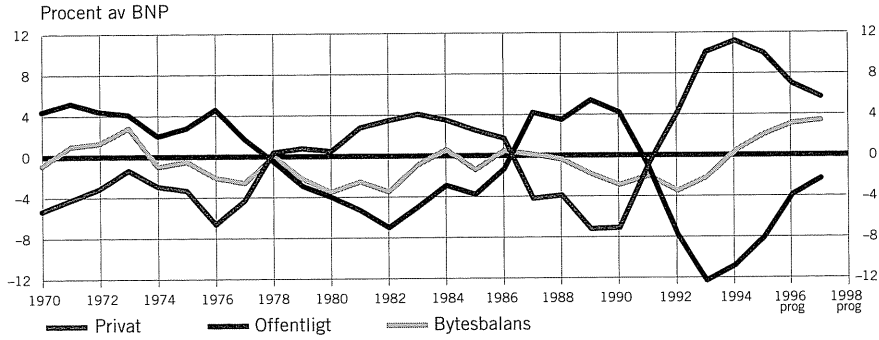
En analys av underskotten i bytesbalansen kan också göras utifrån sparandet i ekonomin.

Beskrivningen av utlandsskuldens framväxt har haft sin utgångspunkt i utrikeshandeln och bytesbalansen. En analys av underskotten i bytesbalansen kan också göras utifrån sparandet i ekonomin. Om det inhemska sparandet inte är tillräckligt finns möjligheten att täcka underskotten med lån från omvärlden. När skuldsättningen ökar är det viktigt att kartlägga dels vilka faktorer som leder till att det inhemska sparandet inte räcker till, dels vad lånen används till. Detta är nödvändigt för att kunna bilda sig en uppfattning om utlandsskulden utgör ett problem eller inte.

SPARANDEIDENTITETEN

Sparandeidentiteten anger att i en sluten ekonomi är bruttosparandet (S) lika med investeringarna (I); S=I. I en öppen ekonomi behöver detta inte gälla. Skillnaden mellan bruttosparande och investeringar blir då det finansiella sparandet, som är samma sak som bytesbalansen (CA). Sparandeidentiteten blir då S-I=CA. Detta anger dock inget orsaksamband. Det finansiella sparandet kan orsakas av förändringar i export- och importbeteende lika väl som förändringar i inhemskt sparande och investeringsbeteende.

Diagram 5. Privat, offentligt och finansiellt sparande i Sverige



Anmärkning: Prognosvärdena för 1996 och 1997 är baserade på Konjunkturinstitutets augustirapport 1996.

Inga incitament att spara

Skattesystemet och den höga inflationen under 1970- och 1980-talen gjorde det dyrt för hushåll och företag att spara och billigt att låna.

Den privata sektorns beslut att spara eller konsumera påverkas av den incitamentstruktur som skapas via bl.a. skatte- och transfereringssystem, lagar och regleringar. Skattesystemet och den höga inflationen under 1970- och 1980-talen gjorde det dyrt för hushåll och företag att spara och billigt att låna. Intäkten för att spara – att skjuta konsumtion på framtiden – den s.k. realräntan, var låg och tidvis negativ. Den negativa realräntan innebar att det blev billigare att konsumera omedelbart än att spara för framtida konsumtion.

Inte bara Sverige

Ett lågt bruttosparande har visat sig vara långt ifrån enbart ett svenskt problem. Hela västvärlden har under de senaste decennierna kraftigt minskat sitt sparande.

Det låga privata sparandet i Sverige under inledningen på 1980-talet uppvägdes inte av ett ökat offentligt sparande. Konjunkturen var stark, skatteintäkterna ökade men budgetöverskottet blev ändå begränsat.[2] Ett lågt bruttosparande – både privat och statligt – har dock visat sig vara långt ifrån enbart ett svenskt problem. Hela västvärlden har under de senaste decennierna minskat sitt bruttosparande kraftigt. Mellan 1960 och 1994 minskade bruttosparandet i G10-länderna sammantaget med 5 procentenheter; till 20 procent av BNP. Både det privata och det offentliga sparandet har minskat. Detta har dessutom gått hand i hand med minskade investe-

[2] Se även "Strukturell sparandebrist – ett långvarigt problem i svensk ekonomi", Annika Alexius och Gunnar Blomberg, Penning- & Valutapolitik, 1993:2.

ringar. Internationella undersökningar[3] visar att det i första hand är finanspolitiken som har varit avgörande för utvecklingen av sparandet i olika länder. Ett lågt offentligt sparande ger en direkt effekt på det totala sparandet. Dessa undersökningar visar också att ett minskat offentligt sparande uppvägs endast till mellan 30 och 60 procent av ett ökat privat sparande.

Vad påverkar det privata sparandet?

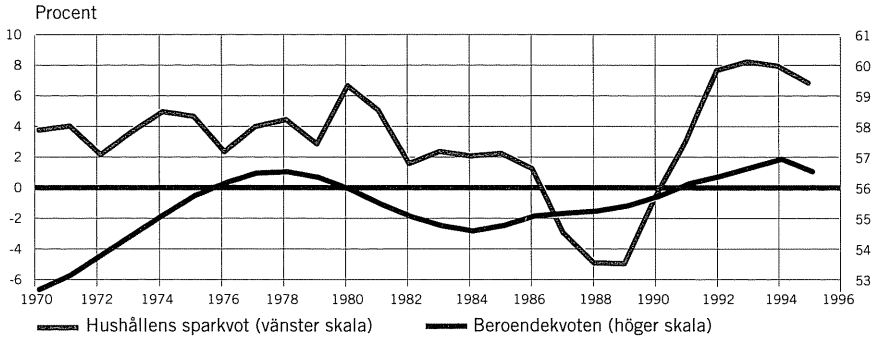
Fyra faktorer – befolkningsstruktur, tillgänglighet till krediter och instrument, utvecklingsnivå samt investeringar – är tänkbara förklaringar till ett lågt sparande i den privata sektorn.

Ett sparande som varierar med konjunkturcykeln är som regel inte ett problem utan en naturlig anpassning till konjunkturförloppet. Längre tidsperioder av sparandeunderskott kan uppstå till följd av förändringar i t.ex. befolkningsstrukturen eller i den långsiktiga ekonomiska tillväxten i ett land. De blir ett uttryck för rationella anpassningar av den privata sektorn över tiden. Vid sidan om skatte- och välfärdssystem och inflation, vilka skapar incitament för sparande, framförs i internationella jämförelser fyra faktorer – befolkningsstruktur, tillgänglighet till krediter och instrument, utvecklingsnivå samt investeringar – som tänkbara förklaringar till ett lågt sparande i den privata sektorn. Kan skälen till de svenska sparandeunderskotten under den senaste 20-årsperioden sökas i dessa faktorer?

- Befolkningsstruktur
  En rationell anpassning och skuldsättning orsakas bl.a. av ett lands demografiska struktur och den s.k. beroendekvoten.[4] Kvoten visar relationen mellan antalet yrkesverksamma respektive antalet yngre och äldre i befolkningen. Ett land med stor andel unga och gamla personer och därmed en låg andel personer i yrkesverksam ålder, uppvisar enligt den s.k. livscykelhypotesen ett lägre privat sparande. I Sverige steg hushållens sparkvot något under andra hälften av 1970-talet men föll därefter kraftigt. Sparkvoten föll samtidigt som beroendekvoten föll (se diagram 6). Det förefaller inte som det minskade sparandet i Sverige under inledningen av framförallt 1980-talet på ett påtagligt sätt skulle kunna förklaras av att andelen yngre och äldre personer ökade i förhållande till antalet yrkesverksamma.

[3] "Saving in a Growing World Economy", IMF 1995.
[4] Se "What Determines the Current Account? A Cross-Sectional and Panel Approach", Guy Debelle and Hamid Faruqee, IMF Working Paper, IMF, June 1996.

Diagram 6. De svenska hushållens sparkvot och Sveriges beroendekvot



Källa: SCB.

- Tillgänglighet till krediter och instrument

  Sparandet kan även påverkas av utvecklingen på de finansiella marknaderna. Den finansiella liberaliseringen i Sverige tog fart under mitten av 1980-talet och har fortsatt fram till idag i form av kredit- och valutaavreglering, friare placeringsregler och tillkomsten av nya institut och nya sparformer. Sparandet kan ha påverkats negativt av denna utveckling. Efter en avreglering kan en anpassning av konsumtion och därmed sparandet komma att äga rum till följd av nya förutsättningar. Effekten är därmed tillfällig.

  När detta skett kan sparandet i det längre perspektivet påverkas på åtminstone två sätt. Avregleringen ökar *tillgängligheten* till krediter och skuldsättning. Därmed minskar behovet av att spara.

  Sparandet kan också påverkas negativt via en *förmögenhetseffekt* för hushållen. Liberaliseringen kan leda till prisuppgångar på tillgångar som aktier och fastigheter. Under andra hälften av 1980-talet nästan tredubblades generalindex på Stockholms Fondbörs realt.[5] Priserna på egna hem steg under samma period med mellan 25 och 30 procent. Hushållen kunde därmed uppleva en ökad förmögenhet, vilket skulle minska behovet att spara. Styrkan i sambandet mellan kreditavreglering och prisuppgång är dock svår att avgöra och tonvikten på förmögenhetseffekten torde dessutom återigen ligga på andra hälften av 1980-talet och skulle därmed inte kunna förklara sparandeunderskotten under inledningen av 1980-talet.

- Utvecklingsnivå

  En annan faktor som kan påverka sparandet i ett land är graden av ekonomisk

[5] "Tillgångsprisernas roll i ekonomin", Claes Berg och Mats Galvenius, Penning- & Valutapolitik, 1994:1.

utveckling. Sverige har ända sedan 1960-talet haft en relativt svag BNP-tillväxt. Likväl låg Sverige ännu under 1970-talet i den övre delen av välfärdsligan. Länder med hög levnadsstandard har visat sig ha lägre tillväxttakt än länder med låg levnadsstandard. Nivån på levnadsstandarden kan påverka incitamenten att spara. Behovet av att ytterligare öka sitt sparande för att uppnå en högre levnadsstandard kan anses som avtagande, vilket skulle påverka sparandet i negativ riktning.

- Investeringar

Finansiering av reala inhemska investeringar kan också förklara behovet av att erhålla sparande från utlandet. Investeringar med lånade medel ska kunna ge tillväxt som stärker den framtida betalningsförmågan och som höjer välståndet på sikt. Investeringsmöjligheter skiftar mellan länder. Möjligheten finns att öka den samlade produktionen om länder med goda investeringsmöjligheter lånar pengar från andra där förutsättningarna att investera är sämre och avkastningen lägre.

Sveriges investeringskvot – bruttoinvesteringar i förhållande till BNP – har emellertid fallit successivt. I början av 1970-talet var kvoten 25 procent och 1995 bara 15 procent. De sparandeunderskott som Sverige uppvisat och som ackumulerat till utlandsskulden kan vi därmed inte heller förklara med stora inhemska investeringar.

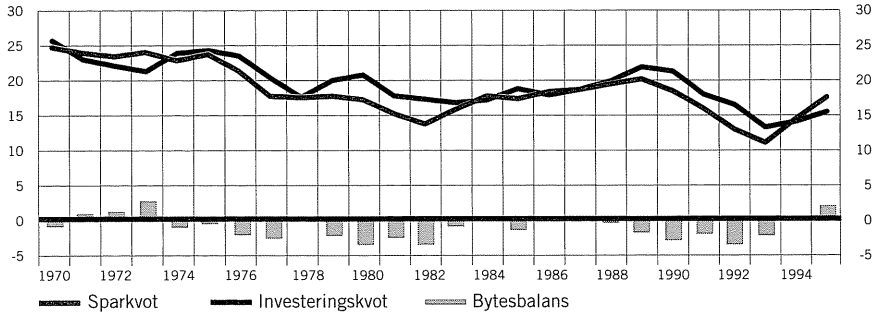
KVALITETEN PÅ SVENSKA DIREKTINVESTERINGAR

Sverige har under årens lopp gjort betydande investeringar i utlandet. I relation till storleken på den svenska ekonomin finns ett stort antal internationellt verksamma företag. Dessa investeringar har i vissa fall genomförts med lånade medel från det land där investeringen ägt rum. Ett argument som förts fram i debatten om de löpande sparandeunderskotten och storleken på utlandsskulden är att dessa investeringar varit dåliga, att de gett en låg avkastning, och att utländska företag har gjort bättre investeringar i Sverige.

Det är emellertid svårt att från statistiken dra slutsatsen att svenskar gör dåliga investeringar utomlands. En jämförelse av avkastningen från direktinvesteringar över en längre tidsperiod pekar på att den avkastning som Sverige får från utlandet i själva verket genomsnittligt legat högre än motsvarande investeringar som utlandet har gjort i Sverige. Visserligen gjorde svenskar många – och i dagens perspektiv – dåliga investeringar på en överhettad fastighetsmarknad i London och Bryssel i slutet av 1980-talet. Men tidshorisonten är viktig och utvärdering av en investering bör göras för en längre tidsperiod.

Diagram 7. Sveriges bruttosparande, investeringar och bytesbalanssaldo

Procent av BNP



Källa: SCB.

I vilken mån de tre förstnämnda faktorerna är giltiga för svenskt vidkommande för att förklara sparandeunderskotten och en rationell skuldsättning över tiden är svårt att säga. Däremot är den svaga investeringsutvecklingen oroande. Den stärker hypotesen att den skuldsättning som ägt rum under de senaste 20 åren i första hand utnyttjats till konsumtion och inte till långsiktiga investeringar som skulle kunna ge oss ett större framtida konsumtionsutrymme.

Kapitalformer

Vi har idag en betydande utlandsskuld. Oavsett dess tillväxt, storlek och bakgrund, vad innebär en stor utlandsskuld och bör vi utnyttja vissa finansieringsformer före andra?

Begreppet finansiering kan tolkas som att Sverige är en och samma aktör som bestämmer vilken finansieringsform som är den optimala. Men bilden är givetvis mer komplex än så. I en värld med avreglerade kapitalmarknader, alternativa instrument och fri kapitalrörlighet länder emellan minskar möjligheten för ett land och dess politiska beslutsfattare att påverka sammansättningen av utlandsskulden. Valet av instrument bestäms av olika typer av samhällsaktörer utifrån egen nyttomaximering. Vilken typ av kapital som finansierar ett lands utlandsskuld bestäms i förhandlingar mellan en mängd olika inhemska och internationella aktörer där utbud och efterfrågan påverkar priset.

I en värld med avreglerade kapitalmarknader, alternativa instrument och fri kapitalrörlighet bestäms sammansättningen av utlandsskulden av olika typer av samhällsaktörer utifrån deras egen nyttomaximering.

Beroendeförhållande

För länder som uppvisar svaga ekonomiska fundamenta innebär beroendeförhållandet att ett stort antal aktörer kan komma att ställa krav på landet ifråga.

Kreditmarknaden – både den nationella och den internationella – fyller en viktig funktion. Den gör det möjligt för aktörer i olika länder att utnyttja investeringstillfällen som annars skulle gå förlorade. Skuldsättning innebär samtidigt att ett beroendeförhållande etableras. För länder som uppvisar svaga ekonomiska fundamenta innebär beroendeförhållandet att ett stort antal aktörer kan komma att ställa krav på landet ifråga.

För att minska beroendeförhållandet och utsattheten kan man argumentera för att ett land ska utnyttja olika finansieringskällor – både geografiskt och typ av *långivare*. Man behöver därmed inte lita till en och samma kapitalkälla. På motsvarande sätt torde en hög diversifiering av *låntagare* i det egna landet vara att föredra. Om t.ex. osäkerheten ökar kring en stor låntagare eller låntagarkategori, som svarar för en betydande del av utlandsskulden, kan problem uppstå. Ett närliggande svenskt exempel är bankkrisen hösten 1992. Den oro som präglade svensk ekonomi, de finansiella marknaderna och banksystemet bidrog till att de svenska bankerna fick svårigheter att finansiera sin inhemska utlåning i utländsk valuta.

Ett lands involveringsgrad på de internationella finansiella marknaderna kan mätas genom att följa storleken på olika länders bruttoskulder och bruttotillgångar. Det är ett vidare och bättre mått än enbart handelsströmmar, eftersom det beaktar de senaste årens internationalisering och utveckling på de finansiella marknaderna.

Summan av Sveriges tillgångar och skulder uppgick vid utgången av 1995 till 3 700 miljarder kronor.

Summan av Sveriges tillgångar och skulder uppgick vid utgången av 1995 till 3 700 miljarder kronor. Denna bruttoposition motsvarar 225 procent av BNP. Endast Storbritannien, Belgien och Nederländerna visar en högre involveringsgrad på de internationella marknaderna (se diagram 8).[6]

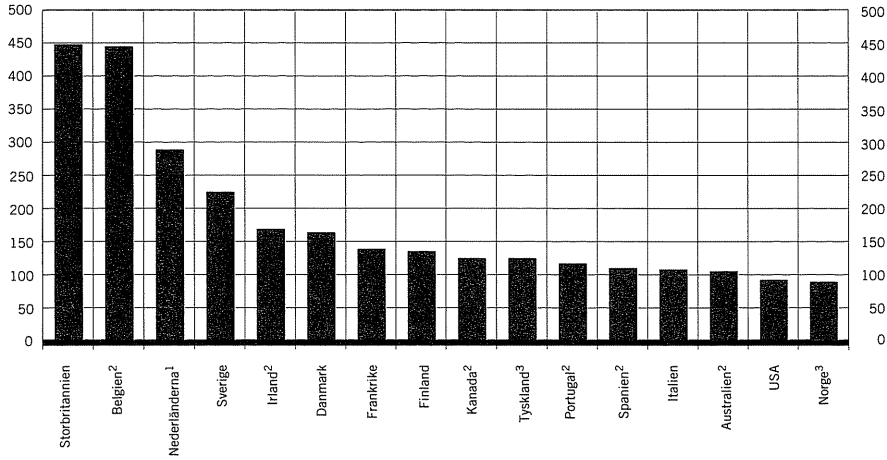
Finns trögrörligt kapital?

Ibland hävdas att en hög diversifieringsgrad inte är tillräcklig. Det investerade kapitalet måste också vara ett uttryck för ett långsiktigt engagemang. En direktinvestering skulle i så fall vara att föredra framför köp av aktier. Mexikokrisen 1994/95 lyfts ofta fram som ett exempel på detta. En svaghet var att de ihållande mexikan-

[6] Vissa länder har av olika skäl – t.ex. skatter, geografisk belägenhet och tradition – fungerat som genomgångsländer för olika kapitalformer. Dessa länder – som Storbritannien, Belgien och Nederländerna – uppvisar därmed stora bruttotillgångar och bruttoskulder.

Diagram 8. Summan av tillgångar och skulder 1995 i 16 länder

Procent av BNP



1) 1993 2) 1994 3) 30/6 1995

Källor: OECD Economic Outlook, IMF BoP Statistical Yearbook samt nationell statistik.

ska bytesbalansunderskotten finansierades med kortfristiga portföljinvesteringar. I det fallet skulle det ha varit bättre med långfristiga investeringar för att undvika kapitalflykt. På en väl fungerade aktiemarknad kan aktier lätt avyttras, medan avveckling av en direktinvestering tar längre tid.

Ibland hävdas att en hög diversifieringsgrad inte är tillräckligt för att undvika kapitalflykt. Det investerade kapitalet måste också vara ett uttryck för ett långsiktigt engagemang.

Det kan också hävdas att vid en långsiktig investering i ett annat land och i en främmande valuta, som exempelvis köp av utländska bolag, kan investeraren bortse från risken av att värdet på tillgången varierar med valutakurssvängningarna.

Erfarenheten visar dock att även denna typ av investeringar skyddas mot valutakursrisk för att förhindra alltför stora rörelser i den egna balansräkningen under innehavstiden. I praktiken väljer företagen att skydda sig, ibland med mycket kortfristiga instrument, till i genomsnitt 50 procent. Dessa transaktioner ger vanligtvis också upphov till kortfristiga flöden genom bl.a. banksystemen i syfte att utjämna valutaexponeringar mellan sektorer. Företagens hantering av valutaexponeringen kan resultera i betydande kortsiktiga kapitalrörelser.

Återigen kan det svenska exemplet hösten 1992 tjäna syftet att beskriva effekterna av sådana transaktioner. Då visade det sig att företag som utnyttjat den kortsiktiga valutaterminsmarknaden för att skydda sig mot valutakurssvängningar valde att inte förlänga sina terminskontrakt. Effekten blev att företagen medvetet

Ett större inslag av direktinvesteringar – långsiktiga engagemang – skulle dock i praktiken leda till en lika stor instabilitet som kortfristiga portföljplaceringar.

skapade en nettotillgång i utländsk valuta, i vissa fall för att kunna tjäna pengar på en kronförsvagning. Reduceringen av terminskontrakten ledde till ett deprecieringstryck mot kronan. Mot bakgrund av detta resonemang skulle således ett större inslag av direktinvesteringar i praktiken indirekt kunna leda till en lika stor instabilitet som kortfristiga portföljplaceringar.

OLIKA SEKTORERS SKULDER OCH TILLGÅNGAR MOT UTLANDET

Den största delen av Sveriges nettoskuld till utlandet på 675 miljarder kronor består av räntebärande kapital i form av emitterade värdepapper, t.ex. obligationer. En genomgång av de olika sektorernas tillgångar och skulder visar följande.

Svenska *statens* skuld till utlandet utgörs framförallt av utlandsupplåning i utländsk valuta men också av utländska placerares innehav av svenska statsobligationer och statsskuldväxlar. På tillgångssidan återfinns fordringar på olika internationella organ som FN och Världsbanken.

Riksbankens fordran på utlandet består av valutareserven, som utgörs av innehav av utländska räntebärande värdepapper, samt inlåning i utländska banker.

Bankernas skuld mot utlandet utgörs till största delen av lån för annan inhemsk sektors räkning. Utländska banker har kontofordringar på svenska banker samtidigt som svenska banker har motsvarande fordringar på utländska banker.

Gruppen andra kreditinstituts skuld till utlandet utgörs till största delen av bostadsinstitutens upplåning i utlandet för vidareutlåning till svenska hushåll och företag. Viss finansiering har dessutom ägt rum genom emissioner av bostadsobligationer i utlandet. På tillgångssidan återfinns dels utlåning i utländsk valuta, dels försäkringsbolagens innehav av utländska obligationer.

De *ickefinansiella företagens* skulder avser, förutom handelskrediter, lån i utländsk valuta. Av dessa lån utgör den största delen direktinvesteringslån; lån som tagits upp i utländsk valuta för att finansiera företagsförvärv och/eller nyinvesteringar i utlandet. Tillgångarna koncentreras kring egen utlåning till utlandet, framförallt till egna dotter- och finansbolag, handelskrediter samt placeringar i utländska räntebärande värdepapper.

Kommuner och övriga sektorers skulder utgörs av lån i utländsk valuta och tillgångarna av innehav av utländska räntebärande värdepapper.

Direktinvesteringstillgångarna innehas till största delen av varu- och tjänsteproducerande företag. Detta gäller både Sveriges tillgångar i utlandet och utlandets tillgångar i Sverige. Motsvarande uppdelning för *portföljaktietillgångarna* är i dagsläget inte möjlig att göra.

Kostnader

Skuldens delkomponenter

Två olika typer av kapital – räntebärande och icke räntebärande kapital – används för att finansiera utlandsskulden.

Valet av kapital kommer också att påverka kostnaden för att hantera utlandsskulden. Det finns två huvudtyper av kapital som används för att "finansiera" utlandsskulden och storleken på dessa blir avgörande för hur mycket utlandsskulden fortlöpande kommer att kosta. De två typerna är:

- räntebärande kapital och
- icke räntebärande kapital.

Den första typen av kapital omfattar lån och andra räntebärande instrument, som värdepapper. Denna kapitalform innebär att det skuldsatta landet måste betala en viss given ränta till utlandet. Den andra typen utgörs av utländska placerares köp av kapital i svenska företag, direktinvesteringar eller portföljaktier. Här ersätter det skuldsatta landet utlandet genom en direktavkastning samt förändringar i marknadsvärdet på investeringen.

Den prestation som det skuldsatta landet måste göra gentemot utlandet är således olika beroende på kapitaltyp. För räntebärande kapital kan prestationen vara konstant. Under en given period ska räntor betalas på skulden. Det är en förpliktelse som måste upprätthållas oavsett de ekonomiska villkoren för landet och dess låntagare. Nackdelen med sådan finansiering är att det vanligtvis inte finns någon samvariation mellan storleken på prestationen och betalningsmöjligheten för ett land.

Räntebetalningarna styrs från utlandet

Utlandsberoendet innebär också att räntenivån och storleken på räntebetalningarna på utlandsskulden inte bestäms av Sverige. Ju större andel av den räntebärande skulden som är utställd i utländsk valuta, desto större blir vårt ränteberoende till omvärlden. Om konjunkturen i utlandet går i fas med den svenska, behöver inget problem uppstå. I en högkonjunktur stärks betalningsförmågan och en internationell ränteuppgång kan lättare hanteras.

Prestationens storlek varierar i större utsträckning över tiden om utlandskulden istället finansierats med icke räntebärande kapital. Om det går bra för företagssektorn kommer lönsamheten och vinstnivån att öka. Prestationen består av en viss procentsats som relateras till företagens vinst. Därför kommer prestationen

på det icke räntebärande kapitalet att uppvisa en högre följsamhet med konjunkturen. Att prestationen följer konjunkturen är positivt för ett land under vissa perioder. När t.ex. konjunkturen går ned försvåras landets möjlighet att behålla samma betalningsförmåga. Om samtidigt prestationen mot utlandet också går ned blir situationen mer stabil.

Återskapa nettoförmögenhet

Ett land som finansierat sparandeunderskott med icke räntebärande kapital kan komma att avkrävas mer för att reducera skulden till en lägre nivå än om sparandeunderskottet finansierats med räntebärande kapital.

I det långa loppet visar det sig dock att avkastning på aktier/direktinvesteringar vanligtvis är högre än avkastningen på räntebärande placeringar om även värdeförändringen inkluderas. Avkastningen varierar i högre utsträckning och därmed är risknivån högre, vilket innebär att en högre ersättning också ska kunna avkrävas. Ett land som finansierat sparandeunderskott med icke räntebärande kapital kan därför komma att avkrävas mer – dvs. även det som återspeglar värdeförändringen – för att reducera skulden till en lägre nivå än om sparandeunderskottet finansierats med räntebärande kapital.

Konsekvenser för framtiden

Eftersom den skuldsättning som har ägt rum under de senaste 20 åren förefaller ha gått till konsumtion måste delar av det framtida konsumtionsutrymmet avsättas till att betala tillbaka skulden.

Eftersom den skuldsättning som har ägt rum under de senaste 20 åren förefaller ha gått till konsumtion måste delar av det framtida konsumtionsutrymmet avsättas till att betala tillbaka skulden. Det innebär att en del av de inkomster som vi erhåller vid produktion och försäljning av varor och tjänster kommer att gå till utlandet. Under 1990-talet har det privata sparandet ökat. Samtidigt har det statliga sparandeunderskottet dragits ned och väntas enligt regeringens prognos inom ett par år till och med visa överskott. Det ökade privata sparandet beror dels på förbättrade incitament att spara till följd av en nedväxling av inflationstakten, ett reformerat skattesystem och framväxten av nya sparformer, dels på de amorteringar som gjorts för att minska skuldsättningen. Men det har också funnits en ökad generell osäkerhet kring både hushållens ekonomi och Sveriges ekonomi som kan ha bidragit till denna sparandeökning. De sparkvoter som hushållen uppvisar idag kan därför komma att minska något om stabiliteten i ekonomin ökar ytterligare.

De strukturella sparandeunderskotten och ökningen av utlandsskulden påverkar också den reala jämviktsväxelkursen. En studie av Riksbanken[7] indikerar att den stigande utlandsskulden bidragit till en försvagning av den reala jämviktsväxelkursen – den växelkursnivå som skulle vara förenlig med intern och extern balans i ekonomin. Den reala växelkursen måste försvagas – och befinna sig på en svagare nivå – så att exportöverskottet kan användas till att amortera utlandsskulden.

Om Sverige går med i den ekonomiska och monetära unionen EMU kommer en del av utlandsskulden att vara mot andra länder i unionen. Hur stor del är svårt att säga. En del av räntebetalningarna kommer att ske i euro och risken att räntenivån i olika lånevalutor varierar minskar därmed. Dessutom kommer valutakursrisken att försvinna för de lån som är upptagna i de EU-valutor som ingår i EMU. Detta torde borga för en större stabilitet och en mindre utsatthet. Skuldsättningen upphör självklart inte till följd av att delar av den blir i euro, dvs. inhemsk valuta. Internationella kreditbedömare kommer även i fortsättningen att följa Sveriges skuldsättning och våra möjligheter att hantera skulden.

Sverige har sedan 1995 betydande sparandeöverskott. Nivåerna på överskotten i bytesbalansen är jämförbara med de som noterades för t.ex. Japan och Tyskland på 1980-talet. Om bytesbalansen framöver fortsätter att visa överskott i denna omfattning – och med antagande om stabila priser som minimerar värdeförändringarnas genomslag på utlandsskulden – kommer utlandsskulden att ha betalats av på femton år.

Sverige har sedan 1995 betydande sparandeöverskott. Om bytesbalansen framöver fortsätter att visa överskott i denna omfattning kommer utlandsskulden att ha betalats av på femton år.

[7] "Kronans reala jämviktsväxelkurs", Annika Alexius och Hans Lindberg, Penning- & Valutapolitik, 1996:1.