

# STATSSKULDENS FÖRVALTNING

Förslag till riktlinjer 2019–2022



## Riksgäldens uppdrag

Ett av Riksgäldens huvuduppdrag är att låna upp pengar för statens räkning och förvalta statsskulden. Målet är att långsiktigt minimera kostnaden för statsskulden samtidigt som risken beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer.

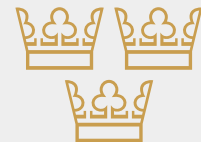
Förvaltningen av statsskulden styrs övergripande genom budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden. Här framgår exempelvis vad staten får låna till och vad målet för skuldförvaltningen är. Regeringen fastställer dessutom riktlinjer för förvaltningen, som bland annat styr hur statsskulden ska vara sammansatt och hur lång löptid den ska ha.

Regeringen beslutar om nya riktlinjer varje år senast den 15 november. Beslutet fattas efter att Riksgälden lämnat ett förslag på riktlinjer som Riksbanken fått yttra sig över.

Riksgäldens operativa roll innefattar sedan att inom de givna ramarna låna upp de pengar som behövs för att finansiera underskott i statsbudgeten och ersätta lån som förfaller.

När året gått lämnar Riksgälden i februari underlag för utvärdering av skuldförvaltningen till regeringen. Regeringen ska i sin tur lämna en utvärdering till riksdagen vartannat år i april.

Både riktlinjeförslaget och underlaget för utvärdering publiceras på riksgalden.se.



# Innehåll

<b>Sammanfattning</b>	<b>2</b>
<b>Förslag till riktlinjer 2019–2022</b>	<b>3</b>
Statsskuldsförvaltningens mål	3
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	3
Riktlinjeprocessen	3
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	4
Statsskuldens löptid	4
Kostnad och risk	4
Marknads- och skuldvard	5
Positionstagande	5
Upplåning på privatmarknaden	5
Lån för att tillgodose behovet av statslån	5
Medelsförvaltning m.m.	6
Samråd och samverkan	6
Utvärdering	6
<b>Motivering till Riksgäldens förslag</b>	<b>7</b>
Ett gemensamt löptidsintervall för hela kronskulden	7
Realskuldens andel analyseras i nästa riktlinjeförslag	12
<b>Premieobligationer kan inte längre bidra till sänkt kostnad</b>	<b>13</b>
Nya kunder och varaktigt högre räntor krävs för lönsamhet	13
Inget utrymme för premieobligationer med litet lånebehov	15
Flera hinder för effektiv hantering av premieobligationerna	15
Betydande kostnader för att återuppta försäljningen	16
Andra eventuella skäl att erbjuda en statlig sparprodukt	16
<b>Kassaöverskottet på väg att minska</b>	<b>18</b>
Gradvis minskning bidrar till minimerad kostnad och risk	18
Riksgälden gör det som är möjligt för att få ner kassan	19
Effekter på statsskuldens storlek, kostnad och risk	20
Begränsa möjligheten att placera kapital på skattekonton	20

## Sammanfattning

---

Riksgälden föreslår en ändring i riktlinjerna för förvaltningen av statsskulden. Den handlar om att slå ihop styrningen av löptiden för den reala och den nominella skulden i kronor. Riksgälden återrapporterar även två uppdrag: ett om förutsättningarna för att ge ut premieobligationer och ett om hur statens kassaöverskott ska återgå till historiskt normala nivåer.

---

- Riksgälden föreslår att styrningen av löptiden för den reala och den nominella skulden slås ihop. Det finns inte längre några praktiska skäl att styra löptiden för skuldslagen separat och med ett gemensamt mått får regeringen en bättre överblick över risknivån. Det gemensamma riktvärdet föreslås vara 4–6,5 år.
- Riksgälden har på uppdrag av regeringen övervägt om staten bör avveckla upplåningen med premieobligationer efter att den varit pausad sedan 2016. Riksgäldens bedömning är att premieobligationerna inte längre kan bidra till att minska kostnaden för statsskulden. Om regeringen ser andra skäl att erbjuda en statlig sparprodukt bör det utredas.
- Statens onormalt stora kassaöverskott kommer att minska gradvis när stora obligationslån förfaller de närmsta åren. Riksgälden vidtar samtidigt de åtgärder som bedöms möjliga för att snabba på minskningen. Exempelvis refinansieras lån till Riksbanken med medel ur kassan.
- Att få ner kassan till en normal nivå på kort sikt skulle kräva drastiska åtgärder inom skuld-förvaltningen som inte är förenliga med långsiktig kostnadsminimering. Ur ett samhälls-ekonomiskt perspektiv vore det bättre att begränsa möjligheten till placeringar på skattekonton.

## Förslag till riktlinjer 2019–2022

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldförvaltningen 2019–2022. För åren 2020–2022 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar jämfört med gällande riktlinjer anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. Även relevanta delar ur budgetlagen och förordningen med instruktion för Riksgälden finns med för att ge en överblick över ramverket som styr förvaltningen.

### Statsskuldförvaltningens mål

1. Statens skuld ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för de krav som penningpolitiken ställer. *Budgetlagen (2011:203).*

### Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen. *Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.*
3. Riksgälden får enligt budgetlagen ta upp lån till staten för att:
  - finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut
  - tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om
  - amortera, lösa in och köpa upp statslån
  - i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider
  - tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

### Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgälden till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. *Budgetlagen.*
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. *Budgetlagen.*
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. *Budgetlagen.*
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

**Nuvarande lydelse**

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

**Föreslagen lydelse**

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse utnyttjandet av positionsmandatet, *löptiden i nominell respektive real kronskuld*, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

**Statsskuldens sammansättning – skuldandelar**

11. Andelen real kronskuld ska långsiktigt vara 20 procent av statsskulden. Skuldslagets andelar av statsskulden ska beräknas med nominella belopp till aktuell valutakurs inklusive upplupen inflationskompensation.
12. Statsskuldens exponering i utländsk valuta ska minska. Minskningen ska högst vara 30 miljarder kronor per år. Exponeringen ska beräknas så att förändringar i kronans valutakurs exkluderas.
13. Riksgälden ska fastställa riktmärke för valutaskuldens fördelning mellan olika valutor.
14. Utöver real kronskuld och skuld i utländsk valuta ska statsskulden bestå av nominell skuld i kronor.

**Statsskuldens löptid****Nuvarande lydelse**

15. Den nominella kronskuldens löptid ska vara mellan 4,3 och 5,5 år.
16. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.
17. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.
18. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 16 respektive 17.
19. Löptiden ska mätas som duration.

**Föreslagen lydelse**

15. *Kronskuldens löptid ska vara mellan 4 och 6,5 år.*
16. *Riksgälden ska fastställa löptidsintervall för den nominella respektive reala kronskulden.*
18. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15 respektive 17.

**Kostnad och risk**

20. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
21. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan. Kostnaden ska beräknas utifrån värderingsprincipen upplupet anskaffningsvärde med löpande omvärdering av inflation och valutakursförändringar.
22. Det överordnade riskmåttet ska vara variationen i den genomsnittliga emissionsräntan.
23. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden, bland annat genom att ge ut instrument med mer än tolv år till förfall.

24. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
25. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
26. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

## Marknads- och skuldvård

27. Riksgälden ska genom marknads- och skuldvård bidra till att statspappersmarknaden fungerar väl i syfte att uppnå det långsiktiga kostnadsminimeringsmålet med beaktande av risk.
28. Riksgälden ska besluta om principer för marknads- och skuldvård.

## Positionstagande

29. Riksgälden får ta positioner i utländsk valuta och kronans valutakurs.

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument. Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

Med positioner avses transaktioner som syftar till att sänka kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk, eller sänka riskerna för statsskulden med beaktande av kostnad, och som inte motiveras av underliggande låne- eller placeringsbehov.

Positioner får bara tas på marknader som medger att marknadsrisken kan hanteras genom likvida och i övrigt väl utvecklade derivatinstrument och som potentiellt är en lånevaluta inom ramen för skuldförvaltningen.

30. Positioner i utländsk valuta begränsas till 300 miljoner kronor, mätt som daglig Value-at-Risk vid 95 procents sannolikhet.

Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen.

31. Positioner i kronans valutakurs begränsas till maximalt 7,5 miljarder kronor. När positionerna byggs upp eller avvecklas ska det ske gradvis och annonseras i förväg.

Riksgälden ska besluta hur mycket av detta utrymme som maximalt får utnyttjas i den löpande förvaltningen i samband med växlingar mellan kronor och andra valutor. Utrymmet ska vara av begränsad omfattning och positionerna behöver inte annonseras i förväg.

## Upplåning på privatmarknaden

32. Riksgälden ska genom privatmarknadsupplåning bidra till att långsiktigt minska kostnaderna för statsskulden i förhållande till motsvarande upplåning på institutionsmarknaden.

## Lån för att tillgodose behovet av statslån

33. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap 1§ budgetlagen får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion. Riksgälden får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.
34. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2015:1017) om förebyggande statligt stöd till kreditinstitut.

## Medelsförvaltning m.m.

35. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
36. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
37. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*

## Samråd och samverkan

38. Riksgälden ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
39. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. *Förordningen med instruktion för Riksgäldskontoret.*
40. Riksgälden bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen.

## Utvärdering

41. Utvärdering av förvaltningen av statsskulden ska ske i kvalitativa termer i ljuset av den kunskap som fanns vid beslutstillfället. Där så är möjligt ska utvärderingen även innefatta kvantitativa mått. Utvärderingen ska ske över femårsperioder.
42. Utvärderingen av den operativa förvaltningen ska bland annat avse upplåningen i och förvaltningen av de olika skuldslagen, marknads- och skuldvårdsåtgärder samt hantering av valutaväxlingar.
43. För real upplåning ska den realiserade kostnadsskillnaden mellan real och nominell upplåning redovisas.
44. För upplåningen på privatmarknaden ska kostnadsbesparingen jämfört med alternativ upplåning redovisas.
45. Positioner inom givet positionsmandat ska löpande resultatföras och utvärdering ske i termer av marknadsvärden.



## Motivering till Riksgäldens förslag

I detta kapitel redovisas analysen bakom förslaget att slå ihop styrningen för real och nominell skuld. Analysen visar att det inte längre finns några praktiska skäl att styra löptiden för skuldslagen separat. Ett gemensamt mått ger dessutom en bättre överblick över risknivån.

### Ett gemensamt löptidsintervall för hela kronskulden

Riksgälden har under åren omprövat strategin för upplåningen i realobligationer. Både kvalitativ och kvantitativ analys visar nu att förhållandet mellan löptid och kostnad är detsamma för reala som för nominella obligationer. Därmed finns det inte längre skäl att styra löptiden i realskulden separat. Riksgälden föreslår därför ett gemensamt riktvärde för hela kronskulden på mellan 4 och 6,5 år.

#### Förutsättningarna för realupplåning har förändrats över tid

När realobligationerna introducerades på 1990-talet var Riksgäldens strategi att låna i längre löptider än med nominella obligationer. Strategin byggde på bedömningen att investerare var villiga att betala extra för att försäkra sig mot inflationschocker. Värdet av en sådan försäkring antogs vara större på lång sikt. Samtidigt bedömdes de eventuella likviditetspremier Riksgälden skulle behöva betala jämfört med nominell upplåning vara lägre för långa löptider. Antagandet då var att långsiktiga investerare inte behövde omsätta sina innehav så ofta och därför värderade likviditet lägre.

Sammantaget bedömde Riksgälden att investerare var villiga att betala mer för att placera långsiktigt än kortsiktigt i realobligationer och att det följaktligen skulle vara billigare att låna i långa löptider. Med andra ord antogs löptidspremien vara negativ, i motsats till premien för nominella obligationer.

Med tiden har förutsättningarna för upplåning i realobligationer förändrats och strategin för upplåningen omprövats. Erfarenheten visar att investerare främst efterfrågar obligationer med kortare löptid, upp till tio år. Det kan bero på att inflationsmålets trovärdighet bidragit till att minska risken för hög och varierande inflation på lång sikt samtidigt som det visat sig vara svårt för Riksbanken att påverka inflationen på kortare sikt. Under senare år har den extremt låga räntenivån också bidragit till att minska efterfrågan på långa obligationer. Men att efterfrågan på långa realobligationer varit lägre än väntat beror främst på att obligationerna inte används på det sätt som antogs från början. Det är få investerare som har explicita reala avkastningsmål. Även de flesta livbolagsportföljer utvärderas i nominella termer.

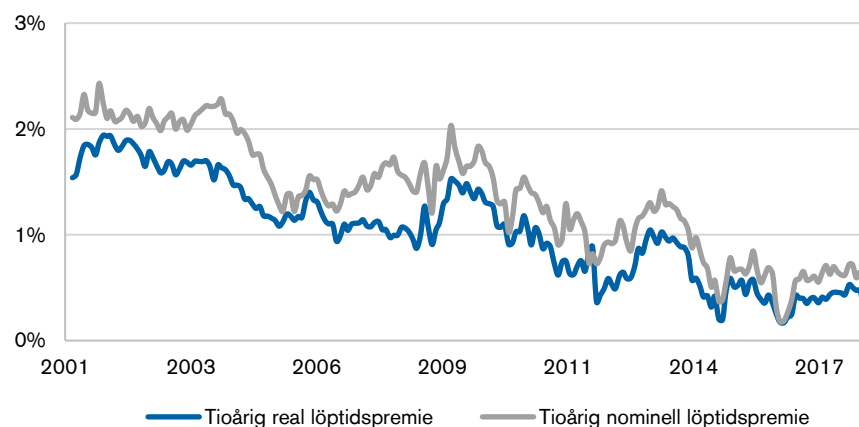
Reglerna för hur pensionsåtaganden ska värderas och hanteras har stor betydelse för efterfrågan på olika typer av obligationer och deras löptid. Här skiljer sig det svenska regelverket från exempelvis det brittiska. Det senare bidrar till att skapa en stark strukturell efterfrågan på långa realobligationer eftersom dessa används för att matcha pensionsåtaganden. I Sverige används realobligationerna snarare som ett diversifieringsinstrument i en nominell portfölj. Det gör också att likviditeten i realobligationerna värderas högre än Riksgälden ursprungligen räknade med. Ytterligare en indikation på det är att reala och nominella obligationer likställs i regelverket för likviditetsreserver (LCR).

Efterfrågebilden vad gäller löptider har alltså visat sig vara densamma som för nominella obligationer. Det är till och med så att marknadsaktörerna efterlyser löptidsmatchning mot de nominella utgåvorna eftersom det underlättar prissättningen av realobligationerna. Riksgälden har därför gradvis gått över till att emittera i samma löptider som i nominella statsobligationer. Det innebär att Riksgälden regelbundet introducerar nya tioåriga realobligationer och fyller på i tidigare utgivna, kortare obligationer.

### Kvantitativ analys bekräftar bilden

En kvantitativ analys av löptidspremierna för reala obligationer bekräftar ovanstående bild av utvecklingen. Analysen har genomförts med samma räntemodell som Riksgälden använt i tidigare riktlinjeförslag.<sup>1</sup> Modellen har estimerats med reala respektive nominella statspappersräntor från perioden januari 2001 till och med juni 2018. Resultatet visar att löptidspremierna för reala obligationer följer samma sjunkande trend som den för nominella obligationer, se diagram 1.

**Diagram 1. Tioårig löptidspremie**



### Löptiden i realskuden fortsätter att förkortas de kommande åren

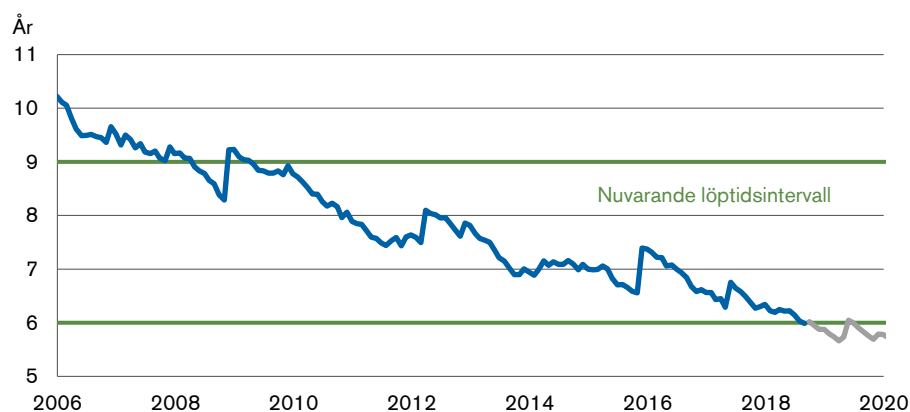
Till följd av att upplåningen numera fokuseras till kortare löptider än för tjugo år sedan har realskudens löptid successivt blivit kortare, se diagram 2. Det faktum att upplåningsbehovet för närvarande är litet bidrar ytterligare till förkortningen. Eftersom nyupplåningen är liten i förhållande till den utestående stocken får den begränsad effekt på skudens genomsnittliga löptid, trots att Riksgälden huvudsakligen lånar i tioårig löptid. I detta sammanhang bör även noteras att Riksgälden inte har möjlighet att styra löptiden i realskuden med hjälp av derivat, vilket är möjligt i den nominella kronskuden.

Med nuvarande upplåningsstrategi kommer realskudens löptid att på lång sikt variera kring ett genomsnitt på cirka 4,5 år. Det bygger på att Riksgälden fortsätter att koncentrera upplåningen till tioårssegmentet för att bygga upp volymen i nya obligationer och nå en jämn förfalloprofil. Den exakta löptiden, mätt som duration, kommer också att bero på räntenivån och inflationstakten. Ju

<sup>1</sup> Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110-138. Metoden för skattningarna beskrivs i riktlinjeförslagen för 2017 och 2018.

högre marknadsränta desto kortare duration och vice versa. Även en hög inflationstakt leder till att durationen blir kortare och vice versa. Det beror på att obligationer med kort återstående löptid vanligtvis gavs ut för länge sedan, varför de har hunnit ackumulera mycket inflationskompensation. Korta obligationer utgör därför en större andel av realskulden när inflationstakten är hög, allt annat lika.

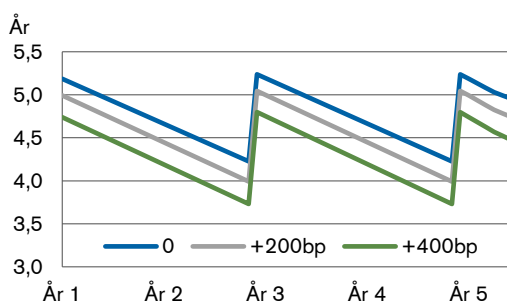
**Diagram 2. Realskuldens löptid**



Den grå linjen anger Riksgäldens prognos.

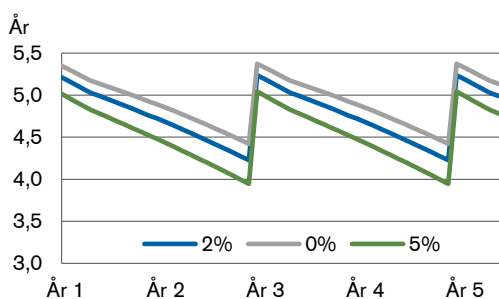
Diagram 3 illustrerar hur durationen i realskulden påverkas av olika antaganden om ränta respektive inflationstakt.

**Diagram 3a. Duration vid olika räntenivåer**



Duration i steady state beroende på räntenivån relativt dagens nivå givet en inflationstakt på 2 %.

**Diagram 3b. Duration vid olika inflationstakt**



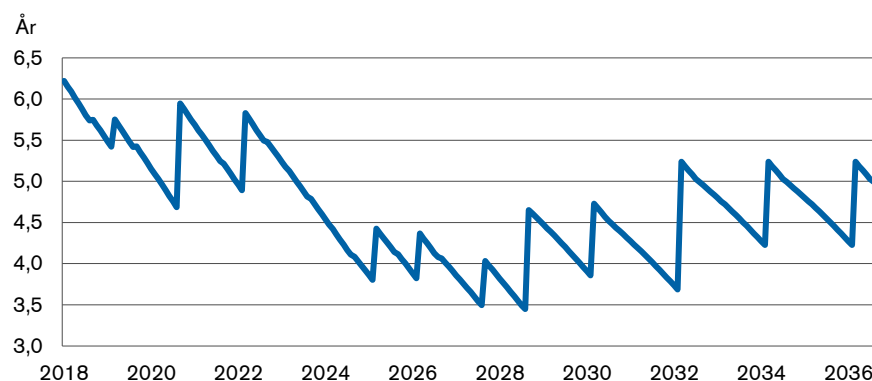
Duration i steady state beroende på inflationstakt givet dagens räntenivå.

Innan löptiden når den långsiktiga nivån väntas den bli kortare under en övergångsperiod. Det beror på att det för närvarande finns enskilda obligationsutgåvor som har extra stort genomslag. Dessa obligationer gavs ut för många år sedan och har högt marknadsvärde på grund av att de har hög kupongränta och har ackumulerat mycket inflationskompensation. Innan dessa lån förfaller sänker de den genomsnittliga löptiden. Vilken den lägsta durationen faktiskt blir beror på hur stor upplåningen i realobligationer kommer att vara. Om lånebehovet ökar kan Riksgälden emittera mer i nya tioåriga obligationer, vilket motverkar förkortningen av den redan utestående skulden, och vice versa.

Durationen påverkas även på marginalen av att återförsäljarna löpande byter obligationer inom ramen för Riksgäldens marknadsvårdande bytesfacilitet för realobligationer.<sup>2</sup>

Diagram 4 visar hur löptiden i realskulden förväntas utvecklas över tiden med antagandet att emissionsvolymen i realobligationer ligger kvar på nuvarande låga nivå med omkring 10 miljarder kronor i årstakt.

**Diagram 4. Prognos på realskuldens duration givet nuvarande upplåningstakt**



Durationsutveckling med nuvarande upplåningsvolym och räntenivå samt en inflationstakt på 2 %. Marknadsvårdande byten mellan realobligationer antas inte ge någon nettoeffekt.

### Gemensam löptidsstyrning ger bättre överblick

Eftersom strategin vad gäller valet av löptid numera är densamma för reala och nominella obligationer finns det inte längre några starka skäl för att styra realskuldens löptid separat. Ett gemensamt styrmått skulle i stället ge bättre överblick över risknivån i kronskulden. Det skulle även innebära ökad flexibilitet. Exempelvis kan det bli enklare att hantera den period då realskuldens löptid blir extra kort drivet av enskilda utgåvor, då dessa utgåvor får ett mindre genomslag på kronskulden som helhet.

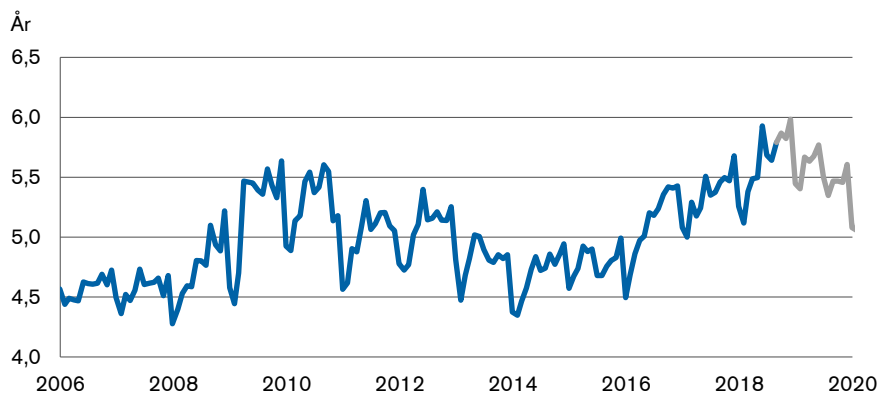
Ett gemensamt styrintervall kan därför vara snävare än det nuvarande intervallet för realskuldens löptid som omfattar 3 år. Riksgälden bedömer att ett intervall på 2,5 år ger tillräcklig flexibilitet för att hantera till exempel säsongsvariationer och förfallande lån.

Det är svårt att se några nackdelar med ett gemensamt styrintervall. Möjligen skulle det kunna uppfattas som att Riksgälden får större frihet i valet av löptid i respektive skuldslag. Några sådana frihetsgrader finns dock inte i praktiken eftersom strategin måste understödja målet om långsiktig kostnadsminimering. Med det följer krav på att ta hänsyn till efterfrågesituationen och likviditeten på obligationsmarknaden på samma sätt som i dag. För att bibehålla transparensen i förvaltningen förslås dessutom att Riksgälden fastställer interna riktlinjer för löptiden i real och nominell kronskuld var för sig.

<sup>2</sup> För att understödja likviditeten i marknaden för realobligationer erbjuder Riksgälden sina återförsäljare att på förfrågan göra byten mellan realobligationer. Bytena är begränsade till 500 miljoner kronor per återförsäljare och vecka.

Riksgäldens slutsats är att fördelarna med ett styrintervall för hela kronskulden överväger eventuella nackdelar. Diagram 5 visar durationen för den totala kronskulden inklusive Riksgäldens prognos fram till och med 2019.

**Diagram 5. Duration i den totala kronskulden**



### Löptiden i den nominella kronskulden lämnas oförändrad

Den nominella kronskuldens löptid har successivt förlängts de senaste åren. Bakgrunden till det är Riksgäldens bedömning att kostnadsfördelarna med att låna i kort löptid har minskat. Sedan 2016 har riktvärdet för löptiden förlängts med knappt ett år. Förlängningen har främst åstadkommit genom att minska användningen av ränteswappar.

Nya skattningar av löptidspremierna i den nominella kronskulden tyder på att relationen mellan kostnaden för kort och lång upplåning är densamma som under föregående år. Med beaktande av den löptidsförlängning som redan genomförts anser Riksgälden att det inte finns skäl att förlänga durationen ytterligare. Löptiden i den nominella kronskulden föreslås därför vara oförändrad.

### Nytt intervall för den totala kronskuldens löptid

Baserat på den analys som redovisats ovan bedömer Riksgälden att den totala kronskuldens löptid bör vara 4–6,5 år. Med detta intervall finns det marginal att hantera en återgång av marknadsräntorna till mer normala nivåer. När räntorna stiger blir durationen kortare, allt annat lika. Intervallet medger också en något längre duration på kort sikt om räntorna fortsätter att falla eller om inflödet på skattekonton blir större än väntat. Större inflöde i likviditetsförvaltningen gör att andelen kortfristig upplåning minskar, vilket innebär att kronskuldens totala genomsnittliga löptid blir längre.

Det föreslagna intervallet ger dessutom utrymme för de effekter på löptiden som följer av ett begränsat lånebehov. Riksgälden räknar med att lånebehovet kommer att vara fortsatt begränsat eftersom staten har ett överskottsmål. Det blir därmed svårt att låna tillräckligt mycket i långa löptider för att kompensera för det faktum att den ursprungliga 30-åriga obligationen 1053 blir allt kortare. När lånebehovet är litet bedömer Riksgälden att den bästa strategin för att upprätthålla god låneberedskap är att prioritera upplåning i löptider upp till tio år där efterfrågan är som störst. Alternativet att sprida upplåningen på fler löptider riskerar att skada likviditeten i marknaden för statsobligationer och på så sätt öka den långsiktiga kostnaden.

## Realskuldens andel analyseras i nästa riktlinjeförslag

Ekonomistyrningsverket, ESV, noterade i sin granskning av statsskuldförvaltningen att det begränsade lånebehovet ställer större krav på att prioritera upplåning i nominella statsobligationer för att värna den marknaden. I det ljuset kan andelen realskuld behöva sänkas på sikt om det inte finns starka kostnads- eller riskargument för att behålla den på nuvarande nivå.

Riksgälden delar ESV:s bedömning och kommer att analysera frågan om andelen närmare i riktlinjeförslaget för 2020. Det är värt att notera att upplåningstakten i realobligationer redan är neddragen till något av ett minimum. I praktiken gör det därför ingen skillnad att Riksgälden avvaktar med resultatet av den analysen till nästa år.

## Premieobligationer kan inte längre bidra till sänkt kostnad

Riksgälden har på uppdrag av regeringen övervägt om staten bör avveckla upplåningen med premieobligationer efter att den varit pausad sedan 2016. Riksgäldens bedömning är att premieobligationerna inte längre kan bidra till att minska kostnaden för statsskulden. Om regeringen ser andra skäl att erbjuda en statlig sparprodukt bör det utredas.

Premieobligationer har sedan hundra år tillbaka varit ett av de skuldinstrument Riksgälden använt i förvaltningen av statsskulden. Det nuvarande målet med att ge ut premieobligationer är enligt regeringens riktlinjer att minska kostnaden för statsskulden. Det förutsätter att staten kan låna billigare av privatpersoner än av institutionella investerare. Eftersom så inte varit fallet med de senaste årens extremt låga räntor beslutade Riksgälden 2016 att upphöra med utgivningen tillsvidare.

Resultatet för ett premieobligationslån definieras som kostnadsbesparingen av att ge ut premieobligationen jämfört med att ge ut en motsvarande statsobligation på den institutionella marknaden. Intäkterna beror dels på skillnaden i räntenivå mellan obligationerna<sup>3</sup>, dels på hur stor volym som säljs. Från intäkterna räknas sedan kostnader för bland annat marknadsföring och administration av.

Att börja ge ut premieobligationer igen skulle medföra betydande kostnader. Dessutom skulle startsträckan bli lång eftersom nya upphandlingar och utveckling av systemstöd behövs. Det krävs därför en långsiktig satsning för att uppnå ett positivt resultat och därmed motivera nya premieobligationer. En långsiktig satsning förutsätter i sin tur:

- en ny kundbas och varaktigt högre räntor för att ge tillräckligt stora intäkter
- ett ökat lånebehov för staten
- en effektiv hantering och förvaltning av premieobligationerna.

Nedan bedömer Riksgälden de ovanstående förutsättningarna och redogör för kostnaderna.

### Nya kunder och varaktigt högre räntor krävs för lönsamhet

Det årliga resultatet för premieobligationerna försämrades successivt mellan 2005 och 2015 till följd av lägre räntor och minskade försäljningsvolym. De premielån som emitterades under 2015 och våren 2016 resulterade i förluster. För att resultatet ska bli positivt igen krävs dels högre statsobligationsräntor, dels en ny kundbas.

### Svårt att attrahera den kundbas som behövs för att nå tillräckliga volymer

För att intäkterna för ett premieobligationslån ska täcka kostnaderna krävs en tillräckligt stor försäljningsvolym. Under åren 2007–2011, då premieobligationerna visade god lönsamhet, såldes

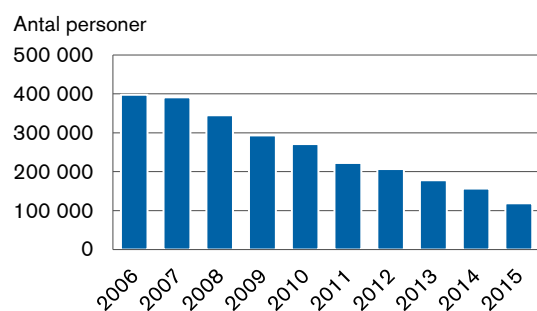
<sup>3</sup> Intäkterna beräknas genom att skillnaden mellan utlottningsprocenten för premieobligationen (det sammanlagda värdet av vinstplanen och den eventuella garantivinsten) och räntan på statsobligationen multipliceras med löptiden. Intäkterna varierar dessutom med emissionsvolymen: ju högre volym desto större intäkter.

två nya obligationer per år till en genomsnittlig volym på 8,7 miljarder kronor per år. Mellan 2012 och 2016 var snittvolymen 3,1 miljarder kronor per år.

Att bygga upp volym förutsätter god efterfrågan. En stor del av efterfrågan har historiskt kommit genom att många kunder med gamla premieobligationer som förfaller har köpt de nya som ges ut. Dessa kunder är framför allt äldre personer; genomsnittsåldern hos köparna ökade från drygt 60 år till närmare 70 år mellan 2006 och 2016. Den stigande genomsnittsåldern tyder på att få yngre kunder tillkommit de senaste tio åren.

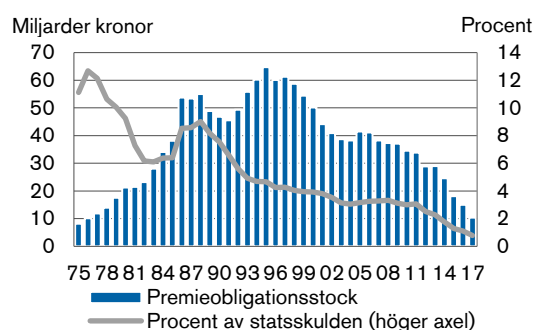
Totalt sjönk antalet premieobligationskunder med nästan tre fjärdedelar mellan 2006 och 2015, se diagram 7. Den utestående volymen av premieobligationer har minskat under en lång tid och detsamma gäller premieobligationernas andel av statsskuden, se diagram 8.

**Diagram 7. Antal premieobligationskunder**



Källa: Euroclear

**Diagram 8. Premieobligationer 1975-2017**



Källa: Riksgälden

Den utestående volymen av premieobligationer var som störst under mitten av 1990-talet då den uppgick till drygt 60 miljarder kronor. I slutet av 2017 uppgick stocken till ca 10 miljarder kronor. Under 1970-talet utgjorde premieobligationerna 10–12 procent av den totala statsskuden. Sedan dess har andelen fallit successivt för att i dag ligga på 0,6 procent.

Den minskade efterfrågan på premieobligationer kan ses mot bakgrund av hur marknaden för sparprodukter i Sverige har växt och utvecklats. De senaste åren har den utestående volymen krympt ytterligare då den låga räntenivån gjorde premieobligationerna ännu mindre attraktiva att köpa. Även betydelsen av premieobligationerna som upplåningsinstrument för staten har minskat genom åren. Historiskt har privatmarknaden delvis setts som en kanal för att stärka statens låneberedskap. I dag är det i stället främst möjligheten att låna stora belopp i utländsk valuta på den internationella kapitalmarknaden som fyller den funktionen.

Att bygga upp kundbasen och den utestående volymen från dagens låga nivåer skulle enligt Riksgäldens bedömning vara svårt och kostsamt, eftersom det inte längre går att rulla över tidigare kunder på nya premieobligationer. I stället måste nya kunder vinnas på en marknad med hård konkurrens, vilket kräver stora marknadsföringsinsatser och en attraktiv produkt. Se vidare i avsnittet om kostnader på sidan 17.



### **Stor osäkerhet kring framtida räntenivåer**

Så länge statsobligationsräntorna är negativa eller mycket låga är det inte möjligt att ge ut premieobligationer med lägre ränta än på statsobligationer. En grundläggande förutsättning för att premieobligationerna ska vara lönsamma är därmed att statsobligationsräntorna stiger och stannar på en högre nivå under en längre tid.

De scenarioräkningar som Riksgälden gjort pekar på att det krävs en 5-årig statsobligationsränta på över 1 procent för att en ny premieobligation med samma löptid inte ska ge förlust. Då antas att obligationen måste inkludera både en garantivinst och en högsta vinst på en miljon kronor för att vara tillräckligt attraktiv att köpa. För att kunna emittera premieobligationer med en tillfredsställande marginal krävs att obligationsräntan är närmare 1,5 procent. Enligt Konjunkturinstitutets senaste prognos (från juni 2018) nås denna räntenivå 2020.

Oavsett om statsobligationsräntan blir varaktigt högre krävs dock som beskrivits ovan även en viss försäljningsvolym för att premieobligationerna ska ge ett positivt resultat.

### **Inget utrymme för premieobligationer med litet lånebehov**

En ytterligare förutsättning för att nå en viss försäljningsvolym, förutom nya kunder, är att det finns utrymme inom statens upplåning att ge ut premieobligationer. Det innebär att staten måste ha ett så stort lånebehov att det är motiverat att komplettera den prioriterade upplåningen i statsobligationer med andra skuldinstrument. Eftersom staten för närvarande har stora budgetöverskott – och därmed ett litet lånebehov – finns det i dagsläget inget sådant utrymme.

Även på sikt torde det strukturella lånebehovet vara begränsat så länge som överskotts målet och skuldankaret i det finanspolitiska ramverket efterlevs.

Vid ett begränsat lånebehov måste Riksgälden fokusera upplåningen till den viktigaste upplåningskanalen – marknaden för statsobligationer – för att minimera den långsiktiga kostnaden och risken i statsskuld förvaltningen. Riksgälden behöver då prioritera utbudet av statsobligationer för att upprätthålla en likvid marknad, vilket minskar utrymmet för andra typer av skuldinstrument.

### **Flera hinder för effektiv hantering av premieobligationerna**

Även om det skulle finnas utrymme att ge ut premieobligationer och möjlighet att uppnå lönsamhet behöver dessutom flera administrativa och tekniska hinder övervinnas. Det handlar bland annat om att genomföra nya upphandlingar och utveckla systemstöd.

Riksgälden säljer premieobligationerna delvis via direktreklam, internet och telefon. Men för att nå tillräckligt höga volymer behöver även återförsäljare anlitas. Vid framtida försäljningar skulle Riksgälden vara än mer beroende av återförsäljarna för att nå nya kunder eftersom flera banker har gått över till att hantera premieobligationerna i depåer snarare än som tidigare på vp-konton. Riksgälden kan själv inte sälja till depåkunder.

Samtidigt har bankernas intresse för att sälja premieobligationer dämpats i takt med att efterfrågan på obligationerna minskat och bankernas egna konkurrerande sparprodukter blivit fler. Premieobligationerna är dessutom krångliga för bankerna att hantera eftersom de är konstruerade på ett sätt som skiljer sig från andra värdepapper – med serie- och ordningsnummer samt garantiserier. Sammantaget pekar detta mot att det blir allt svårare att attrahera nya återförsäljare.

Riksgälden måste även anlita extern hjälp för ärendehantering i form av att ta emot beställningar, skicka avräkningsnotor samt hämta och tilldela premieobligationer på kundens vp-konton. Det gällande avtalet för denna ärendehanteringstjänst löper ut 2020. Hur intresset hos bankerna ser ut för att lämna anbud i en ny upphandling är högst osäkert. Anbuderna har historiskt varit få och det finns inget som tyder på ett ökat intresse.

Internt behöver Riksgälden återuppbygga en försäljningsorganisation och utveckla det systemstöd som används. Här krävs till stor del helt nya lösningar, bland annat till följd av principbeslut om att inte längre använda det programmeringsspråk som vissa av applikationerna bygger på.

## Betydande kostnader för att återuppta försäljningen

Att återuppta utgivningen av premieobligationer är förknippat med stora kostnader. Det handlar framför allt om marknadsföring och provisioner till återförsäljare.

### Marknadsföringsinsatser nödvändiga för att attrahera nya kunder

Som nämnts tidigare behöver den framtida efterfrågan på premieobligationer komma från nya kunder som ska attraheras. Det bedöms kräva stora marknadsföringsinsatser, vilka antas medföra kostnader på initialt runt 30 miljoner kronor om året. Det är den nivå marknadsföringskostnaderna legat på som högst under 2000-talet. Jämförelsevis lades knappt 2 miljoner kronor på marknadsföring av den obligation som gavs ut 2016.

### Fortsatt behov av återförsäljare kräver högre provisioner

Provisioner till återförsäljarna har legat på i genomsnitt drygt 20 miljoner kronor per år de senaste tio åren. De har varierat mellan åren beroende på ersättningsmodell, volym och hur stor andel som sålts av återförsäljarna. Det är svårt att uppskatta framtida provisioner eftersom de är beroende av många olika faktorer, men Riksgälden bedömer att de kommer att behöva öka för att bankerna fortsatt ska vilja vara återförsäljare.

Provisionerna innefattar även kostnaden för den ärendehanteringstjänst Riksgälden köper i samband med emissionerna, se ovan.

### Kostnader för administration och förvaltning

Premieobligationerna innebär även löpande kostnader i form av bland annat ersättning till Euroclear och Nasdaq OMX för hantering av utestående premieobligationer. Historiskt har dessa kostnader legat på sammantaget 15–20 miljoner kronor om året.

Internt skulle det krävas både tid och pengar för att återuppbygga en försäljningsorganisation, inklusive upphandla ett callcenter, och utveckla det systemstöd som behövs. Det interna arbetet innefattar också bland annat backoffice-, kommunikations- och IT-tjänster.

Sammantaget bedömer Riksgälden att det inte finns förutsättningar att ge ut premieobligationer med vinst – och därmed bidra till lägre kostnad för statsskulden – varken nu eller på sikt.

## Andra eventuella skäl att erbjuda en statlig sparprodukt

I och med att kontosparandet Riksgäldsspar redan har avvecklats innebär en nedläggning av premieobligationerna att statens upplåning på privatmarknaden upphör. Det betyder att privatpersoner inte längre kommer att kunna spara i Riksgälden. En fråga som väckts är om det kan finnas andra skäl att erbjuda en statlig sparprodukt än att den ska bidra till lägre kostnad för statsskulden.

Ett sådant skäl skulle kunna vara att ge privatpersoner möjlighet att sätta in pengar i staten i tider av kris. När förtroendet för bankerna sviktade under finanskrisen 2008–2009 ville exempelvis allt fler privatpersoner och företag flytta sina pengar från bankerna till konto i Riksgälden. Totalt kom det in 16 miljarder kronor i Riksgäldsspar under andra hälften av 2008. Å andra sidan kan ett stort utflöde av pengar från bankerna i ett läge med finansiell oro bidra till instabilitet i det finansiella systemet och i förlängningen få negativa effekter på samhällsekonomin. Sedan finanskrisen har därför den statliga insättningsgarantin utökats, vilket innebär att skyddet för kontosparande i banker och andra kreditinstitut har stärkts. Behovet av att flytta pengar till staten vid en kris torde således ha minskat.

Om Riksgälden i framtiden skulle se att någon ny form av upplåning på privatmarknaden kan bidra till att sänka kostnaderna eller risken i statsskuldförvaltningen kommer det att övervägas inom ramen för de gällande riktlinjerna. Men om regeringen ser behov av att tillhandahålla en statlig sparprodukt med ett annat syfte bör det utredas.

## Kassaöverskottet på väg att minska

---

Regeringen har gett Riksgälden i uppdrag att om möjligt vidta åtgärder för att statens kassaöverskott ska återgå till en historiskt normal nivå. Överskottet kommer att minska gradvis när stora obligationslån förfaller de närmsta åren och minskningen snabbas på genom att Riksgälden använder kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken. Att få ner kassan till normal nivå på kort sikt skulle kräva drastiska åtgärder som inte är förenliga med målet om långsiktig kostnadsminimering. Ur ett samhällsekonomiskt perspektiv vore det i stället bättre att begränsa möjligheten att utnyttja skattekonton för kapitalplaceringar.

---

Riksgälden räknar med att ha fortsatt stora kassaöverskott inom likviditetsförvaltningen under 2018 och 2019. När staten får in mer pengar än vad som behövs för utbetalningar placeras överskottet tillfälligt på penningmarknaden till dess att de används för att betala utgifter eller förfallande lån. Eftersom dessa placeringar, eller förvaltningstillgångar, inte räknas av i redovisningen av statskulden blir skulden högre än den hade varit om pengarna i stället använts för att amortera.

I takt med att fler obligationer förfaller under 2019 och 2020 kommer statsskulden att amorteras och kassan gradvis minska. För att snabba på minskningstakten använder Riksgälden dessutom kassamedel till att refinansiera en del av vidareutlåningen till Riksbanken, se vidare nedan.

Kassaöverskottet byggdes upp under 2017 då statens skatteinkomster blev mycket större än prognosticerat, bland annat till följd av kapitalplaceringar på skattekonton. Trots att emissionsvolymen drogs ned hade Riksgälden vid slutet av året lånat mer än vad som behövdes för att finansiera statens utgifter och förfallande lån. Även en ökad efterfrågan på Riksgäldens marknadsvårdande repor bidrog till att det kom in mer pengar att placera.

### Gradvis minskning bidrar till minimerad kostnad och risk

Emissionsvolymerna i samtliga statspapper har sänkts till historiskt låga nivåer. Att fortsätta dra ned emissionsvolymerna, i stället för att låta kassaöverskottet minska gradvis, skulle försämra likviditeten på statspappersmarknaden i en redan ansträngd situation. Det skulle leda till både högre kostnader för statens upplåning och sämre låneberedskap på längre sikt. Kassan skulle heller inte minska på kort sikt eftersom det lägre utbudet av statsobligationer sannolikt skulle leda till ökad efterfrågan på Riksgäldens marknadsvårdande repor.

Det senare gäller även om Riksgälden skulle köpa tillbaka utestående nominella eller reala obligationer. Återköp har förekommit tidigare som ett alternativ till minskade emissioner, men att köpa tillbaka obligationer i dag skulle sannolikt förstärka trenden att marknaden fungerar sämre och efterfrågan på repor ökar. Erfarenheten visar dessutom att återköp kan bli kostsamma.

Att få ner kassaöverskottet till en normal nivå på kort sikt skulle kräva drastiska åtgärder, exempelvis att begränsa repofaciliteten i statsobligationer. Mot bakgrund av situationen på marknaden med brist på statspapper och försämrad likviditet riskerar sådana åtgärder att få allvarliga konsekvenser för marknadens funktionssätt. Det talar för att i stället låta kassaöverskotten minska gradvis.

## Riksgälden gör det som är möjligt för att få ner kassan

Riksgälden vidtar ändå de åtgärder som bedöms möjliga för att minska kassaöverskottet snabbare. En åtgärd som potentiellt kan få stor effekt är att använda kassamedel till att refinansiera lån till Riksbanken i stället för att ge ut nya obligationer i utländsk valuta.

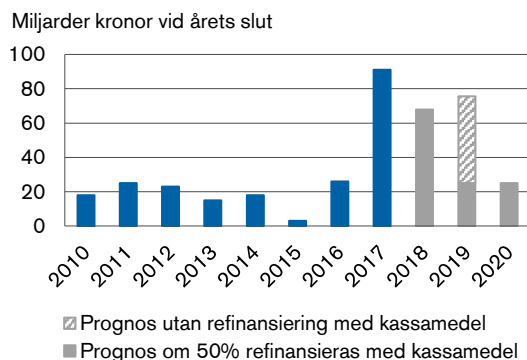
### Riksbankslån som refinansieras med kassamedel kan göra stor skillnad

När ett lån som tagits upp för Riksbankens räkning förfaller ger Riksgälden vanligtvis ut en ny obligation i utländsk valuta. I maj 2018, då ett lån på 2,25 miljarder dollar till Riksbanken förföll, valde Riksgälden i stället att omvandla kronor från kassan till dollar med hjälp av swappar. Därmed kunde Riksbanken låna till samma villkor som om Riksgälden tagit upp ett dollarlån direkt.

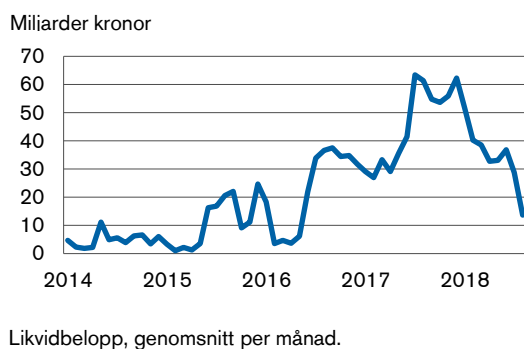
Även under nästa år räknar Riksgälden med att refinansiera utlåning till Riksbanken med kassamedel. I vilken omfattning det kommer att ske beror bland annat på marknadsförutsättningarna vid de tidpunkter lånen ska refinansieras. Det är dock inte aktuellt att ersätta samtliga valutalån med finansiering från kassan. Riksgälden bedömer att det är viktigt att behålla en viss närvaro på den internationella kapitalmarknaden för att säkerställa god framtida låneberedskap.

I Riksgäldens senaste prognos från juni antas att hälften av refinansieringsbehovet i utländsk valuta till Riksbanken ersätts med kassamedel under 2019. Om refinansieringen hanteras på det sättet väntas kassaöverskottet komma ner till normal nivå i slutet av nästa år. Om Riksgälden i stället enbart ger ut valutalån för att refinansiera utlåningen dröjer det till slutet av 2020 innan nivån har kommit ner, se diagram 9. Som framgår av diagrammet beror minskningstakten i hög grad på hur refinansieringen till Riksbanken hanteras under nästa år.

**Diagram 9. Förvaltningstillgångar**



**Diagram 10. Riksgäldens repor i statspapper**



### Efterfrågan på repor spelar också stor roll

Volymen av Riksgäldens marknadsvårdande repor har också stor betydelse för utvecklingen. Utnyttjandet av repofaciliteten har minskat på senare tid, se diagram 10. Minskningen beror sannolikt på att fler investerare har börjat repa ut sina innehav. Den trenden kan mycket väl fortsätta men tidigare säsongsmönster tyder på att volymerna ökar mot slutet av året. I den senast publicerade statsupplåningsrapporten uppskattas de marknadsvårdande reporna uppgå till 50 miljarder kronor vid årets slut, vilket är något lägre än i december 2017.

Den obegränsade repofaciliteten bedöms spela en avgörande roll för statspappersmarknadens funktion. Att begränsa faciliteten för att få ner kassaöverskottet skulle därför inte vara förenligt med målet om långsiktig kostnadsminimering med beaktande av risk.

### **Återköp av obligationer i utländsk valuta kan bidra på marginalen**

En annan tänkbar åtgärd är att köpa tillbaka obligationer i utländsk valuta. För de obligationerna finns inte samma behov av att värna likviditeten i marknaden och inte heller någon repofacilitet. Riksgälden har öppnat för att köpa tillbaka valutaobligationer när det finns ett intresse från investerare att sälja, vilket är en förutsättning för att det ska kunna göras till marknadsmässiga villkor. Det förväntas i så fall ske i liten omfattning men skulle på marginalen kunna bidra till att minska kassaöverskottet.

## **Effekter på statsskuldens storlek, kostnad och risk**

En effekt av att statens förvaltningstillgångar har ökat är att statsskulden har minskat i långsammare takt än den hade gjort om pengarna i stället använts till att amortera på skulden. Om staten har budgetöverskott under ett år och förvaltningstillgångarna är oförändrade blir minskningen i statsskulden normalt ungefär lika stor som budgetsaldot.<sup>4</sup> Om förvaltningstillgångarna däremot ökar under året blir skuldminskningen mindre än budgetsaldot. Så var fallet 2017 då ett budgetöverskott på 62 miljarder kronor gav en skuldminskning på endast 19 miljarder kronor.

När kassaöverskottet används till betalningar och förvaltningstillgångarna därmed minskar kommer å andra sidan skuldminskningen att vara större än budgetsaldot. Sammantaget över 2018 och 2019 sjunker statsskulden enligt Riksgäldens senaste prognos med 201 miljarder kronor, medan det ackumulerade budgetöverskottet för åren blir 158 miljarder kronor.

### **Ingen ökad kreditrisk eller förväntad merkostnad**

Kassaöverskottet leder varken till större kreditrisker eller högre förväntade kostnader för närvarande. Riksgälden placerar merparten av överskottet i Riksbankscertifikat vilket inte medför någon kreditrisk. I certifikaten erhåller Riksgälden reporäntan som är högre än den korta ränta Riksgälden normalt lånar till. I de marknadsvårdande reporna lånar Riksgälden exempelvis till en ränta som är 0,4 procentenheter lägre än reporäntan. Även räntan på statsskuldväxlar ligger under reporäntan.

Det oväntat låga lånebehovet 2017 innebar att Riksgälden även emitterade obligationer i större omfattning än vad som senare skulle visa sig behövas. Inte heller denna upplåning medför någon merkostnad trots att obligationsräntorna är högre än reporäntan. Det beror på att löptidspremierna är nära noll, varför lång upplåning inte är systematiskt dyrare än kort. Staten betalar visserligen högre räntor i närtid men obligationsräntorna speglar att den korta räntan väntas stiga i framtiden. Den kortsiktiga merkostnaden kompenseras då av motsvarande besparing på lång sikt.

## **Begränsa möjligheten att placera kapital på skattekonton**

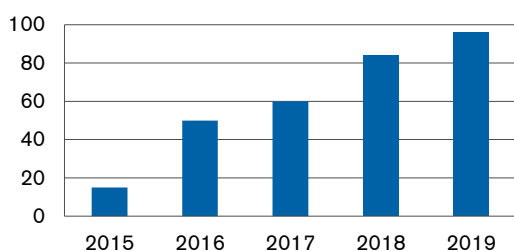
Kassaöverskottet uppstod framför allt under 2017 då Riksgälden kraftigt överskattade lånebehovet i sina prognoser. Den viktigaste orsaken till prognosfelen var att företagens insättningar på skattekonton blev betydligt större än väntat. Enligt Riksgäldens bedömning finns det för närvarande omkring 80 miljarder kronor på skattekonton som utgör rena kapitalplaceringar från privatpersoner och företag. Detta belopp motsvarar neddragningen av upplåningen i statsskuldväxlar jämfört med

<sup>4</sup> Förändringen i statsskulden beror också på uppräknning av upplupen inflation i realskulden och omvärdering av valutaskulden till nya valutakurser.

nivån innan skattekontot började utnyttjas som placeringsform. Vid slutet av nästa år väntas stocken av kapitalplaceringar öka ytterligare till närmare 100 miljarder kronor, se diagram 11.

**Diagram 11. Placeringar på skattekonto**

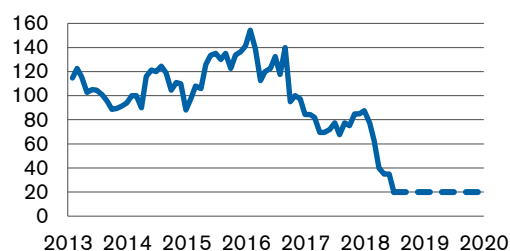
Placerat belopp, miljarder kronor



Uppskattade kapitalplaceringar vid utgången av varje år.

**Diagram 12. Stock av statsskuldväxlar**

Miljarder kronor



Streckad linje anger Riksgäldens prognos.

### Kapitalplaceringar på skattekonton ger merkostnad och negativa marknadseffekter

Kapitalplaceringar på skattekonton är en dyr upplåning för staten. Även om räntan på skattekontot sänktes från 0,56 till noll procent i januari 2017 är den fortfarande avsevärt högre än den korta marknadsräntan. Riksgälden uppskattar merkostnaden till nästan 1,5 miljarder kronor hittills jämfört med om staten i stället hade lånat i statsskuldväxlar.

Utöver den direkta merkostnad som kommer av ränteskillnaden medför kapitalplaceringarna på skattekonton mer långsiktiga negativa effekter för samhället som är svårare att kvantifiera. För det första har det minskade utbudet av statspapper bidragit till att statspappersmarknaden fungerar sämre, vilket kan göra det både dyrare och svårare för staten att låna större belopp i framtiden. För det andra snedvrids konkurrensen på penningmarknaden eftersom räntan på skattekontot inte är marknadsmässig. Det riskerar att leda till att exempelvis penningmarknadsfonder slås ut.

Riksgälden anser att det är angeläget att begränsa möjligheten att placera kapital på skattekonton. Det bör utredas om det går att hitta en konstruktion som tar bort incitamentet att placera större belopp utan att för den skull riskera skatteuppbörden. En möjlighet kan vara att golvräntan på noll procent bara gäller upp till en viss beloppsgräns för att undvika att privatpersoner och mindre företag drabbas av negativ ränta.

**Riksgälden arbetar för att statens finanser hanteras effektivt och att det finansiella systemet är stabilt. Riksgälden spelar därmed en viktig roll både på finansmarknaden och i samhällsekonomin.**



Besöksadress: Olof Palmes gata 17 | Postadress: 103 74 Stockholm | Telefon: 08 613 45 00  
E-post: riksgalden@riksgalden.se | Webb: riksgalden.se