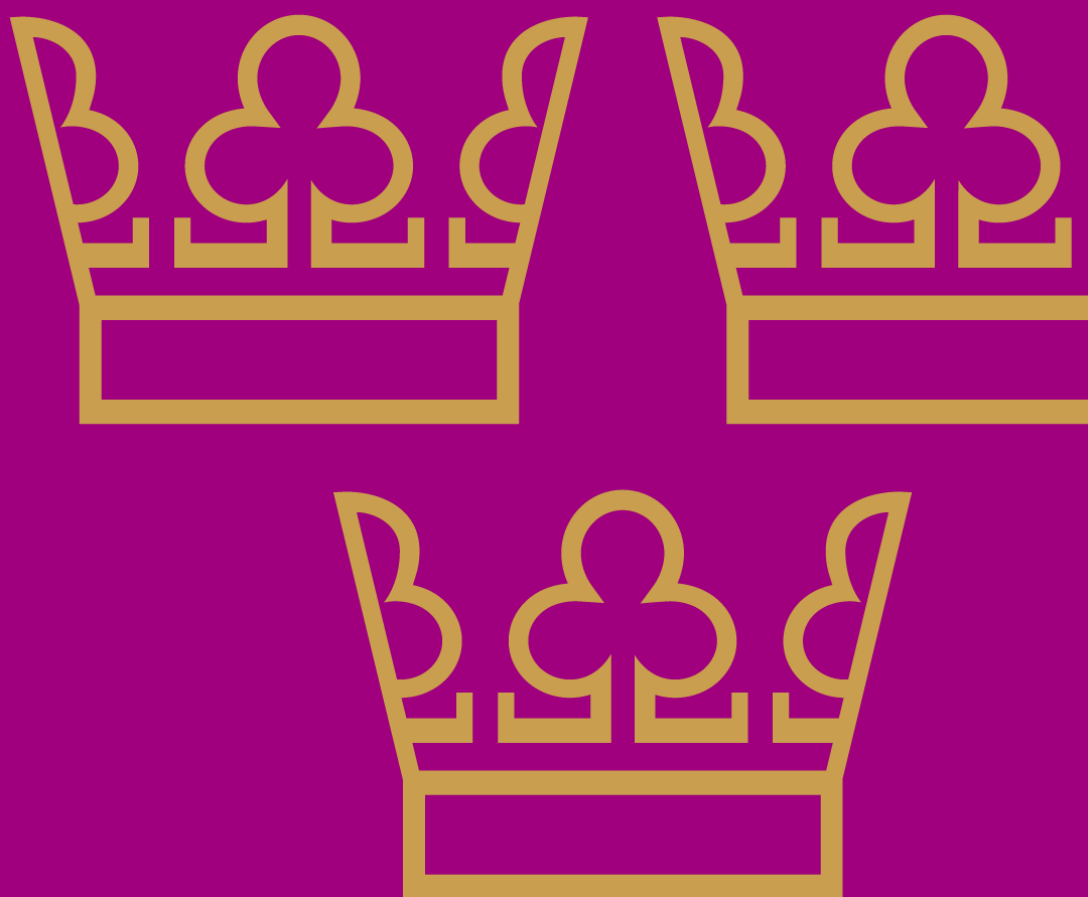


STATSUPPLÅNING

Prognos och analys 2019:3

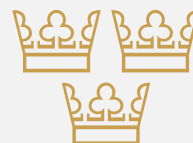


Riksgäldens uppdrag

Riksgälden är statens finansförvaltning. I uppdraget ingår att sköta statens upplåning och förvalta statsskulden. Målet är att göra det till en så låg kostnad som möjligt utan att risken blir för hög.

I *Statsupplåning – prognos och analys*, som kommer ut tre gånger om året, presenteras prognoser för den ekonomiska utvecklingen och statens budgetsaldo de närmaste två åren. Utifrån dessa beräknar Riksgälden statens upplåningsbehov och tar fram en plan för upplåningen som också redovisas i rapporten.

Den femte vardagen i varje månad publiceras utfallet av statens budgetsaldo för den föregående månaden i form av ett pressmeddelande. Utfallet jämförs med prognosen från *Statsupplåning – prognos och analys* och eventuella avvikelser förklaras. I samband med månadsutfallet redovisas också statsskuldens utveckling i rapporten *Sveriges statsskuld*.



Förord

I *Statsupplåning – prognos och analys 2019:3* presenteras prognoser för statens finanser och upplåning för åren 2019–2021. I det första avsnittet beskrivs den ekonomiska utvecklingen. Därefter redovisas prognoser för statsbudgeten och analysen bakom. Dessa prognoser ligger till grund för upplåningen som behandlas i rapportens sista avsnitt.

Hans Lindblad
Riksgäldsdirektör

Innehåll

Sammanfattning	4
Påtaglig avmattning i svensk ekonomi	5
Långsam tillväxt i omvärlden trots allt lägre räntor	5
Svag tillväxt i svensk ekonomi	9
Fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet	12
En svagare utveckling riskerar att bli ännu svagare	16
Stort budgetöverskott i år vänds till underskott 2020 och 2021	18
Låg tillväxt och sänkta skatter leder till lägre budgetsaldo	18
Lägre inkomster medför att det primära saldot sjunker	19
Riksgäldens nettoutlåning ökar	23
Räntebetalningar på statsskulden minskar 2021	24
Svagare budgetsaldo – riskbilden präglas av skattekontot	25
Ökat utbud av statspapper nästa år	28
Statsobligationerna prioriteras när upplåningen ökar	28
Statsskulden planar ut	34
Appendix	38
Nyckeltalstabeller, prognos	38
Marknadsinformation	41

Sammanfattning

Tyngd av inbromsningen i tillverkningsindustrin fortsätter den globala tillväxten att vara svag kommande år, trots låga räntor. Även svensk ekonomi har mattats av efter flera år med högkonjunktur och tillväxten väntas bli låg både i år och nästa år. Samtidigt är inflationen måttlig och arbetslösheten stiger. Mot slutet av prognosperioden väntas en långsam återhämtning av tillväxten, men riskerna för en sämre utveckling har ökat, framför allt på grund av utvecklingen i omvärlden.

Avmattningen i svensk ekonomi medför att statens skatteinkomster växer i långsammare takt samtidigt som utgifterna stiger. I slutet av prognosperioden väntas dessutom ett nettoutflöde av kapitalplaceringar från skattekontot, vilket bidrar till att ytterligare minska budgetsaldot. Innevarande år väntas budgetsaldot fortfarande visa ett överskott, förstärkt av Riksbankens återbetalning av lån. Överskottet vänds däremot till ett underskott både 2020 och 2021.

De sämre budgetutsikterna tillsammans med stora obligationsförfall gör att upplåningsbehovet ökar under prognosperioden. Riksgälden höjer därför auktionsvolymen i statsobligationer gradvis med början i januari 2020. Även upplåningen i statsskuldväxlar ökar från slutet av nästa år. I samband med introduktionen av en ny statsobligation i mars 2020 planerar Riksgälden utökade auktioner för att bygga upp volymen i den nya obligationen. Syftet med att erbjuda rena auktioner i stället för enbart byten är att stödja likviditeten i marknaden.

Nyckeltal för svensk ekonomi, statsfinanserna och statens upplåning

<i>Föregående prognos i kursivt</i>	2019		2020		2021
Svensk ekonomi och statsfinanserna					
BNP (%)	1,3	1,8	1,1	1,4	1,6
Arbetslöshet (% av arbetskraften)	6,7	6,5	7,1	6,7	7,2
Budgetsaldo (miljarder kronor)	113	121	-17	-19	-27
Finansiellt sparande (% av BNP)	0,8	0,9	0,5	0,5	0,2
Statsskuld (% av BNP)	22	22	21	21	21
Statens upplåning, miljarder kronor					
Statsobligationer	30	30	51	30	60
Realobligationer	8	9	9	9	9
Statsskuldväxlar (stock vid slutet av året)	20	20	40	30	68
Obligationer i utländsk valuta	19	19	60	59	49
varav vidareutlåning till Riksbanken	19	19	60	59	49

Påtaglig avmattning i svensk ekonomi

Tyngd av inbromsningen i tillverkningsindustrin fortsätter den globala tillväxten att vara svag kommande år, trots låga räntor. Även svensk ekonomi har mattats av efter flera år med högkonjunktur och tillväxten väntas bli låg både i år och nästa år. Samtidigt är inflationen måttlig och arbetslösheten stiger. Mot slutet av prognosperioden väntas en långsam återhämtning av tillväxten, men risken för en sämre utveckling har ökat, framför allt på grund av utvecklingen i omvärlden.¹

Långsam tillväxt i omvärlden trots allt lägre räntor

Den ekonomiska tillväxten i världen har mattats av och utvecklade ekonomier som USA och euroområdet växer nu långsammare. Handelskonflikten mellan USA och Kina och osäkerheten kring Storbritanniens utträde ur EU börjar sätta allt tydligare avtryck i både världshandeln och tillverkningsindustrin. Mot den bakgrunden har den globala penningpolitiken blivit mer expansiv, vilket har varit en bidragande orsak till att marknadsräntorna har fallit och att de finansiella förhållandena har blivit mer gynnsamma jämfört med läget i juni. Detta stödjer tillväxten och medför att konjunkturedgången inte blir så djup som den annars hade blivit. Ledande indikatorer och marknadsräntor pekar dock på att risken för recession är förhöjd i flera utvecklade ekonomier, däribland USA och Tyskland.

Den globala tillväxten fortsätter att vara svag

Under 2019 har BNP-tillväxten fortsatt att utvecklas svagt i flera av de största ekonomierna. Inbromsningen som inleddes under 2018 har påverkats av såväl handelskonflikten mellan USA och Kina som av att penningpolitiken fram till i år var mindre expansiv i flera länder. Den amerikanska ekonomin har hittills varit förhållandevis motståndskraftig, medan euroområdet har utvecklats svagt sedan slutet av 2017. Tillväxten i den kinesiska ekonomin har gradvis sjunkit sedan inledningen av 2018. Trots att både den inhemska efterfrågan har dämpats och exporten har minskat har tillväxten i Kina ändå varit i linje med det officiella tillväxtmålet på 6-6,5 procent.

Framöver väntas den globala tillväxten stiga något, framför allt drivet av tillväxtekonomierna. Bland annat förväntas Argentina och Turkiet återhämta sig efter de senaste årens ekonomiska kris. I Kina väntas dock tillväxten fortsätta att dämpas något, även om olika typer av ekonomisk-politiska stimulanser bidrar till att lindra effekterna av handelskonflikten.

USA och euroområdet väntas däremot växa betydligt långsammare kommande år (se tabell 1). Tillväxten stöds av den mer expansiva penningpolitiken och de lägre marknadsräntorna. I flera av de utvecklade ekonomierna bedöms det också finnas utrymme för mer expansiv finanspolitik. Tillväxten i exempelvis euroområdet antas gynnas av viss finanspolitisk stimulans framöver medan effekterna av de tidigare finanspolitiska stimulanserna i USA väntas avta.

¹ Information fram till och med den 23:e september har beaktats i arbetet med prognosen.

Handelskonflikten påverkar tillverkningsindustrin i USA och Europa

I spåren av handelskonflikten och osäkerheten rörande Storbritanniens utträde ur EU, sjunker världshandeln på årsbasis (se diagram 1). Detta har påverkat både USA och euroområdet där exporten har mattats av. Industriproduktionen har också dämpats och förtroendeindikatorer har sjunkit (se diagram 2). I USA bidrog både investeringarna och nettoexporten negativt till BNP-tillväxten under andra kvartalet. Framöver väntas exporten och investeringarna både i USA och i euroområdet utvecklas svagt i takt med lägre efterfrågan från omvärlden och ett sämre läge inom tillverkningsindustrin.

Tabell 1. BNP-tillväxt i ett urval av länder, prognos

Procentuell förändring	2018	2019	2020	2021
Euroområdet	1,9	1,1 (-0,2)	1,2 (-0,2)	1,4
USA	2,9	2,3 (-0,3)	1,8 (0,0)	1,7
Kina	6,6	6,1 (0,0)	6,0 (-0,2)	6,0

Anm.: Revideringar jämfört med föregående prognos inom parentes.

Källor: Nationella källor och Riksgälden.

Diagram 1. Världshandelsvolym, varor



Källor: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis och Riksgälden.

Nedgången i industriproduktionen är särskilt påtaglig i Tyskland, en av Sveriges viktigaste handelspartners. Där har industriproduktionen sjunkit med omkring 5 procent sedan inledningen av 2018. Det är särskilt den tyska bilindustrin som har problem. Den står för omkring 10 procent av landets totala produktion och är därmed viktig för den ekonomiska utvecklingen.

Problemen i den tyska bilindustrin beror bland annat på att handelskonflikten och en svagare tillväxt i Kina har dämpat efterfrågan på tyska bilar. Detta sker samtidigt som hela den globala bilindustrin genomgår en strukturell omvandling genom omställningen från förbränningsmotorer till elmotorer. Det finns därför en risk att den svaga utvecklingen i tysk industriproduktion blir utdragen.

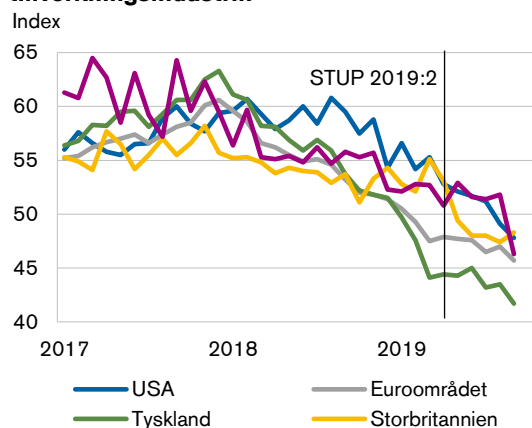
I jämförelse med tillverkningsindustrin utvecklas tjänstesektorn bättre i både USA och Europa. Men förtroendeindikatorer pekar på att framtidsutsikterna har försämrats och att den sämre utvecklingen i tillverkningsindustrin nu börjar sprida sig till övriga delar av ekonomin.

Hushållen i både USA och i euroområdet är ändå positiva om den framtida ekonomiska utvecklingen, vilket sannolikt speglar att arbetsmarknaden fortfarande är stark och lönetillväxten relativt god. Hushållens konsumtion väntas därför fortsätta att utvecklas förhållandevis väl ännu en tid. En gradvis svagare sysselsättningsutveckling väntas dock försvaga konsumtionen på sikt.

Mer expansiv penningpolitik för att understödja den ekonomiska tillväxten

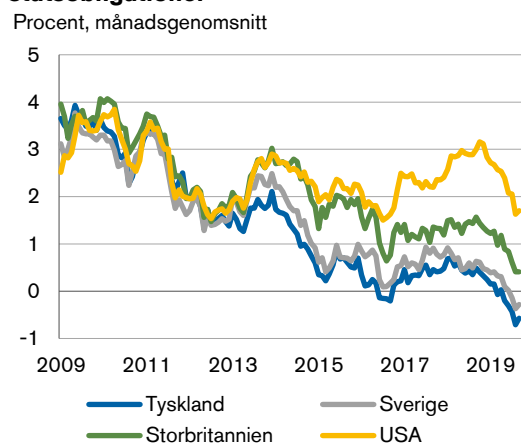
För att möta konjunkturavmattningen har ledande centralbanker som amerikanska Federal Reserve och Europeiska centralbanken (ECB) bland annat sänkt styrräntorna sedan mitten av 2019. Flera tillväxtekonomier har följt i spåren och dessutom förväntar sig marknadsaktörerna att penningpolitiken globalt kommer att bli än mer expansiv. Exempelvis pekar terminsräntorna på att Federal Reserve kommer fortsätta att sänka fram till slutet av 2020, då styrräntan förväntas vara drygt 1 procent.

Diagram 2. Inköpschefsindex, tillverkningsindustrin



Källor: ISM, Markit och Swedbank.

Diagram 3. Räntor på 10-åriga statsobligationer



Källa: Macrobond.

Även i Sverige fortsätter Riksbanken att driva en stimulerande penningpolitik. Räntebanan har gradvis justerats ned, men indikerar fortfarande en räntehöjning kring årsskiftet. Marknadsaktörerna förväntar sig däremot att reporäntan förblir i stort sett oförändrad under prognosperioden. Vidare planerar Riksbanken att köpa statsobligationer till ett nominellt belopp på sammanlagt 45 miljarder kronor från juli 2019 till december 2020, för att upprätthålla nivån på innehavet av statspapper. Sammantaget talar det mesta för att de låneräntor som svenska hushåll och företag möter fortsätter att vara mycket låga de närmaste åren.

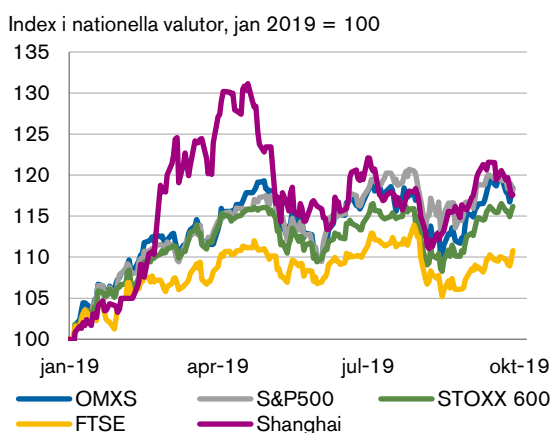
Allt eftersom penningpolitiken har blivit mer expansiv i många länder har det i allt större utsträckning diskuterats huruvida det finns utrymme för ytterligare penningpolitiska stimulanser, till exempel i händelse av en recession. Parallellt med, och med anledning av den diskussionen, har också debatten om finanspolitikens roll vuxit sig starkare. ECB har till exempel direkt uppmanat politikerna att vidta åtgärder. Samtidigt har Tysklands finansminister försäkrat att beredskapen för sämre tider är god. Samma diskussion förs även bland ekonomer knutna till akademien samt till internationella organisationer såsom Internationella Valutafonden (IMF).

Marknadsräntorna pekar på att risken för recession har stigit

Statsobligationsräntorna globalt har sjunkit kraftigt under 2019 till följd av de sämre konjunkturutsikterna och den expansiva penningpolitiken (se diagram 3). Den faktiska realekonomiska utvecklingen i år har däremot inte varit lika negativ som räntemarknaden och ledande indikatorer pekar på. Det har bidragit till att börskurserna hittills har stigit under året, i Sverige såväl som internationellt (se diagram 4).

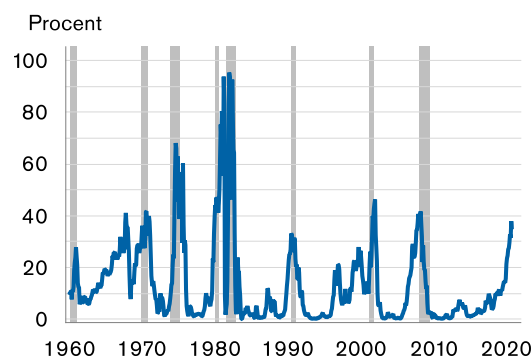
Sjunkande räntor har inneburit att negativa räntor numera präglar flertalet löptider i många länder. I Sverige har statsobligationsräntorna sedan sommaren varit negativa för alla löptider upp till tio år. För tioåriga amerikanska statsobligationer har räntan nästan halverats sedan november i fjol, medan räntan på statsobligationer med kortare löptid inte har sjunkit i samma utsträckning. Den kraftiga nedgången i långa räntor medförde att den amerikanska avkastningskurvan inverterade i början av sommaren, det vill säga att räntorna för kortare löptider var högre än för längre. Detta ökade i sin tur konjunkturoron. Avkastningskurvans lutning har historiskt varit en träffsäker indikator på recession och den pekar nu på att recessionsrisken har stigit påtagligt i USA (se diagram 5).

Diagram 4. Internationella börsindex



Källa: Macrobond.

Diagram 5. Sannolikheten för amerikansk recession inom 12 månader



Anm.: Modell baserad på den amerikanska avkastningskurvans lutning (10-årig statsobligationsränta minus 3-månaders statsskuldsväxelränta). De skuggade områdena i diagrammet markerar perioder när den amerikanska ekonomin har befunnit sig i recession. Källor: Federal Reserve Bank New York och Macrobond.

I jakt på avkastning, så kallad *search for yield*, har också räntorna på mer riskfyllda obligationer fallit. Ett av många exempel är att ränteskillnaden mellan italienska och tyska statsobligationer, som har varit förhöjd sedan våren 2018, har sjunkit markant de senaste månaderna. I Danmark har räntorna på bostadsobligationer blivit negativa. I USA och i Europa har räntorna på företagsobligationer sjunkit ungefär i linje med räntorna på jämförbara statsobligationer. Ränteskillnaden mellan företagsobligationer och statsobligationer, som är ett mått på riskpremien på företagsobligationer, är fortsatt låg jämfört med ett historiskt genomsnitt.

Det låga ränteläget påverkar Riksgäldens uppdrag

De senaste månaderna har räntorna på statsobligationer i en rad länder blivit negativa för de flesta löptider. Att avkastningskurvan uppvisar detta mönster är unikt. Flera centralbanker har dessutom signalerat att penningpolitiken kommer vara fortsatt expansiv de närmsta åren, vilket talar för att det låga ränteläget kommer att bestå under en längre tid.

Räntorna har dock varit i en nedåtgående trend under flera decennier. En förklaring till denna utveckling är strukturella förändringar, exempelvis förändringar i demografi, sparande i tillväxtekonomier och offentliga investeringar. Dessa förändringar har påverkat preferenserna

för sparande och investeringar globalt, vilket har sänkt den globala neutrala realräntan.² Detta har i sin tur successivt drivit räntorna till allt lägre nivåer.³

Skulle räntorna förbli låga under en längre tid framöver påverkar det Riksgäldens uppdrag på flera sätt. Det handlar om effekter på såväl förvaltningen av statsskulden och prognoser för statens lånebehov. Effekterna skiljer sig dock åt och det finns anledning att tro att det tar olika lång tid för dem att uppstå.

Förvaltningen av statsskulden. Avkastningskurvans lutning påverkar vilka löptider som är mest fördelaktiga för staten att låna på. Den fallande trenden i räntorna globalt tillsammans med en mer pessimistisk syn på den framtida konjunkturen har påverkat avkastningskurvans utseende framför allt genom lägre räntor. Därtill har tillgångsköpen under den okonventionella penningpolitiken och investerarnas jakt på avkastning resulterat i nedpressade räntor längs hela avkastningskurvan och påverkat både omsättningen och likviditeten på statspappersmarknaden.

Prognoser för statens lånebehov. En lägre neutral ränta påverkar effekterna av penningpolitiken, givet en viss styrränta, och förutsättningarna för finanspolitiken. Detta får i sin tur konsekvenser för prognoser för den makroekonomiska utvecklingen, däribland BNP-tillväxten och hur snabbt priserna ökar, vilka ligger till grund för statens lånebehov.

Statens budget. De låga eller negativa räntorna sänker statens lånekostnader, men det påverkar hur mycket pengar som sätts in på skattekontot. Skattekontot har de senaste åren i allt högre utsträckning använts som placeringsform av både privatpersoner och företag. Skattekontot är en dyr och ofrivillig låneform för staten. För att motverka inflöden på skattekontot har räntan på kontot reducerats till noll, men trots det är skattekontot fortfarande ett attraktivt placeringsalternativ för framför allt företag. Fortsatt negativa räntor, tillsammans med uttalanden från bankerna att införa negativa räntor på sina inlåningskonton, kan medföra att inflödena på skattekontot fortsätter.

Svag tillväxt i svensk ekonomi

Efter flera år med högkonjunktur har tillväxten i svensk ekonomi mattats av. Det blev påtagligt då reviderade utfall av BNP visar att tillväxten var låg redan under årets första kvartal. Svensk ekonomi har därmed nästan inte vuxit alls under det första halvåret 2019.

Olika indikatorer pekar också på att tillväxten har mattats av. Riksbankens mått på resursutnyttjandet, RU-indikatorn, har till exempel fallit de tre senaste kvartalen och både Konjunkturinstitutets barometerindikator och inköpschefsindex (PMI) visar på samma utveckling (se diagram 6). Fallet i Barometerindikatorn förklaras främst av att stämningläget i tillverkningsindustrin har försämrats, men även hushållen har blivit mer pessimistiska om den framtida ekonomiska utvecklingen. PMI visar

² Den neutrala reala räntan är den räntenivå som är förenlig med ett balanserat resursutnyttjande.

³ Se till exempel Rachel, L., och Smith, T., Secular drivers of the global real interest rate. Working Paper No. 571. Bank of England (2015).

också på en dämpning i hela näringslivet med mindre optimism inom både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn.

I Riksgäldens föregående prognos bedömdes ekonomin vara i en avmattningsfas, men bilden nu är att denna fas både har infallit tidigare och kommit längre än väntat. Det har bidragit till att prognosen för BNP-tillväxten har sänkts både 2019 och 2020. Efter dessa två år med förhållandevis svag tillväxt väntas ekonomin sedan växa något snabbare när den inhemska efterfrågan tilltar, stödd av en fortsatt expansiv penningpolitik. Tillväxten är dock fortfarande under det historiska genomsnittet. BNP väntas växa med 1,3 procent 2019, 1,1 procent 2020 och 1,6 procent 2021 (se tabell 2 och 3).

Tabell 2. Försörjningsbalans, fasta priser, prognos

Procentuell förändring ¹	2018	2019	2020	2021
BNP	2,3	1,3	1,1	1,6
Hushållens konsumtion	1,6	1,0	1,6	1,9
Offentlig konsumtion	0,4	0,7	0,7	1,0
Investeringar	4,6	-1,0	0,6	1,3
Lagerinvesteringar ²	0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	3,1	4,0	2,7	3,5
Import	3,6	1,9	2,8	3,4
Nettoexport ²	-0,2	1,0	0,1	0,1
BNP (kalenderkorr.)	2,4	1,3	0,9	1,4

Tabell 3. Försörjningsbalans, fasta priser, revideringar jämfört med föregående prognos

Procentenheter	2018	2019	2020	2021
BNP	0,0	-0,6	-0,3	-
Hushållens konsumtion	0,4	-0,3	-0,5	-
Offentlig konsumtion	-0,5	0,0	-0,3	-
Investeringar	0,6	-1,9	-0,7	-
Lagerinvesteringar ²	0,0	0,0	0,1	-
Export	-0,8	-0,2	-0,4	-
Import	-0,1	-0,6	-0,8	-
Nettoexport ²	-0,3	0,1	0,1	-
BNP (kalenderkorr.)	0,0	-0,6	-0,3	-

¹ Faktisk förändring jämfört med föregående år.

² Förändring i procent av BNP föregående år.

Källor: Statistiska centralbyrån och Riksgälden.

Nettoexporten håller uppe svensk tillväxt 2019

Den allt svagare inhemska efterfrågan har under första halvåret 2019 kompenseras av utrikeshandeln. Trots en försvagning av omvärldskonjunkturen och den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina, som båda bidragit till en minskad världshandel, har inte svensk export påverkats så negativt som omvärldsläget kan föranleda.

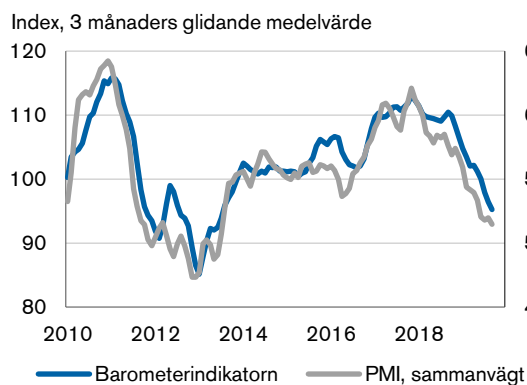
En svag svensk krona, stor andel handel med övriga Norden och en relativt hög andel tjänsteexport har bidragit till att Sverige inte påverkats lika mycket som exempelvis Tyskland. I Sverige utgör tjänsteexporten ungefär 30 procent av den totala exporten medan motsvarande andel för Tyskland är knappt 18 procent. Kommande år väntas dock svensk export växa långsammare igen, mer i linje med den svaga tillväxten i omvärlden och det försämrade stämningläget i den svenska tillverkningsindustrin (se diagram 2).

Importen har utvecklats svagare än förväntat under första halvåret 2019, vilket har lett till att bidraget från nettoexporten sammantaget blir högt innevarande år (se diagram 7). Bidraget minskar 2020 och 2021 när importen anpassar sig efter den rådande exporttillväxten och en återhämtning i inhemsk efterfrågan.

Svag inhemsk efterfrågan när investeringarna och hushållens konsumtion dämpas

Sedan drygt ett år tillbaka har den inhemska efterfrågan minskat märkbart i ekonomin. Investeringstrycket i näringslivet har avtagit, tydligt pådrivet av minskande bostadsinvesteringar. Samtidigt har både hushållens och den offentliga konsumtionen ökat förhållandevis långsamt.

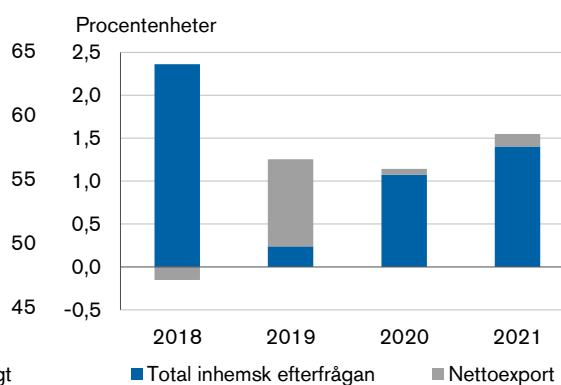
Diagram 6. Barometerindikatorn och PMI



Anm.: För PMI (höger axel) avses både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn.

Källor: Konjunkturinstitutet och Swedbank/Silf.

Diagram 7. Inhemsk efterfrågan och utrikeshandel



Källor: Statistiska centralbyrån och Riksgälden.

Den svaga utvecklingen av den inhemska efterfrågan håller i sig under resten av 2019 och fortsätter vara relativt svag 2020. Investeringarna ökar igen 2021, bland annat till följd av att investeringarna i offentlig sektor ökar. Dessutom ökar investeringarna i näringslivet igen, samtidigt som fallet i bostadsinvesteringarna stannar av.

Dämpad syn på svensk ekonomi håller tillbaka hushållens konsumtion

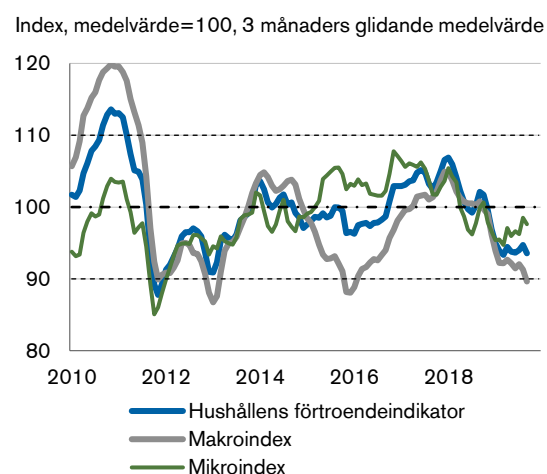
Hushållens konsumtion utvecklades svagt i slutet av 2018 och i början av 2019, vilket innebär att tillväxten för helåret 2019 blir relativt låg, trots att det finns en förväntan om en viss återhämtning under andra halvåret i år. Lägre bilförsäljning efter ändrade skatteregler samt lägre konsumtion utomlands till följd av den svagare kronan är några förklaringar till den svaga utvecklingen. Därutöver har hushållens syn på den svenska ekonomin och arbetsmarknaden blivit mer pessimistisk under 2019, vilket syns i Konjunkturbarometerens makroindex (se diagram 8). Den mer negativa synen väntas följa den allmänna konjunkturedgången 2020 och bidra till att hushållen blir mer återhållsamma. Hushållen väntas inte ta av sitt sparande för att på så vis öka sin konsumtion, utan sparandet förblir på historiskt höga nivåer under hela prognosperioden (se diagram 9). I takt med att konjunktoren förbättras ökar konsumtionen 2021 och växer då nära ett historiskt snitt.

Reviderad statistik över hushållens konsumtion visar på ett lägre sparande

Den femårsöversyn av nationalräkenskaperna som skedde i samband med utfallet för det andra kvartalet 2019 höjde nivån på hushållens konsumtion, vilket påverkar bilden av hur mycket som sparats historiskt. Det medförde att sparkvoten från och med 2010 föll med ett par procentenheter. I det finansiella sparandet, som exkluderar reallt sparande i främst småhus, ingår även amorteringar.

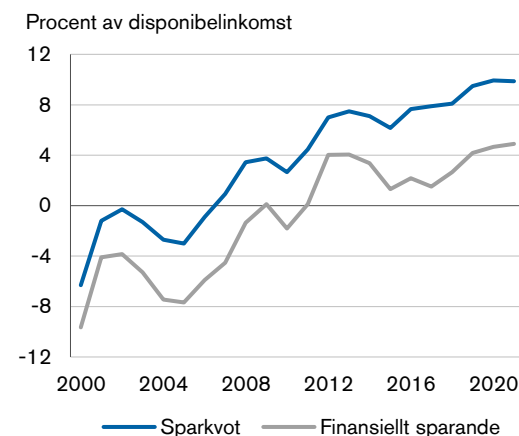
Dessa uppskattades med hjälp av statistik från Finansinspektionen till cirka 2 procent av disponibelinkomsten.⁴ Räknas amorteringarna bort är den del av hushållens sparande som enklare kan användas till konsumtion inte längre lika högt och utgör således inte en lika stor buffert för hushållen i tider med lägre inkomster. Det fanns länge ett historiskt mönster där sparandet ökade i ekonomiskt sämre tider och minskade i bättre. Det har dock brutits i och med att sparkvoten fortsatte att öka även efter 2015 då svensk ekonomi bedöms ha varit i högkonjunktur. Det är därför svårare att i rådande läge bedöma hur hushållen kommer att justera sin konsumtion respektive sitt sparande.

Diagram 8. Hushållens förtroendeindikator



Anm.: Mikroindex sammanfattar hushållens syn på den egna ekonomin och makroindex synen på utvecklingen i svensk ekonomi.
Källa: Konjunkturinstitutet.

Diagram 9. Hushållens sparande



Anm.: Avser sparande exklusive sparande i tjänste- och avtalspensioner. Hushållens icke-vinstdrivande organisationer (HIO) ingår.
Källor: Statistiska centralbyrån och Riksgälden.

Den demografiska utvecklingen de kommande åren påverkar offentlig konsumtion

Den offentliga konsumtionen väntas under hela prognosperioden som helhet växa i linje med ett historiskt genomsnitt. Men konsumtionen ökar gradvis under prognosperioden, bland annat på grund av utmaningen kopplad till en allt högre andel unga och äldre i befolkningen. Denna utveckling förstärks successivt kommande år. Kostnaderna för sjukhusvård och äldreomsorg för personer över 80 år är hög och konsumtionstrycket inom kommuner och landsting kommer att öka. Sett till antalet personer är ökningen störst i den arbetsföra gruppen, men då kostnaderna är så pass mycket högre i den äldre gruppen får det genomslag i de offentliga finanserna. Denna grupp väntas växa allt snabbare, speciellt under åren efter prognosperiodens slut (se diagram 10).

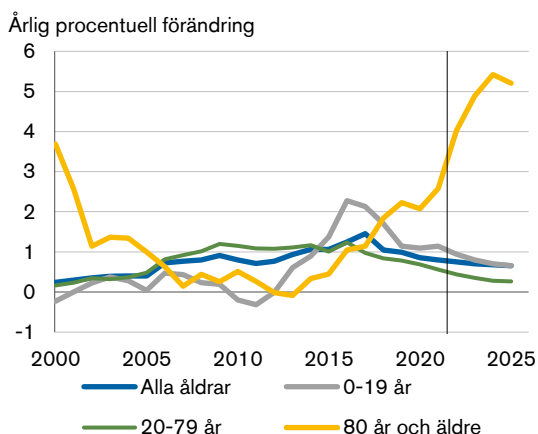
Fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet

Arbetsmarknaden har fortsatt att mattas av och indikatorer som till exempel brist på arbetskraft pekar tydligt på att toppen av arbetsmarknadscykeln har passerats. De senaste utfallen i arbetskraftsundersökningen (AKU) har också visat att arbetsmarknaden har försämrats snabbt, exempelvis har arbetslösheten ökat påtagligt (se diagram 11). Delar av bilden i AKU är dock svår att förena med information från andra statistikällor, vilket gör att det finns en viss förhöjd osäkerhet

⁴ Se fördjupningsrutan *Hur högt är de svenska hushållens sparande?* i Statsupplåning – prognos och analys 19:2. Riksgälden.

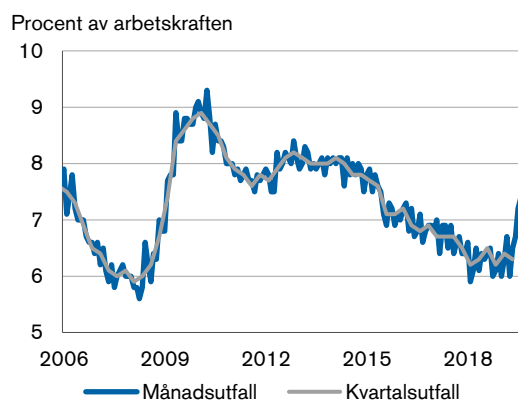
kring analysen och prognosen (se fördjupningsruta *Viss osäkerhet i bilden av arbetsmarknaden*, sid 15).

Diagram 10. Demografisk utveckling i Sverige



Anm.: Befolkningsframskrivningen från och med 2019. Prognosperioden sträcker sig fram till 2021.
Källa: Statistiska centralbyrån.

Diagram 11. Arbetslösheten



Källa: Statistiska centralbyrån.

Sammantaget väntas arbetslösheten enligt AKU stiga påtagligt under prognosperioden, vilket i huvudsak är en konsekvens av den ökning som redan har skett till 6,7 procent i år, 7,1 procent 2020 och 7,2 procent 2021 (se tabell 4).

Stort fall i sysselsättningen koncentrerat till kommunala sektorn

Utvecklingen på arbetsmarknaden är tudelad. I den privata sektorn har arbetsmarknaden hittills dämpats med konjunkturen. Denna nedgång är i linje med föregående prognos och till exempel Konjunkturinstitutets förtroendeindikatorer pekar på att avmattningen kommer att fortsätta nästa år.

Inom den kommunala sektorn, som också inkluderar landstingen, har sysselsättningen enligt AKU däremot fallit markant. Nedgången avviker från bilden av arbetsmarknaden i övrigt och är svår att förklara. Utvecklingen är också överraskande mot bakgrund av de demografiska utmaningarna som beskrevs i avsnittet om offentlig konsumtion ovan. Osäkerheten om nuläget påverkar i viss utsträckning bedömningen framöver. Eftersom övrig statistik inte entydigt stödjer det branta fallet i AKU, gör Riksgälden bedömningen att AKU framöver kommer att visa att fallet i sysselsättningen i kommunal sektor bromsar in, för att under följande år växa i långsam takt. Sammantaget ökar sysselsättningen mycket långsamt under prognosperioden.

Utrikes födda fortsätter att bidra till att arbetskraften växer

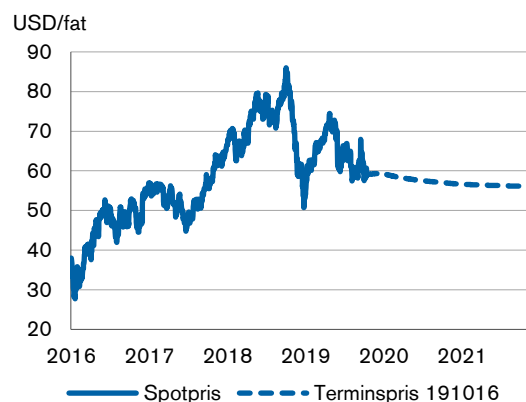
Arbetskraften har precis som sysselsättningen utvecklats svagare än förväntat. Det beror huvudsakligen på att bidraget från gruppen inrikes födda har varit påtagligt negativt de senaste kvartalen. Gruppen utrikes födda har utvecklats mer i linje med förväntningarna och fortsätter att ge positiva bidrag till arbetskraften. Denna utveckling stämmer väl överens med att antalet nya uppehållstillstånd fortsätter att ligga på historiskt höga nivåer och att andelen som får uppehållstillstånd av arbetsmarknadsskäl fortsätter att öka. Bidraget från utrikes födda väntas fortsätta att vara positivt under kommande år vilket bidrar till att arbetskraften ökar i förhållandevis god takt och att arbetslösheten fortsätter att stiga under prognosperioden.

Tabell 4. Nyckeltal för arbetsmarknaden, priser och löner

Procentuell ökning	2018	2019	2020	2021
Arbetskraft	1,4	0,8	0,5	0,4
Sysselsatta	1,8	0,3	0,1	0,3
Arbetslöshet ¹	6,3	6,7	7,1	7,2
KPIF	2,1	1,7	1,7	1,8
Timlön (NR)	2,2	2,7	2,9	3,0
Lönesumma	4,8	3,8	3,1	3,4

¹Procent av arbetskraften.

Källor: Statistiska centralbyrån, Skatteverket och Riksgälden.

Diagram 12. Oljepris, Brent, och terminspris

Källor: Intercontinental Exchange (ICE) och Riksgälden.

Lönesumman växer långsammare till följd av den dämpade konjunkturen

Lönerna förväntas fortsatt att växa något snabbare kommande år, vilket huvudsakligen är en konsekvens av de nya avtal som ska slutas under 2020. Förändringen av ökningstakten är dock relativt liten. Effekten på lönesumman av de något högre löneökningarna mer än motverkas av att antal arbetade timmar samtidigt minskar tydligt. Detta medför att tillväxten i lönesumman dämpas både i år och nästa, för att därefter öka igen 2021. Det är i linje med konjunkturbilden som helhet.

Få tecken som tyder på högre inflation

Inflationen väntas fortsätta att understiga inflationsmålet på 2 procent de kommande åren. Trots de senaste årens starka konjunktur och höga resursutnyttjande har lönerna ökat förhållandevis långsamt och ökningstakterna förväntas bli måttliga även framöver. Därtill har inflationsförväntningarna sjunkit något på senare tid och pekar på en inflation på något under 2 procent framöver. Även modellskattningar indikerar en måttlig inflationstakt på längre sikt. Riksgäldens prognos är att KPIF-inflationen de kommande åren är på nivåer strax över ett historiskt genomsnitt (se tabell 4).

De senaste åren har energipriserna bidragit till att höja inflationstakten, något de förväntas fortsätta att göra den närmaste tiden. På lite längre sikt väntas de i stället dämpa inflationstakten. Bland annat indikerar terminsprissättningen av olja ett sjunkande oljepris under prognosperioden (se diagram 12).

På sikt antas även kronans utveckling dämpa inflationstrycket. Enligt bland annat penningmarknadsaktörerna bedöms kronan stärkas långsamt gentemot både den amerikanska dollarn och euron.⁵ Det speglar sannolikt en förväntan om en mer expansiv penningpolitik i Sverige än i omvärlden de kommande åren.

⁵ Prospera, september 2019.

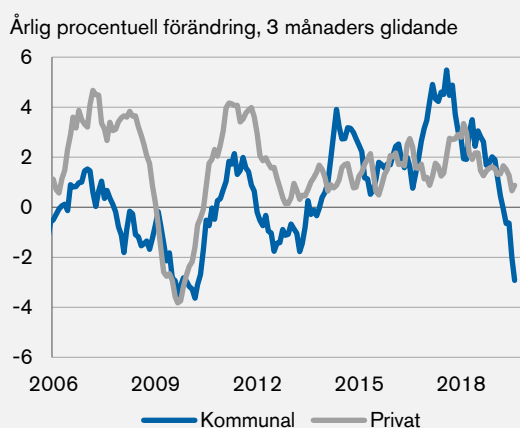
Viss osäkerhet i bilden av arbetsmarknaden⁶

Arbetskraftsundersökningen (AKU) har de senaste månaderna visat på ett brant fall i sysselsättningen i den kommunala sektorn. Utvecklingen står i tydlig kontrast till den väsentligt större privata sektorn där sysselsättningen fortsätter att öka (se diagram 13).

Varför faller sysselsättningen brant i kommunal sektor?

Det finns flera möjliga förklaringar till att sysselsättningen dämpas i kommunerna, men gemensamt för dem alla är att de har svårt att förklara såväl hastigheten och storleken på det fall som syns i AKU. En möjlig förklaring är att de arbetsmarknadspolitiska programmen har minskat påtagligt under året, exempelvis de så kallade Extratjänsterna.

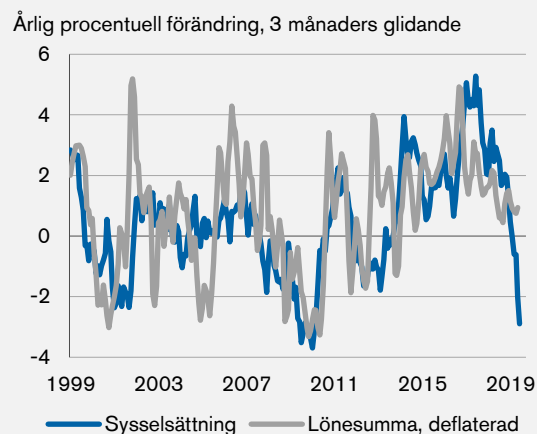
Diagram 13. Sysselsättningen i privat och kommunal sektor



Anm.: I kommunal sektor är sysselsättningen i landstingen inkluderad.

Källa: Statistiska centralbyrån.

Diagram 14. Sysselsättning och lönesumma i kommuner och landsting



Anm.: Lönesumman är deflaterad med löneökningstakten i kommunal sektor.

Källor: Skatteverket, Statistiska centralbyrån och Riksgälden.

Den möjliga effekten av den minskningen är dock väsentligt mindre än det totala nedgången i sysselsättning på cirka 50 000 personer, motsvarande 4 procent, som skett i sektorn på ett år. Det avklingande mätfelet i AKU, vilket härrör från hur nyanlända asylsökande som fått uppehållstillstånd hanteras i statistiken, räcker inte heller som förklaring, varken avseende storleken eller tidpunkten.⁷ Samma slutsats gäller pensionsavgångar. Såväl ett ansträngt ekonomiskt läge generellt i kommunerna som avveckling av de extra tjänster som tillkom i samband med asylvågen 2015 skulle visserligen vara rimliga förklaringar till varför sysselsättningen minskar, men det är mindre troligt att

⁶ Efter att stoppdatum för ny information i denna rapport passerats har SCB publicerat ett pressmeddelande som konstaterar att SCB har identifierat brister i datainsamlingen till AKU. Dessa brister har påverkat kvaliteten och kommer att leda till revideringar av statistiken framöver. Till exempel gör SCB bedömningen redan nu att arbetslösheten i dagsläget är överskattad.

⁷ Se fördjupningsrutan *Nyanlända leder till att AKU överskattar sysselsättningen* i Statsuppläning – prognos och analys 17:2, Riksgälden, för mer om mätfelet i AKU.

de inom loppet av ett fåtal månader skulle leda till en nedgång som är i paritet med den försämringsstakt som uppmättes under finanskrisen 2008–2009.

Bilden i Arbetskraftsundersökning stöds inte fullt ut av övrig statistik

Den snabba och kraftiga avmattningen enligt AKU avviker från bilden som tecknas av annan statistik över arbetsmarknaden, till exempel Arbetsförmedlingens varsel- och arbetslöshetsstatistik. Mer iögonfallande är dock att den ser ut att avvika även från utvecklingen av lönesumman. Inbromsningar i sysselsättning brukar av förklarliga skäl matchas av ungefär motsvarande inbromsningar i lönesumman (justerad för löneökningar), något som inträffade såväl 1999–2000, 2007–2009 samt 2011–2012 (se diagram 14). Utfallen för lönesumman baseras dessutom på faktiska betalningar, vilka jämfört med undersökningar är förknippade med mindre osäkerhet.

De senaste månadernas utfall för lönesumman i kommuner och landsting är svår att förena med det branta fallet i sysselsättning. Givet hur samvariationen sett ut tidigare pekar den deflaterade lönesummans utveckling på att sysselsättningen i kommuner och landsting snarare skulle vara ungefär oförändrad jämfört med för ett år sedan, än att ha fallit med motsvarande cirka 40 000 sysselsatta. Denna enkla metod för att uppskatta avvikelserna är behäftad med stor osäkerhet, men ger ändå en fingervisning om att diskrepansen med annan statistik är förhållandevis stor.

Bilden kan självklart komma att förändras kommande månader, men i nuläget ligger det nära till hands att tro att bilden som AKU ger av den kommunala sektorn är något mer dyster än den faktiska utvecklingen.

En svagare utveckling riskerar att bli ännu svagare

Sammanfattningsvis har den ekonomiska utvecklingen i Sverige blivit svagare än vad Riksgälden bedömde i sin föregående prognos. Såväl BNP-tillväxten som arbetsmarknaden har mattats av mer än förväntat. Dessutom pekar konfidensindikatorer och bristtal på arbetskraft på att avmattningen kommer att fortsätta. Detta har lett till nedrevideringar i prognoserna. Under innevarande och nästa år väntas svensk ekonomi utvecklas svagt för att sedan återhämta sig något 2021. Men det finns flera faktorer som riskerar att medföra att prognoserna behöver revideras.

Risker i omvärlden dominerar

En av de största riskfaktorerna är kopplade till det låga ränteläget. Flera centralbanker har återigen sänkt räntorna från redan låga eller rentav negativa nivåer, samtidigt som de signalerar ytterligare penningpolitiska lättnader för att motverka en sämre ekonomisk utveckling. Marknadsräntorna har också fallit till mycket låga nivåer. Utvecklingen aktualiserar frågan om hur länge och i vilken utsträckning fortsatta låga räntor kan ge stimulans till ekonomin. De låga räntorna har också medfört att risktagandet på de finansiella marknaderna har ökat när investerare har sökt sig till än mer riskfyllda tillgångar i jakt på avkastning. Om den ekonomiska utvecklingen blir sämre än förväntat kan det medföra snabbt stigande riskpremier och fallande tillgångspriser. Det kan i sin tur förstärka en konjunkturedgång. Samtidigt kan den mer expansiva penningpolitiken leda till högre tillväxt än förväntat. Det är också möjligt att stimulera ekonomin genom en mer expansiv finanspolitik, något som exempelvis diskuteras i Tyskland, även av regeringsföreträdare.

Den inbromsning som har skett i världshandeln kommer i kölvattnet av en global nedgång i den ekonomiska aktiviteten, men inbromsningen har sannolikt förstärkts av både den pågående handelskonflikten mellan USA och Kina och den alltjämt oklara situationen rörande formerna för Storbritanniens utträde ur EU. Ur ett svenskt exportperspektiv har en ihållande försvagning av kronan motverkat en del av denna effekt. Utgången av såväl handelskonflikten och brexit som utvecklingen av den försämrade relationen mellan Iran och USA och andra geopolitiskt spända situationer kan tillsammans med kronans utveckling påverka svensk export framöver. Alla de nämnda riskerna har potential att på förhållandevis kort sikt påtagligt förändra situationen till det sämre. Samtidigt kan en mer gynnsam utveckling än förväntat bidra till högre tillväxt. Om detta skulle ske rör det sig sannolikt om en långsam förbättring, till exempel på det sätt som förbättrade handelsrelationer har tenderat att successivt leda till ökade handelsvolymerna.

Analysen av den svenska arbetsmarknaden präglas av viss osäkerhet eftersom den snabba och kraftiga försämring som tecknas i arbetskraftsundersökningen, framför allt i den kommunala sektorn, inte fullt ut stöds av annan tillgänglig statistik. Dessutom finns det förhållandevis lite statistik som speglar utvecklingen i just den kommunala sektorn, vilket bidrar till osäkerheten i helhetsbedömningen.

På kort sikt är utvecklingen av lönesumman, framför allt i kommunal sektor, den enskilt viktigaste indikationen på hur kraftig inbromsningen av sysselsättningen i kommunal sektor egentligen är och framför allt vilka effekter den får för statens lånebehov. Det finns inga tecken i dagsläget på att lönesumman i kommunal sektor har dämpats i den utsträckning som de senaste månadernas fall i sysselsättning enligt AKU indikerar. Den i nuläget stora diskrepansen mellan de två är dock en källa till osäkerhet i analysen av arbetsmarknaden.

Stort budgetöverskott i år vänds till underskott 2020 och 2021

Avmattningen i svensk ekonomi medför att statens skatteinkomster växer i långsammare takt samtidigt som utgifterna stiger. I slutet av prognosperioden väntas dessutom ett nettoutflöde av kapitalplaceringar från skattekontot, vilket bidrar till att ytterligare minska budgetsaldot. Innevarande år väntas budgetsaldot fortfarande visa ett överskott, förstärkt av Riksbankens återbetalning av lån. Överskottet vänds därefter till ett underskott både 2020 och 2021.⁸

Låg tillväxt och sänkta skatter leder till lägre budgetsaldo

Utvecklingen av primärsaldot präglas av att konjunkturen har mattats av. Statens skatteinkomster beräknas därför växa betydligt långsammare jämfört med de närmast föregående åren, samtidigt som utgifterna ökar. Det är framför allt inkomster från moms på bostadsinvesteringar och skatter på kapital som påverkas av avmattningen. Utöver en svagare makroekonomisk utveckling påverkas primärsaldot även av förslagen i budgetpropositionen för 2020, vilka sammantaget uppgår till omkring 24 miljarder kronor i ofinansierade reformer. Tillsammans med ett förväntat utflöde av kapitalplaceringar från skattekontot 2021 bidrar detta till att primärsaldot sjunker under prognosperioden.

Riksgäldens nettoutlåning påverkar budgetsaldot positivt 2019 eftersom Riksbanken inte refinansierar stora lån som förfallit. Räntebetalningarna på statsskulden minskar påtagligt mellan 2020 och 2021 på grund av att de obligationer som förfaller under 2020 har hög kupongränta.

Sammantaget räknar Riksgälden med ett överskott i statsbudgeten på 113 miljarder kronor i år, som sedan vänds till ett underskott på 17 miljarder kronor 2020 och 27 miljarder kronor 2021 (se tabell 1).

⁸ Information fram till och med den 10 oktober har beaktats i prognosen.

Tabell 1. Statens budgetsaldo, prognos 2019-2021

Miljarder kronor	2019		2020		2021
	okt	(jun)	okt	(jun)	okt
Primärt saldo ¹	70	(75)	31	(30)	-1
Riksgäldens nettoutlåning ²	65	(66)	-23	(-19)	-21
Varav vidareutlåning	67	(67)	-8	(-6)	-8
Räntor på statsskulden	-22	(-20)	-25	(-30)	-4
Budgetsaldo³	113	(121)	-17	(-19)	-27
Budgetsaldo exkl. kapitalplaceringar på skattekontot	113	(121)	-17	(1)	-2

¹Primärsaldot är nettot av statens inkomster och utgifter exklusive räntebetalningar och Riksgäldens nettoutlåning.

²Riksgäldens nettoutlåning omfattar nettot av myndigheter med fleras ut- och inlåning i Statens internbank. Den innehåller såväl löpande statlig verksamhet som tillfälliga poster, vilka kan beslutas med kort varsel.

³Budgetsaldot med omvänt tecken är statens nettolånebehov. I tabellen redovisas nettoutlåningen och räntorna på statsskulden med omvänt tecken jämfört med redovisningen i med tabell 4 och 5. Information till och med den 10 oktober har beaktats i prognosen.

Lägre inkomster medför att det primära saldot sjunker

En svag utveckling för statens skatteinkomster bidrar till att det primära saldot sjunker successivt under prognosperioden. För 2021 tyngs saldot både av att kapitalplaceringarna på skattekontot förväntas minska och antagandet om ofinansierade reformer. Samtidigt ökar statens utgifter totalt sett i ungefär samma takt som tidigare.

Skattesänkningar inom löneområdet bidrar till att statens inkomster minskar

Budgetpropositionen för 2020 innehöll flera förslag om skattesänkningar på löner där de största var att värnskatten avskaffas och att pensionärer får lägre skatt. Samtidigt medför den svagare utvecklingen på arbetsmarknaden att lönesumman växer långsammare än tidigare. Båda dessa effekter gör att statens skatteinkomster blir lägre än tidigare beräknat (se tabell 2 och 3).

En stor del av de samlade skatteinkomsterna från lönerna tillfaller kommunerna genom kommunalskatten.⁹ De belopp som kommer att betalas ut till kommunerna från staten nästa år blir lägre än tidigare beräknat, vilket framför allt beror på den lägre tillväxten i lönesumman. Det gör att statens skatteinkomster inte minskar lika mycket 2020 som de annars skulle ha gjort (se tabell 2 och 3).

Inkomsten från konsumtionskatterna minskar i takt med lägre inhemsk efterfrågan

Det kommande året dämpas hushållens konsumtion och investeringarna utvecklas mycket svagt, inte minst bostadsinvesteringarna som faller. Bostadsinvesteringar ligger till skillnad från investeringar i många andra sektorer sist i produktionskedjan och belastas i princip fullt ut med moms. Eftersom bostadsinvesteringar också är volatila får de stor påverkan på momsinkomsterna såväl när de växer som när de sjunker. Sammantaget väntas den försämrade konjunkturen leda till att inkomsterna från momsen ökar långsammare under prognosperioden än vad de har gjort de senaste åren. Den svagare utvecklingen för momsen motverkas delvis av att punktskatterna utvecklas relativt starkt, drivet av framför allt regeländringar med höjda och nya miljörelaterade punktskatter. Sammantaget väntas dock inkomsten från konsumtionskatterna minska (se tabell 3).

⁹ På kort sikt är kommunernas inkomster från kommunalskatt låsta genom att staten samlar in all skatt löpande och betalar ut fasta belopp till kommunerna. Efter två år görs en reglering mellan kommunerna och staten.

Statens inkomster från företagsskatter dämpas med konjunkturen

De senaste årens starka ekonomiska läge har medfört att vinsterna i näringslivet har vuxit relativt snabbt. När konjunkturen nu dämpas väntas företagens vinster växa i en långsammare takt och därmed också statens inkomster från företagsskatter (se tabell 3). Framåtblickande indikatorer, så som Business Swedens exportchefsindex, har fallit under flera kvartal. Samtidigt visar inköpschefsindex att hela näringslivet, men framför allt tillverkningsindustrin, har blivit mer pessimistiska om den framtida ekonomiska utvecklingen. Exporten förväntas därför växa långsammare framöver vilket bidrar till att vinstutvecklingen i näringslivet dämpas. I slutet av prognosperioden beräknas både exporten och BNP successivt öka i snabbare takt, och därmed också vinsterna.

Tabell 2. Större prognosrevideringar i budgetsaldot

Miljarder kronor	2019	2020
Prognos juni 2019	121	-19
Primärsaldo	-5	1
Varav:		
Skatteinkomster	-3	-16
Kapitalplaceringar skattekonto	0	20
Utdelningar på statens aktier	0	0
Statsbidrag till kommuner	0	-4
Arbetsmarknad	4	-1
Socialförsäkring	0	-1
Migration	0	0
Bistånd	-1	0
Övrigt	-5	4
Riksgäldens nettoutlåning	-1	-4
Varav:		
Vidareutlåning	0	-1
Räntor på statsskulden	-1	4
Prognos oktober 2019	113	-17
Förändring budgetsaldo	-7	2

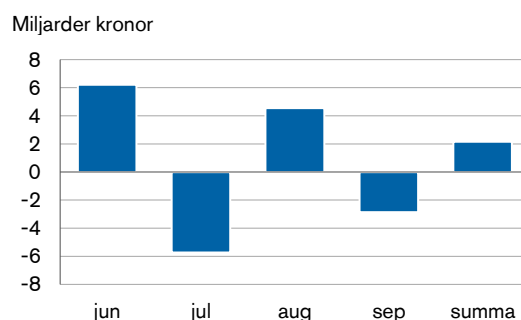
Anm.: Tabellen visar förändringar i saldotermer och på grund av avrundning är det inte säkert att posterna summerar. Ett positivt belopp innebär att budgetsaldot förstärks och vice versa.

Tabell 3. Skatteinkomster, prognosrevideringar

Miljarder kronor	2019	2020
Löneskatter	5	1
Konsumtionsskatter	-2	-4
Företagsskatter	-1	-2
Kompletterande skatt	-5	10
Totalt	-3	4

Anm.: Tabellen visar förändringar i saldotermer.

Diagram 1. Statens skatteinkomster, skillnad mellan utfall och prognos

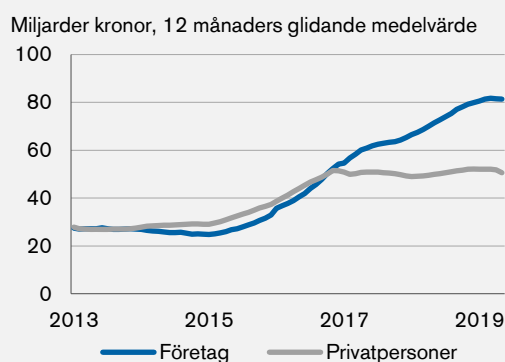


Källor: Skatteverket och Riksgälden.

Låga räntor och kapitalplaceringar på skattekontot

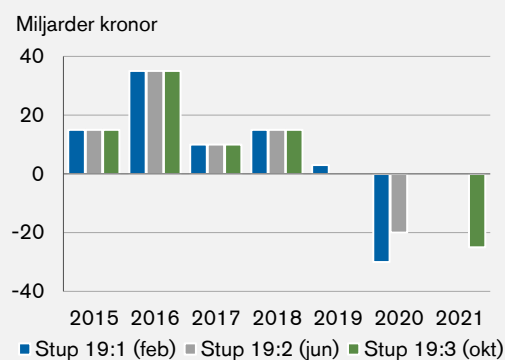
Sedan 2015 har inflödet av det som Riksgälden kallar kapitalplaceringar på skattekontot varit betydande och bedöms i dagsläget summera till cirka 75 miljarder kronor. Orsaken till inflödet är den positiva ränteskillnad som funnits, och fortfarande finns, mellan skattekontot och andra jämförbara placeringsalternativ. Den 1 januari 2017 sänktes räntan på skattekontot från 0,56 procent till 0 procent, vilket medförde att privatpersoners insättningar på skattekontot slutade att öka (se diagram 2). Företag har däremot fortsatt att öka sina insättningar, vilket sannolikt beror på att de mött negativa räntor på ett annat sätt än privatpersoner.

Diagram 2. Saldo på skattekonto



Källa: Skatteverket.

Diagram 3. Riksgäldens prognos av kapitalplaceringar till skattekontot



Anm.: Diagrammet visar nettoflödet av överinsättningar.
Källor: SCB, Skatteverket och Riksgälden.

När Riksgälden gör prognoser på in- och uttag av kapitalplaceringar på skattekontot är bedömningar om den framtida ränteutvecklingen en viktig faktor. Sedan 2015 har marknadens förväntningar varit att räntorna ska stiga inom ett eller ett par år. Det har därför varit rimligt att anta att det någon gång under prognosperioden skulle komma större uttag från skattekontot när stigande räntor gjort andra placeringsalternativ relativt sett mer förmånliga. Nu talar marknadens prissättning dock för att det kommer att dröja innan räntorna stiger och blir tydligt positiva. Terminräntorna efter sommaren har exempelvis indikerat att marknadsaktörerna inte förväntar sig stigande korta räntor de närmaste två åren.

Det finns även andra faktorer som kan komma att både öka och minska kapitalplaceringarna framöver. De senaste åren har svensk ekonomi befunnit sig i högkonjunktur, vilket påverkat företagens likviditetssituation. Vid ett sämre konjunkturläge, som i prognosen, är det möjligt

att företagens insättningar på skattekontot minskar som ett svar på att likviditeten hos företagen försämras. Men det är också möjligt att räntorna för alternativa placeringar påverkas, till exempel genom att allt fler och större kundgrupper möter negativa inlåningsräntor hos bankerna, vilket exempelvis redan har skett i Danmark. En sådan utveckling skulle sannolikt innebära att insättningarna på skattekontot i stället ökar.

Riksgälden gör bedömningen att kapitalplaceringarna på skattekontot förblir oförändrade under nästa år, vilket kan jämföras med ett uttag på 20 miljarder kronor i förra prognosen. För 2021 väntas ett uttag om sammanlagt 25 miljarder kronor (se diagram 3). Prognosen är dock förknippad med stor osäkerhet.

Om skattekontot fortsatt används till stora kapitalplaceringar, kan det finnas skäl att genomföra ytterligare regeländringar i villkoren som begränsar möjligheten att ha stora summor stående som inte är avsedda för debitering av skatt. Inlåning på skattekontot medför dels att räntemarknadens funktionalitet försämras, dels innebär den en dyr form av upplåning för staten. Riksgälden hade i stället för 0 procents ränta på skattekontot kunnat låna till negativ ränta på marknaden. Den fördyrade upplåningen motsvarar en merkostnad för staten på 0,3 miljarder kronor per år fram till 2021, givet nuvarande räntenivåer och marknadsaktörernas förväntningar på framtida räntenivåer under prognosperioden.

Utgifterna inom socialförsäkringen ökar endast marginellt

Utgifterna inom socialförsäkringsområdet i år och nästa år beräknas vara i stort sett oförändrade jämfört med föregående prognos (se tabell 2). Prognosen för utbetalningar av sjukpenning har reviderats ned, framför allt till följd av ett lägre inflöde av personer i försäkringssystemet. För föräldrapenning är prognosen däremot höjd, delvis på grund av att Försäkringskassan bytt prognosmodell för beräkningen av utbetalning av föräldrapenningen.

I budgetpropositionen för 2020 föreslås att grundskyddet för pensionärer förbättras, ett förslag som redan var medräknat i föregående prognos.¹⁰ Nytt i denna prognos är att försäkrade bosatta i andra EU-länder alltså får garantipension under 2020. Detta höjer prognosen för utgifterna med cirka en halv miljard kronor detta år. Vidare föreslås också något generösare regler för den statliga assistansersättningen, men det bedöms bara påverka utgifterna marginellt.

Ett lågt pris- och lönetryck håller tillbaka den generella kostnadsökningen för socialförsäkringen eftersom stora delar av den räknas upp med prisbasbelopp och löneökningar. Det gör att utgifterna inom socialförsäkringsområdet 2021 endast beräknas öka marginellt jämfört med 2020 (se appendix, tabell A5).

De arbetsmarknadsrelaterade utgifterna blir tillfälligt lägre 2019

De arbetsmarknadsrelaterade utgifterna för 2019 väntas bli 4 miljarder kronor lägre än i föregående prognos, vilket främst beror på lägre utfall än väntat.

¹⁰S2019/00462/SF, Förbättrat grundskydd för pensionärer, Socialdepartementet.

I budgetpropositionen för 2020 föreslås att Arbetsförmedlingen får vissa tillskott. Tillsammans med att utgifterna för a-kassan ökar med den stigande arbetslösheten, gör detta att de arbetsmarknadsrelaterade utgifterna väntas bli 1 miljard kronor högre 2020 jämfört med föregående prognos. Utgifter för a-kassan fortsätter att stiga 2021.

EU-avgiften minskar framöver men osäkerheten är betydande

Prognosen för Sveriges avgift till Europeiska unionen för 2019 och 2020 är sänkt jämfört med föregående prognos i juni. Det är ett resultat av att Sverige har fått återbetalningar från EU under året. Även prognosen för 2020 är lägre än i juni. Det är en följd av att EU-kommissionen har räknat om olika länders avgifter i budgeten för 2020 och att Sveriges avgift därmed blev lägre. EU-avgiften förväntas stiga varje år. Denna prognos är dock behäftad med stor osäkerhet eftersom arbetet med en ny långtidsbudget fortfarande pågår.

Riksgäldens nettoutlåning ökar

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheterna väntas öka jämfört med föregående prognos, vilket bidrar till att försvaga budgetsaldot, framför allt för 2020 (se fördjupningsrutan *Riksgäldens nettoutlåning*, sid 24). Revideringen beror delvis på att Trafikverkets kreditram hos Riksgälden höjdes i budgetpropositionen för 2020, delvis är det en växelkurseffekt som påverkar de lån i utländsk valuta som Riksgälden har lånat upp för Riksbankens räkning. Den svagare kronan gör att de lån som förfaller nästa år blir dyrare att refinansiera. Dessa två förändringar förväntas öka nettoutlåningen med drygt 1 miljard kronor vardera. Därutöver väntas inlåningen från premiepensionssystemet bli lägre på grund av att lönesumman väntas öka långsammare. Sammantaget blir nettoutlåningen 1 miljard kronor högre i år och 4 miljarder kronor högre 2020, jämfört med föregående prognos (se tabell 2).

Riksgäldens nettoutlåning väntas uppgå till -65 miljarder kronor 2019, och till 23 respektive 21 miljarder kronor 2020 och 2021 (se tabell 4). Nettoutlåningen i år påverkas av att Riksbanken återbetalar stora lån. 2020 ökar nettoutlåningen, framför allt till följd av att utlåningen till CSN och Trafikverket ökar. 2021 minskar Trafikverkets låneram i budgetpropositionen 2020, vilket bidrar till att nettoutlåningen minskar jämfört med året före.

Tabell 4. Riksgäldens nettoutlåning

Miljarder kronor	2019	2020	2021
Utlåning	-57,4	25,8	24,0
varav			
CSN	6,9	8,0	8,7
Trafikverket	-0,5	6,4	4,5
Vidareutlåning till Riksbanken	-67,4	7,9	8,0
Övrigt	3,7	3,5	2,8
Inlåning	4,5	2,7	2,7
varav			
CSN, kreditreserv m.m.	1,3	1,9	2,0
Resolutionsreserven	5,8	3,3	3,4
Premiepension, netto ¹	-0,5	-2,8	-3,1
Övrigt	-1,6	0,3	0,3
Nettoutlåning	-64,5	23,2	21,4

¹ Premiépension avser nettot av inbetalningar av avgifter och utbetalningar av medel samt övriga förvaltningskostnader.

Riksgäldens nettoutlåning

Riksgäldens nettoutlåning till myndigheter med flera är en post på statsbudgetens utgiftssida. Det innebär att om nettoutlåningen ökar så försvagas budgetsaldot. Det kan också uttryckas som att nettolånebehovet ökar.

Nettoutlåningen till myndigheter med flera är inte anslagsfinansierad och omfattas inte av utgiftstaket. Nettoutlåning utgörs av förändringen av all in- och utlåning i statens internbank på Riksgälden. Nettoutlåningen avser både löpande verksamhet, som till exempel studielån, insättningar till premiepensionssystemet och utlåning till infrastrukturinvesteringar, men också tillfälliga poster som vidareutlåning till Riksbanken och andra länder. De tillfälliga posterna kan från tid till annan påverka nettoutlåningen påtagligt då det kan röra sig om stora belopp som dessutom kan beslutas om med kort varsel.

Nettoutlåningen påverkar budgetsaldot och statsskulden. Däremot påverkas det finansiella sparandet i staten endast av vissa delar av nettoutlåningen. Exempelvis påverkar utbetalning och amortering på studielånen nettoutlåningen, men inte det finansiella sparandet.

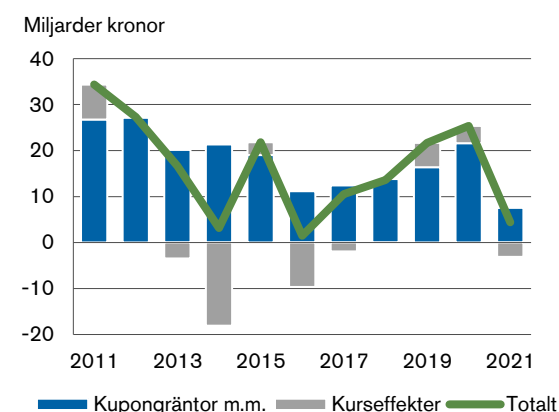
Räntebetalningar på statsskulden minskar 2021

Det fallande ränteläget får successivt genomslag i stocken av obligationer, vilket syns genom att räntebetalningarna minskar mellan 2020 och 2021. Minskningen mellan åren beror också på att Riksgälden betalar ut en inflationsersättning för den realobligation som förfaller 2020. Statens räntebetalningar är alltså större i år och nästa år, drygt 20 miljarder kronor respektive år, för att minska till 4 miljarder kronor 2021 (se tabell 5 och diagram 4).

Tabell 5. Räntebetalningar på statsskulden

Miljarder kronor	2019	2020	2021
Ränta på lån i svenska kronor	17,3	21,0	1,0
Ränta på lån i utländsk valuta	-0,6	-0,1	0,3
Realiserade valutadifferenser	4,9	4,3	3,2
Räntor på statsskulden	21,6	25,3	4,4

Diagram 4. Räntebetalningar 2011-2021



Källa Riksgälden.

Prognosen för i år är uppreviderad med omkring 1 miljard kronor jämfört med föregående rapport. Det beror på planerade bytesauktioner i realobligationer där Riksgälden köper tillbaka obligationer med förhållandevis hög kupongränta. Eftersom marknadsräntorna har fallit blir återköpspriset högre.

Den långsiktiga kostnaden påverkas dock inte eftersom Riksgälden samtidigt emitterar nya obligationer till lägre ränta.

För 2020 har prognosen reviderats ner med 4 miljard kronor. Det förklaras huvudsakligen av att Riksgälden ökar emissionsvolymen av nominella statsobligationer samtidigt som marknadsräntorna har fallit, vilket sammantaget ger högre överkurser i emissionerna.

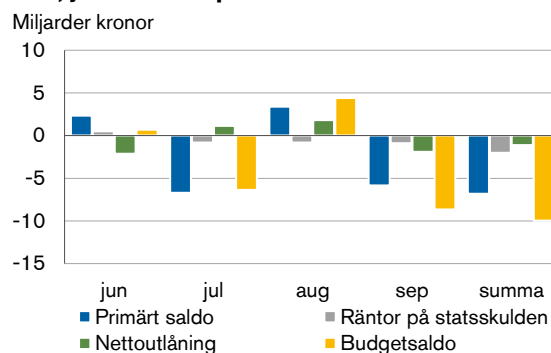
Riksgälden använder stoppkurser vid beräkningen av statens räntebetalningar och värderingen av Riksbankens valutalån. Stopdatum för denna prognos är den 30 september 2019.

Svagare budgetsaldo – riskbilden präglas av skattekontot

Både den ekonomiska tillväxten och arbetsmarknaden har mattats av mer än väntat, vilket har påverkat prognosen för budgetsaldot.

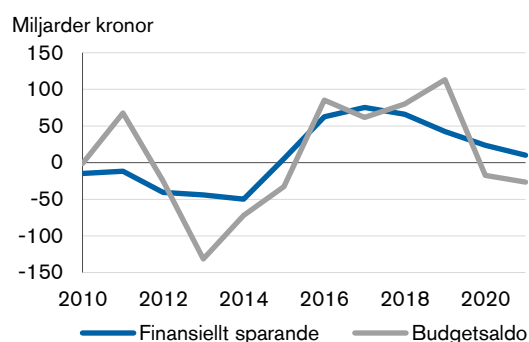
Innevarande års överskott har reviderats ner med 7 miljarder kronor. Det beror både på högre utgifter och lägre skatteinkomster (se diagram 1 och 5). Nästa år räknar Riksgälden med ett något lägre underskott än tidigare. Att underskottet inte blir lika stort beror på att Riksgälden inte längre räknar med ett utflöde av kapitalplaceringar nästa år. Denna positiva effekt på budgetsaldot överväger de negativa effekterna av den svagare makroekonomiska utvecklingen. År 2021 är ett nytt prognosår, och fanns inte med i den förra bedömningen.

Diagram 5. Avvikelser mellan prognos och utfall, juni 2019–september 2019



Anm.: Diagrammet visar avvikelser i budgetsaldotermer.
Källa: Riksgälden.

Diagram 6. Statens finansiella sparande och budgetsaldo 2010-2021



Källor: SCB och Riksgälden.

Riskbilden domineras av risken för snabbare och större utflöden från skattekontot

Det finns osäkerhetsfaktorer som kan påverka budgetsaldot framöver och som är svåra att beakta i prognoserna. Det gäller framför allt kapitalplaceringarna på skattekontot och då inte minst ränteutvecklingens betydelse för in- och utflödena. Stiger räntorna mer eller snabbare än förväntat kan företag och privatpersoner välja att ta ut sina insättningar i större omfattning eller tidigare än vad som antagits i prognosen, vilket i så fall försvagar budgetsaldot. På samma sätt kan budgetsaldot i stället stärkas om utvecklingen blir sådan att de förväntade utflödena uteblir eller att inflödena ökar, till exempel på grund av att ytterligare kundgrupper möter negativa räntor hos bankerna. Kapitalplaceringar på skattekontot påverkas även i hög grad av företags och privatpersoners preferenser, vilket ytterligare försvårar bedömningen.

På utgiftssidan kan ett eventuellt utträde av Storbritannien från EU medföra att Sveriges EU-avgift ökar, vilket i så fall försvagar budgetsaldot. I nuvarande prognos har Riksgälden inte gjort någon bedömning av hur EU-avgiften påverkas av en brexit. Sverige står även inför en demografisk utmaning med höga födelsetal samtidigt som andelen äldre i befolkningen ökar. Det kan leda till att staten måste överföra resurser till kommunerna, vilket kan försvaga statens budgetsaldo. Riksgälden gör bedömningen att en sådan utveckling i nuläget sannolikt ligger bortom prognosperioden.

Statens finansiella sparande

De fyra budgetpolitiska målen inom det finanspolitiska ramverket är överskottsmålet, utgiftstaket, skuldankaret och kommunal ekonomi i balans.

Det finansiella sparandet för staten följs upp inom överskottsmålet. Det nuvarande överskottsmålet innebär att det finansiella sparandet för hela den offentliga sektorn ska uppgå till en tredjedels procent av BNP i genomsnitt över en konjunkturcykel. Utgiftstaket innebär att regeringen ska föreslå ett tak för statens och ålderspensionssystemets utgifter tre år framåt. Riksdagen fastställer sedan taket. Skuldankaret är ett riktmärke för storleken på den konsoliderade bruttoskulden för hela den offentliga sektorn på medellång sikt (se också fördjupningen *Olika mått på statsskuld i statistiken*, sid 35). Det nuvarande skuldankaret är 35 procent av BNP. Det fjärde budgetpolitiska målet innebär att alla kommuner ska ha budgetar i balans.

Finansiellt sparande är skillnaden mellan periodiserade intäkter och utgifter. Det finansiella sparandet fördelar därmed betalningar till den tidpunkt då den ekonomiska aktiviteten ägde rum. Budgetsaldot är i stället ett kassamässigt mått, vilket innebär att det mäter in- och utbetalning av likvida medel. Det finansiella sparande är i allmänhet en bättre indikator på de underliggande statsfinanserna än budgetsaldot.

Det finansiella sparandet kan även definieras som förändringen av finansiell förmögenhet exklusive värdeförändringar. Det innebär att det finansiella sparandet är rensat från betalningar som inte påverkar statens finansiella förmögenhet. Försäljning av finansiella tillgångar, utlåning till Riksbanken och kapitalplaceringar på skattekontot påverkar därmed inte det finansiella sparandet. Om staten säljer finansiella tillgångar sker en omdisponering av tillgångar i balansräkningen vilket inte påverkar det finansiella sparandet. Däremot ökar budgetsaldot med försäljningssumman. När Riksgälden tar upp lån för Riksbankens räkning får staten en fordran på Riksbanken som motsvarar ökningen i statsskulden som har skett för att finansiera utlåningen. Det finansiella sparandet för staten påverkas inte medan budgetsaldot minskar med motsvarande summa. Inom ramen för det finansiella sparandet räknas kapitalplaceringar på skattekontot som inlåning i stället för skatteinkomster. Kapitalplaceringar på skattekontot påverkar därför inte det finansiella sparandet medan de stärker budgetsaldot.

Statens finansiella sparande väntas enligt Riksgäldens prognos uppgå till 0,8 procent av BNP i år, 0,5 procent nästa år och 0,2 procent 2021 (se diagram 6). Det är 0,1

procentenhet lägre än föregående prognos för 2019 och oförändrat för 2020 (se tabell A1 i appendix).

Ökat utbud av statspapper nästa år

Sämre budgetutsikter tillsammans med stora obligationsförfall gör att upplåningsbehovet ökar under prognosperioden. Riksgälden höjer därför auktionsvolymen i statsobligationer gradvis med början i januari 2020. Även upplåningen i statsskuldväxlar ökar från slutet av nästa år. I samband med introduktionen av en ny statsobligation i mars 2020 planerar Riksgälden utökade auktioner för att bygga upp volymen i den nya obligationen. Syftet med att erbjuda rena auktioner i stället för enbart byten är att stödja likviditeten i marknaden.

Statsobligationerna prioriteras när upplåningen ökar

Som framgår av föregående kapitel väntas överskottet i statens budget 2019 svänga till ett underskott nästa år och 2021. Till det kommer stora förfall av obligationer i slutet av 2020 vilket gör att det totala lånebehovet ökar. För att möta det höjer Riksgälden emissionsvolymen gradvis i nominella statsobligationer och statsskuldväxlar till historiskt mer normala nivåer under prognosperioden. Upplåningen i realobligationer och i utländsk valuta hålls däremot oförändrad (se tabell 1).

Tabell 1. Upplåning enligt ny prognos

Miljarder kronor	2019		2020		2021	
	okt	(jun)	okt	(jun)	okt	(jun)
Upplåning penningmarknad	82	(68)	170	(182)	124	-
Statsskuldväxlar	20	(20)	40	(30)	68	-
Likviditetsförvaltningsinstrument	62	(48)	130	(152)	57	-
Upplåning kapitalmarknad	57	(57)	120	(97)	118	-
Nominella statsobligationer	30	(30)	51	(30)	60	-
Realobligationer	8	(9)	9	(9)	9	-
Obligationer i utl. valuta	19	(19)	60	(59)	49	-
Total upplåning	138	(125)	290	(279)	242	-

Anm.: Upplåning på penningmarknaden motsvarar utestående stock per sista december. Likviditetsförvaltningsinstrument inkluderar commercial paper och redovisas netto.

Storleken på emissionen av den gröna obligation som Riksgälden ska ge ut under nästa år är ännu inte fastställd och redovisas därför inte i planen ovan. Den gröna obligationen kommer dock inte att påverka den planerade upplåningen i statspapper. I stället minskar behovet av finansiering i likviditetsförvaltningsinstrument med motsvarande det belopp som Riksgälden lånar i den gröna obligationen (se fördjupningen *Grön emission kompletterar den löpande upplåningen*, sid 32).

Inför denna prognos har Riksgälden även prövat frågan om en så kallad ultralång obligation i kronor mot bakgrund av det låga ränteläget. Riksgäldens bedömning är att det inte finns utrymme för att ge ut en ultralång obligation för närvarande eftersom lånebehovet fortfarande är begränsat och det finns ett behov av att värna likviditeten i statspappersmarknaden, (se fördjupningen *Ingen ultralång obligation i denna låneplan*, sid 28). Någon sådan obligation finns därför inte med i denna plan.

Ingen ultralång obligation i denna låneplan

De historiskt låga räntorna har aktualiserat frågan om svenska staten borde ge ut en obligation med mycket lång löptid. Andra stater som Österrike och Italien har emitterat så kallade ultralånga obligationer mot bakgrund av de historiskt låga räntorna.

Även för svensk del kan det vara intressant att låsa in de låga räntorna på lång sikt, det vill säga förlänga löptiden i statsskulden. Löptiden i statsskulden har förlängts gradvis de senaste åren. Det har gjorts på basis av att det inte längre förväntas finnas lika stor strukturell kostnadsfördel av att låna i korta löptider relativt långa som funnits historiskt.

För att kunna vägledas i ställningstagandet att låsa in räntan på lång sikt måste realräntan och inflationens utveckling på samma sikt analyseras. Riksgälden har inlett ett sådant arbete. Det handlar bland annat om de faktorer som diskuteras i fördjupningen på sidan 8.

Att förlänga löptiden kan göras på olika sätt. Ett sätt är att ge ut obligationer med mycket lång löptid. Om efterfrågan på sådana obligationer är stor kan det innebära en kostnadsfördel att låna i mycket långa löptider jämfört med kortare lån. Ett annat sätt att förlänga löptiden i statsskulden är att använda derivat. Med hjälp av ränteswappar kan löptiden förlängas utan att strategin för den underliggande upplåningen behöver påverkas. En fördel med swappar är också att det finns kvoterade marknadspriser för längre löptider.

De senaste åren har intresset för att köpa obligationer med mycket lång löptid i svenska kronor varit begränsat.¹¹ Skulle efterfrågan på lång löptid öka, exempelvis på grund av ändrade regler för hur livbolagens åtaganden ska diskonteras, kan det skapa förutsättningar för att introducera en ny lång obligation.

I dagsläget är dock utbudet av statsobligationer litet och Riksgälden behöver fokusera på att emittera i de utestående löptiderna för att värna en fungerande marknad. En ny lång obligation riskerar att tränga undan emissioner av tioåriga statsobligationer i ett läge där likviditeten redan är ansträngd. Låneplanen ska dessutom ta höjd för den gröna obligation som Riksgälden fått i uppdrag av regeringen att emittera senast nästa år.

I denna prognos finns därför inga planerade åtgärder för att förlänga löptiden men Riksgälden kommer att fortsätta att analysera möjligheten att låsa in de låga räntorna, bland annat genom att undersöka intresset för långa obligationer.

Utökade auktioner vid introduktion av ny statsobligation

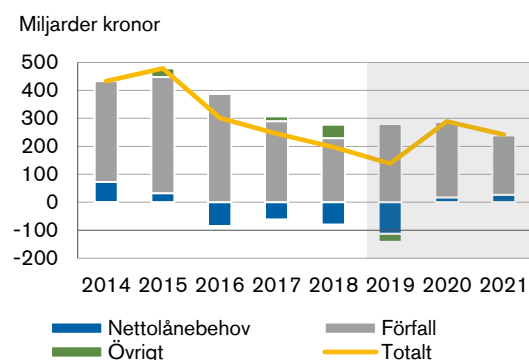
Det totala lånebehovet väntas bli högre än 2019 de kommande åren vilket ger utrymme för att öka upplåningen i nominella statsobligationer redan i början av nästa år (se diagram 1). Att prioritera emissioner i statsobligationer ligger i linje med strategin att värna likviditeten i den marknaden, som

¹¹ Att emittera en ultralång obligation i utländsk valuta bedöms inte vara alternativ eftersom det inte skulle vara möjligt att säkra valutarisken på så lång sikt.

är statens viktigaste lånekanal. Med tanke på att en stor volym statsobligationer förfaller i slutet av nästa år är det angeläget att fylla på med obligationer för att stocken inte ska minska alltför mycket.

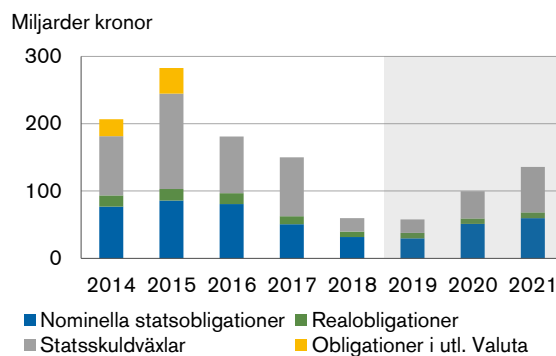
Upplåningen i statsobligationer ökar stegvis med början i januari 2020 då auktionsvolymen höjs från nuvarande 1,5 miljarder kronor till 2 miljarder kronor per auktion. Efter sommaren ökas den igen till 2,5 miljarder kronor. I januari 2021 höjs volymen ytterligare till 3 miljarder kronor per auktion, vilket motsvarar en årstakt på 60 miljarder kronor och en fördubbling jämfört med 2019 års historiskt låga nivå (se diagram 2).

Diagram 1. Upplåningsbehov brutto



Anm.: Nettolånebehovet är budgetsaldot med omvänt tecken. I posten övrigt ingår bl.a. en justering för att nettolånebehovet avser likviddag och upplåning avser affärsdag. Källa: Riksgälden.

Diagram 2. Emissionsvolym i statspapper



Anm.: Upplåning per kalenderår exklusive finansiering av utlåning till Riksbanken. Beloppet för statsskuldväxlar avser utestående stock vid utgången av året. Källa: Riksgälden.

Liksom tidigare kommer fokus att ligga på emissioner i tioårssegmentet men eftersom upplåningen ökar finns det möjlighet att emittera något mer än tidigare i övriga löptider.

Referenslån i den elektroniska interbankmarknaden

Referenslån är det lån som ligger närmast två, fem eller tio år i löptid. Referenslånen ändras vid IMM-datum (International Money Market), det vill säga tredje onsdagen i mars, juni september och december. Referenslånen sätts till de obligationer som ligger närmast två, fem eller tio års löptid vid efterföljande IMM-datum.

Ett underliggande lån i ett terminskontrakt är alltid detsamma som ett referenslån under kontraktets tre sista månader. Datumen för ändring av referenslån avser likviddag. Första affärsdag för ett nytt referenslån är normalt fredagen före IMM-datum.

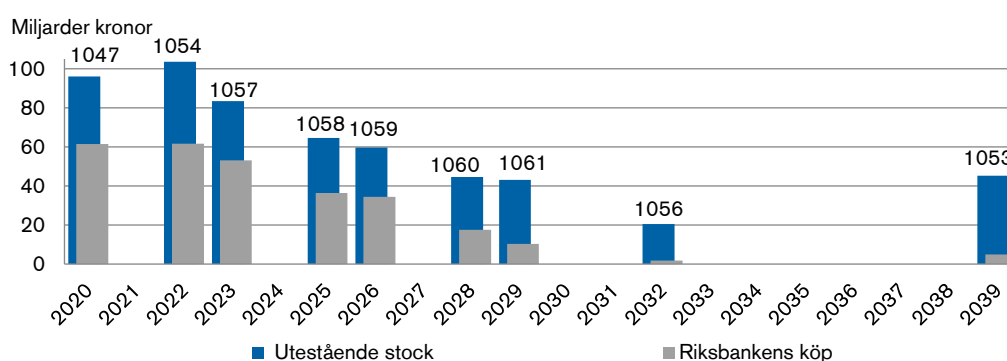
Nuvarande referenslån	2-årigt	5-årigt	10-årigt
Statsobligation	1054	1058	1061

Den 25 mars 2020 introducerar Riksgälden en ny obligation med förfall 2031, SGB 1062. För att snabbt bygga upp volymen i nya utgåvor brukar Riksgälden erbjuda byten från befintliga obligationer med närliggande förfalldatum, men den här gången är planen att emittera en större del i vanliga auktioner.

Det begränsade lånebehovet de senaste åren har gjort att den utestående volymen av obligationer i tioårssegmentet är förhållandevis liten. Det finns därför inte lika mycket att byta från som det funnits tidigare (se diagram 3). Med tanke på att Riksbanken dessutom äger en stor del av den begränsade stock som finns är risken att det blir svårt för staten att köpa tillbaka tillräckligt stor volym i sådana byten för att fylla på i den nya obligationen. Om den utestående stocken i de befintliga obligationerna blir ännu mindre riskerar det också att försämra likviditeten i marknaden ytterligare.

Riksgälden planerar därför bara en bytesauktion från den nuvarande tioåriga benchmarkobligationen SGB 1061 (se tabell 2). För att bygga upp volymen i SGB 1062 planerar Riksgälden i stället att utöka volymen i de första två auktionerna efter introduktionen från 2 miljarder till 5 miljarder kronor.

Diagram 3. Utestående statsobligationer och Riksbankens andel per den sista september 2019



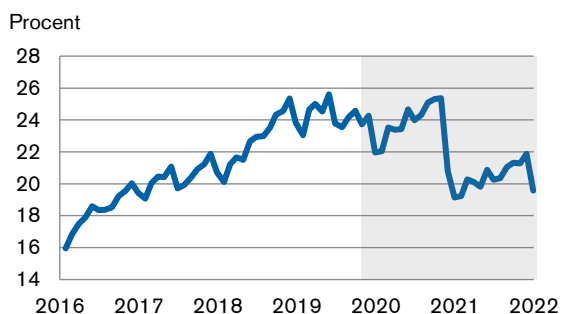
Källa: Riksgälden.

Byten från SGB IL 3104 vid introduktion av ny realobligation

Emissionsvolymen i realobligationer ligger kvar på 0,5 miljarder kronor per auktion till och med 2021. Det motsvarar en årstakt på 8,5 miljarder kronor. Att volymen är oförändrad trots att lånebehovet ökar beror på att andelen realskuld är för hög i förhållande till regeringens riktlinjer. Med nuvarande upplåningstakt väntas andelen nå riktvärdet på 20 procent av skulden i slutet av nästa år då SGB IL 3102 förfaller (se diagram 4). Om lånebehovet skulle revideras upp ytterligare framöver kan det ge utrymme för att höja emissionsvolymen även i realobligationer.

För 2019 blir årsvolymen i realobligationer knappt 8 miljarder kronor eftersom ett par auktioner inte blivit fulltecknade. Riksgälden tolkar det som att läget på marknaden blivit mer ansträngt med sämre pristransparens, vilket skapar problem för investerare och återförsäljare. Något som potentiellt kan förvärra situationen på sikt är den stora stocken av SGB IL 3104 i förhållande till övriga obligationer. Många förvaltare har en begränsning på 30 procent för exponeringen i en enskild utgåva. För några år sedan utgjorde obligationen en så stor andel att det skapade problem för förvaltare som följer realindex, vilket i sin tur ledde till låsningar i marknaden.

För att marknaden ska fungera på några års sikt behövs åtgärder för att få ned den stocken och bygga upp volymen i nya utgåvor. Därför kommer Riksgälden att erbjuda byten från SGB IL 3104 i första hand i samband med introduktionen av en ny tioårig realobligation i februari 2020, SGB IL 3114. Om bytena inte kan genomföras som planerat på grund av lågt deltagande är risken att volymen i obligationen återigen kommer att överstiga 30 procent av index. Riksgälden vill därför understryka vikten av att investerare och återförsäljare tar sitt ansvar för att delta i bytesauktionerna och på så sätt bidra till att marknaden ska kunna fortsätta att fungera.

Diagram 4. Realskuldens andel av statsskuden

Källa: Riksgälden.

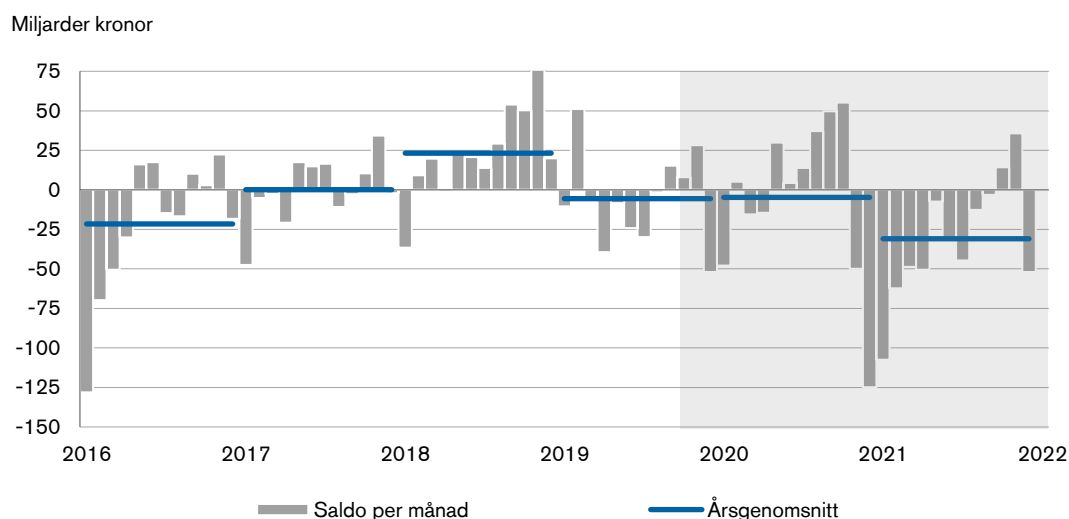
Tabell 2. Viktiga händelser

Datum	Tid	Aktivitet
15–19 nov	11.00	Inbyten av SGB IL 3102
12 dec	09.30	Villkor för byten till SGB IL 3114
6 feb	11.00	Introduktion av SGB IL 3114
7–11 feb	11.00	Byten till SGB IL 3114
13 feb	09.30	Villkor för byten till SGB IL 3114
18 feb	09.30	Statsupplåningsrapport 2020:1
21 feb	09.30	Villkor för byte till SGB 1062
20–24 mar	11.00	Byten till SGB IL 3114
25 mar	11.00	Introduktion av SGB 1062
26 mar	11.00	Byte till SGB 1062

Stocken av statsskuldväxlar ökar i slutet av 2020

Upplåningen i statsskuldväxlar ligger kvar på nuvarande nivå med en auktion om 5 miljarder kronor per månad fram till och med oktober nästa år. Därefter ökar takten genom att Riksgälden återgår till att hålla auktioner varannan vecka och samtidigt höjer auktionsvolymen till 7,5 miljarder kronor per auktion. Det betyder att den utestående stocken växer till 40 miljarder kronor i slutet av 2020 och 68 miljarder kronor vid utgången av 2021.

Att höjningen är planerad först till slutet av nästa år beror på att det då sker en kraftig omsvängning i nettot av statens betalningar till följd av stora förfall i obligationer. I och med det räknar Riksgälden med att saldoto i kassaförvaltningen återgår till historiskt mer normala nivåer med genomsnittliga underskott i stället för överskott. Diagram 5 visar hur mycket som återstår att placera eller finansiera i likviditetsförvaltningen efter upplåning i obligationer och statsskuldväxlar.

Diagram 5. Saldo i likviditetsförvaltningen

Anm.: Positivt belopp motsvarar kassaöverskott. I prognosen antas att volymen av repor kommer att vara 10 miljarder kronor i snitt fram till augusti 2020. Därefter antas repovolymen minska till 5 miljarder kronor. I prognosen finns ännu inget antagande om den gröna obligationen. Det gröna lånebeloppet gör (allt annat lika) att saldoto ökar.
Källa: Riksgälden.

Grön emission kompletterar den löpande upplåningen

Riksgälden har fått i uppdrag av regeringen att genomföra en emission av gröna obligationer senast under 2020. Den gröna obligationen kommer att vara ett komplement till de traditionella statsobligationerna och ge investerare möjlighet att vara med och finansiera satsningar som staten gör för att uppnå de svenska miljö- och klimatmålen.

Tydligt gröna utgifter med koppling till klimatpolitiska ramverket och miljömålen

Statens gröna obligation ska finansiera utgiftsposter i den svenska statsbudgeten som går till hållbara investeringar och projekt. Valet av lämpliga gröna utgifter ska göras utifrån Sveriges klimatpolitiska ramverk och miljömål.

Riksgälden arbetar tillsammans med Regeringskansliet med att ta fram ett ramverk för de gröna obligationerna. Där ska det framgå hur de gröna utgifterna definieras, väljs ut, redovisas, rapporteras och granskas. Investerare ska enkelt och tydligt kunna följa vad som finansieras med obligationerna och utvärdera klimat- och miljöeffekterna.

Emissionsvolymen sätts utifrån de ramar som ges i regeringens uppdrag

Emissionsvolymen ska enligt uppdraget från regeringen:

- utgå från målet för statsskuldspolitiken
- rymmas med god marginal inom volymen gröna utgifter i statsbudgeten.

Den första punkten innebär att emissionsvolymen inte kan vara så stor att den tränger undan utbudet av traditionella statsobligationer i en sådan grad att det försämrar likviditeten på den marknaden. Utifrån denna begränsning bedömer Riksgälden att den upplåning i traditionella statsobligationer som ligger i planen inte påverkas av den gröna emissionen, givet den nuvarande prognosen för statens lånebehov.

Enligt den andra punkten måste emissionsvolymen – oavsett hur stort lånebehovet är – vara mindre än summan gröna utgifter i statsbudgeten. De gröna utgifterna måste överstiga emissionsvolymen för att säkerställa att det finns marginal ifall några utgifter skulle falla bort.

Hur stor emissionen blir beror alltså dels på hur budgetsaldot – och därmed lånebehovet – utvecklas, dels på summan utgifter i budgeten som definieras som gröna enligt det ramverk som nu arbetas fram. Den slutliga emissionsvolymen kommer också att anpassas efter de marknadsförhållanden som råder när obligationen ges ut.

Volymen av ränteswappar ligger fast

Den planerade volymen av ränteswappar ligger kvar på 5 miljarder kronor per år till och med 2021 där Riksgälden erhåller fast och betalar rörlig ränta i kronor. Stocken av utestående ränteswappar fortsätter därmed att minska (se tabell 3). Även löptiden, omkring 3 år, är densamma som tidigare.

Användningen av ränteswappar har minskat de senaste åren till följd av regeringens beslut att successivt förlänga räntebindningstiden i riktlinjerna för statsskulden. Förändringen bygger på

Riksgäldens analys att det inte längre finns samma förväntade besparing av att låna i kort löptid jämfört med lång på det sätt som funnits historiskt. Diagram 6 visar hur durationen utvecklats.

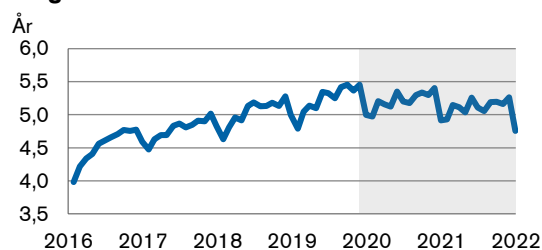
Inför nästa års riktlinjer föreslås ingen ytterligare förlängning. Riksgälden har däremot förslagit att styrningen av löptiden för kron- respektive valutaskulden slås ihop. Durationen i den totala skulden föreslås vara mellan 3,5 och 6 år. Förslaget är inte tänkt att innebära någon ändring i hur skulden förvaltas utan syftar enbart till att göra styrningen mer överblickbar för regeringen. För att bibehålla transparensen i förvaltningen förslås att Riksgäldens styrelse ska fastställa löptidsintervall för respektive skuldslag.

Tabell 3. Förändring av utestående swappar

	2019		2020		2021	
	okt	(jun)	okt	(jun)	okt	(jun)
Miljarder kronor						
Nya swappar ¹	5	(5)	5	(5)	5	(-)
Förfall	41	(41)	31	(31)	44	(-)
Nettoförändring	-36	(-41)	-26	(-31)	-39	(-)

¹ Ränteswappar från fast till rörlig ränta i kronor.

Diagram 6. Duration i den totala statsskulden



Källa: Riksgälden.

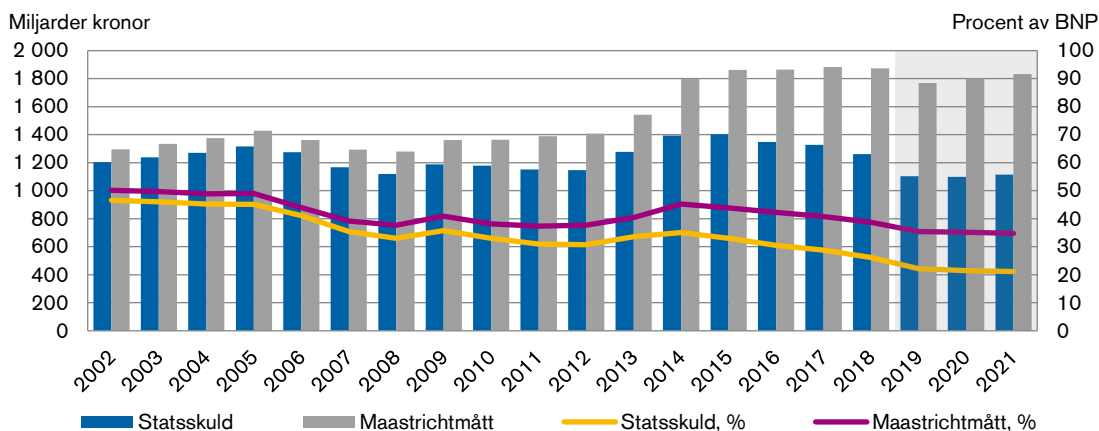
Obligationer i utländsk valuta för Riksbanken

Riksgälden räknar med att fortsätta att ge ut obligationer i utländsk valuta för att refinansiera lån som tagits upp för utlåning till Riksbanken. Därutöver planeras inga obligationer i utländsk valuta.

I våras beslutade Riksbanken att inte förnya alla lån med förfall under 2019, vilket gjorde att vidareutlåningen till Riksbanken minskade. För de kommande åren räknar dock Riksgälden med att alla utestående lån som förfaller kommer att ersättas med nya. Det innebär att obligationsupplåningen i utländsk valuta beräknas omfatta motsvarande 60 miljarder kronor 2020 respektive 49 miljarder kronor under 2021.

Statsskulden planar ut

Statsskulden beräknas uppgå till 1115 miljarder kronor i slutet av 2021, vilket är i princip samma nivå som för 2019 och 2020. Som andel av BNP motsvarar det 22 procent i år och 21 procent de kommande två åren.

Diagram 7. Statsskuldens utveckling

Källa: Riksgälden.

Mätt enligt Maastrichtmålet väntas skulden nå 35 procent av BNP i år och ligga kvar där till slutet av prognosperioden (se diagram 7 och tabell 4). Maastrichtskulden är den konsoliderade skulden för hela den offentliga sektorn och är det mått som brukar användas vid internationella jämförelser (se fördjupningsrutan *Olika mått på statsskulden i statistiken*, sid 35).

Tabell 4. Från nettolånebehov till statsskuld

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Nettolånebehov (budgetsaldot med omvänt tecken)	-62	-80	-113	17	27
Affärdsdagsjustering mm ¹	4	37	-33	0	0
Nettoupplåning och affärdsdagsjustering m.m.	-58	-43	-146	18	27
A. Nettobelopp, inkl. förvaltningstillgångar	1 203	1 160	1 014	1 032	1 059
Inflationskompensation	23	28	26	15	16
Valutakurseffekter	11	26	39	27	15
B. Nettobelopp till aktuell valutakurs och inflationskompensation	1 237	1 215	1 079	1 073	1 090
Förvaltningstillgångar	91	47	25	25	25
C. Statsskuld	1 328	1 262	1 104	1 098	1 115
Förvaltningstillgångar	-91	-47	-25	-25	-25
Vidareutlåning	-238	-259	-201	-201	-201
D. Statsskuld inkl. vidareutlåning och förvaltningstillgångar	999	956	877	872	888
Nominell BNP	4 565	4 778	4 993	5 114	5 272
C. Statsskuld, % av BNP	29	26	22	21	21
D. Statsskuld inkl. vidareutlåning och förvaltningstillgångar, % av BNP	22	20	18	17	17

¹ Skillnaden kommer av att upplåningen redovisas på affärdsdag medan nettolånebehovet redovisas på likviddag.

Olika mått på statsskuld i statistiken

Det finns olika sätt att mäta statens skuldsättning. Riksgälden redovisar den *okonsoliderade statsskulden*. Måttet visar statens bruttoskuld och inkluderar alla lån som Riksgälden tagit upp för statens räkning, oavsett vem som äger fordringarna på staten. Skulden redovisas till nominellt slutvärde enligt de principer som tillämpas inom EU.

Några statliga myndigheter äger statsobligationer och statsskuldväxlar. I den *konsoliderade statsskulden* räknas sådant inomstatligt ägande bort. Måttet ger en samlad bild av statens ekonomiska ställning och används i regeringens budgetproposition och i årsredovisningen för staten. Den konsoliderade statsskulden beräknas av Ekonomistyrningsverket.

Ett skuldmått som ofta används i internationella jämförelser är den *offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld*, som också kallas *Maastrichtskulden*. Denna skuld är större än statsskulden eftersom den innefattar hela den offentliga sektorn, det vill säga även kommuner, landsting och pensionssystemet. Beräkningen baseras på villkor i Maastrichtfördraget. Enligt EU:s skuldkriterium får Maastrichtskulden inte överstiga 60 procent av BNP. Maastrichtskulden är också det mått som avses i budgetramverket och som ligger till grund för det skuldankare på 35 procent av BNP som riksdagen har beslutat ska gälla från 2019. Den offentliga sektorns konsoliderade bruttoskuld publiceras av SCB.

Appendix

Nyckeltalstabeller, prognos

Tabell A1. Statens finansiella sparande

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetsaldo	62	80	113	-17	-27
Avgränsningar	30	-9	-52	31	20
Försäljning av aktiebolag	0	2	0	0	0
Extraordinära utdelningar	0	0	0	0	0
Delar av Riksgäldens nettoutlåning	-2	6	-63	20	18
Övriga avgränsningar mm.	32	-16	11	11	1
Periodiseringar	-17	-5	-19	10	17
Periodisering av skatter	-17	-6	-26	2	19
Periodisering av räntor mm.	1	1	7	8	-1
Finansiellt sparande	75	66	42	24	10
Procent av BNP	1,6	1,4	0,8	0,5	0,2

Tabell A2. Prognos på statens budgetsaldo per månad

Miljarder kronor	Primärt saldo	Nettoutlåning	Räntor på statsskulden	Budgetsaldo
okt-19	0,1	29,1	1,0	30,2
nov-19	16,8	3,1	-3,1	16,9
dec-19	-41,2	-40,1	-5,9	-87,2
jan-20	-2,9	-0,4	1,1	-2,3
feb-20	45,6	2,5	-0,8	47,3
mars-20	-6,1	1,1	-6,1	-11,1
apr-20	-6,8	1,9	0,5	-4,3
maj-20	41,4	-0,9	-1,6	38,8
juni-20	-31,1	4,7	-4,0	-30,4
juli-20	5,4	4,1	0,2	9,7
aug-20	19,2	3,3	0,6	23,0
sep-20	4,4	2,0	0,2	6,6
okt-20	-4,0	-1,9	1,5	-4,4
nov-20	11,9	2,6	-1,7	12,8
dec-20	-46,0	-42,0	-15,1	-103,1

Tabell A3. Känslighetsanalys budgetsaldo

Riksgälden gör normalt sett ingen sammantagen känslighetsanalys för budgetsaldot, men presenterar en partiell analys av vilka effekter några avgörande makrovariabler har om de förändras. Tabellen visar en bedömning av vad olika förändringar innebär för budgetsaldot på ett års sikt. För att göra en bedömning av ett alternativt scenario där flera makrovariabler utvecklas annorlunda kan effekterna adderas.

Ökning med en procent/procentenhet	Effekt på budgetsaldot, miljarder kronor
Lönesumma ¹	7
Hushållens konsumtion i löpande priser	3
Arbetslöshet (ILO 15-74) ²	-3
Räntenivån i Sverige ³	-5
Internationell räntenivå ³	-2

¹ Kommunala lönebaserade skatter betalas ut till kommunerna med ett års eftersläpning. Detta gör att effekten på statens budgetsaldo på ett års sikt är större än den permanenta effekten.

² Avser effekt på arbetslöshetsförsäkringen, jobb- och utvecklingsgarantin, ungdomsgarantin samt arbetslöshetsavgiften.

³ Avser effekt på räntebetalningar på statsskulden.

Tabell A4. Utdelningar på statens aktier

Miljarder kronor	2019	2020	2021
Akademiska hus AB	1,7	1,6	1,6
LKAB	3,2	3,2	2,7
Telia Company AB	3,8	3,7	3,7
Vattenfall AB	2,0	2,0	2,0
Sveaskog AB	1,1	1,0	1,0
Övriga bolag	3,1	3,1	2,8
Totalt	14,8	14,6	13,8

Tabell A5. Förändringar mellan år, effekt på budgetsaldot

Miljarder kronor	2017	2018	2019	2020	2021
Budgetsaldo, nivå	62	80	113	-17	-27
Förändring från föregående år	-24	18	33	-131	-9
Primärt saldo:	-31	29	-27	-39	-32
Varav					
Skatteinkomster	4	66	5	2	7
Statsbidrag till kommuner	-12	-5	-9	-8	0
Arbetsmarknad	0	-1	6	-5	-1
Socialförsäkring	4	-14	-2	-1	1
Migration och bistånd	-5	14	6	3	0
Försäljning av statliga tillgångar	0	2	-2	0	0
Utdelningar på statens aktier	-4	6	0	0	-1
EU-avgift	2	-9	1	-6	-10
Övrigt	-20	-31	-33	-24	-28
Riksgäldens nettoutlåning exkl. vidareutlåning	7	-1	-10	-12	2
Vidareutlåning	10	-7	78	-75	0
Räntor på statsskulden	-9	-3	-8	-4	21

Tabell A6. Jämförelse mellan saldoprognoser, miljarder kronor

Miljarder kronor	Budgetsaldo	Varav försäljningsinkomster	Justerat budgetsaldo
Riksgälden (23 oktober)			
2019	113	0	113
2020	-17	0	-17
2021	-27	0	-27
Regeringen (18 september)			
2019	130	5	125
2020	47	5	42
2021	38	5	33
KI (9 oktober)			
2019	106	0	106
2020	-15	0	-15
2021	-	-	-
ESV (4 september)			
2019	108		108
2020	2	0	2
2021	48	0	48

Marknadsinformation

Tabell A7. Statsobligationer, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdag	Likviddag
2019-10-30	2019-11-06	2019-11-08
2019-11-13	2019-11-20	2019-11-22
2019-11-27	2019-12-04	2019-12-06
2019-12-11	2019-12-18	2019-12-20
2020-01-08	2020-01-15	2020-01-17
2020-01-22	2020-01-29	2020-01-31
2020-02-05	2020-02-12	2020-02-14
2020-02-19	2020-02-26	2020-02-28
2020-03-04	2020-03-11	2020-03-13
2020-03-18	2020-03-25	2020-03-27
2020-02-26	2020-03-26*	2020-03-30
2020-04-15	2020-04-22	2020-04-24
2020-04-29	2020-05-06	2020-05-08
2020-05-27	2020-06-03	2020-06-05
2020-06-10	2020-06-17	2020-06-22

Tabell A8. Nominella statsobligationer

Förfallodag	Kupong %	Obligation	Miljoner kr
2020-12-01	5,00	1047	96 054
2022-06-01	3,50	1054	103 631
2023-11-13	1,50	1057	83 385
2025-05-12	2,50	1058	64 626
2026-11-12	1,00	1059	59 664
2028-05-12	0,75	1060	44 513
2029-11-12	0,75	1061	43 150
2032-06-01	2,25	1056	20 500
2039-03-30	3,50	1053	45 250
Summa statsobligationer			560 773

Anm.: Utestående belopp den 30 september 2019.

Tabell A9. Realobligationer, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdag	Likviddag
2019-11-07	2019-11-14	2019-11-18
2019-10-18	2019-11-15*	2019-11-19
2019-10-18	2019-11-18*	2019-11-20
2019-10-18	2019-11-19*	2019-11-21
2019-11-21	2019-11-28	2019-12-02
2019-12-05	2019-12-12	2019-12-16
2020-01-16	2020-01-23	2020-01-27
2020-01-30	2020-02-06	2020-02-10
2019-12-12	2020-02-07*	2020-02-11
2019-12-12	2020-02-10*	2020-02-12
2019-12-12	2020-02-11*	2020-02-13
2020-02-13	2020-02-20	2020-02-24
2020-02-27	2020-03-05	2020-03-09
2020-03-12	2020-03-19	2020-03-23
2020-02-13	2020-03-20*	2020-04-07
2020-02-13	2020-03-23*	2020-04-08
2020-02-13	2020-03-24*	2020-04-09
2020-03-26	2020-04-02	2020-04-06
2020-05-07	2020-05-14	2020-05-18
2020-05-20	2020-05-28	2020-06-01

*Bytesauktion

Tabell A10. Realobligationer

Förfallodag	Kupong %	Obligation	Miljoner kr
2020-12-01	4,00	3102	27 573
2022-06-01	0,25	3108	32 098
2025-06-01	1,00	3109	28 618
2026-06-01	0,125	3112	19 450
2027-12-01	0,125	3113	13 185
2028-12-01	3,50	3104	27 335
2032-06-01	0,125	3111	16 851
Summa realobligationer			165 110

Anm.: Utestående belopp den 30 september 2019.

Tabell A11. Statsskuldväxlar, auktionsdatum

Annonseringsdag	Auktionsdag	Likviddag
2019-11-06	2019-11-13	2019-11-15
2019-12-04	2019-12-11	2019-12-13
2019-12-30	2020-01-08	2020-01-10
2020-01-29	2020-02-05	2020-02-07
2020-02-26	2020-03-04	2020-03-06
2020-03-25	2020-04-01	2020-04-03
2020-05-06	2020-05-13	2020-05-15
2020-06-03	2020-06-10	2020-06-12

Tabell A12. Statsskuldväxlar

Förfallodag	Miljoner kr
2019-10-16	5 000
2019-11-20	5 000
2019-12-18	5 000
2020-03-18	5 000
Summa statsskuldväxlar	20 000

Anm.: Utestående belopp den 30 september 2019.

Tabell A13. Kreditbetyg

Kreditvärderingsinstitut	Kronskuld	Valutaskuld
Moody's	Aaa	Aaa
Standard & Poor's	AAA	AAA
Fitch	AAA	AAA

Tabell A14. Återförsäljare

Återförsäljare	Statsobligationer	Realobligationer	Statsskuldväxlar	Telefon
Barclays	•			+44 207 773 8379
Danske Markets	•	•	•	+46 8 568 808 44
Handelsbanken Markets	•	•	•	+46 8 463 46 50
NatWest Markets	•			+44 207 805 0363
Nordea Markets	•	•	•	+45 3333 1609 +46 8 614 91 07
SEB	•	•	•	+46 8 506 231 51
Swedbank	•	•	•	+46 8 700 99 00

Kontakt

Mattias Persson, chefekonom och tf Skuldförvaltningschef, 08 613 46 99

Nästa rapport

Preliminärt datum för publiceringen av Statsupplåning – prognos och analys 2020:1 är den 18 februari 2020.

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