

2015-08-31

Andersson, Magnus
Andrén, Lars
Belin, Magdalena
Robertsson, Göran

Statsskuldens löptid

1. Inledning

Historiskt har det varit billigare för staten att låna i instrument med kort löptid än med lång. Det beror på att korta räntor oftast varit lägre än långa, vilket i sin tur beror på förekomsten av så kallade löptidspremier.

I förslaget till riktlinjer för 2016–2019 argumenterar Riksgälden för att löptiden på statsskulden bör förlängas eftersom löptidspremierna fallit under lång tid och nu förefaller vara nära noll. Riksgälden bedömer således att det inte längre är uppenbart billigare att låna på kort sikt än på lång. Genom att låna på längre sikt kan därför statens räntekostnader göras mer förutsägbara till låg eller ingen kostnad.

Riksgälden redovisar sina överväganden i riktlinjeförslaget. Denna promemoria kompletterar riktlinjeförslaget genom att närmare redogöra för de skattningar av löptidspremiernas storlek som Riksgälden genomfört. Promemorian bör således läsas i direkt anslutning till riktlinjeförslaget.

2. Löptidspremier

Begreppet löptidspremium förekommer i flera varianter och den akademiska litteraturen erbjuder (åtminstone) tre sätt att definiera en löptidspremie: (i) den långa räntan är ett genomsnitt av förväntade framtida korta räntor plus en löptidspremie, (ii) terminsräntan är den förväntade framtida korta räntan plus en löptidspremie, och (iii) den förväntade avkastningen av att hålla en lång obligation är lika med avkastningen av att hålla en kort obligation plus en löptidspremie (en algebraisk framställning av definitionerna finns i appendix). Definitionerna är ekvivalenta i betydelsen att om löptidspremierna är noll (eller konstant positiv eller negativ) enligt en av definitionerna så gäller det även för de andra definitionerna. Riksgälden har mätt löptidspremiernas storlek enligt alla tre definitioner beroende på vilka data som studerats och vad som varit analytiskt fördelaktigt.

Oberoende av vilken definition som avses beror dagens räntor på ett eller annat sätt på marknadsaktörernas förväntningar om framtida räntor och på eventuella löptidspremier. Men varken förväntningar eller löptidspremier är observerbara var för sig, vilket gör dem svåra att mäta. En sätt är att helt enkelt fråga marknadsaktörerna vad de tror om framtida räntor. Deras svar kan sedan jämföras med de aktuella marknadsräntorna varefter man kan "backa ut" löptidspremierna. Ett annat sätt är att använda modeller som beskriver hur räntor uppför sig och med hjälp av dessa prognostisera framtida räntor och därmed löptidspremiernas storlek.

Riksgälden har använt de enkätundersökningar om ränteförväntningar som Prospera utför på uppdrag av Riksbanken. Riksgälden har dessutom använt två räntemodeller som utvecklats av Diebold och Li (2006) respektive Adrian, Crump och Moench (2013).

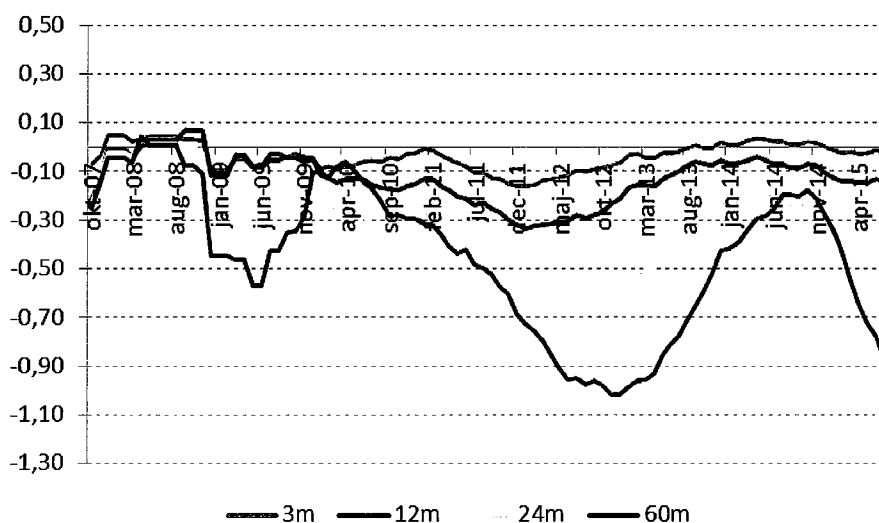
3. Resultat

3.1 Enkätundersökningar

Prospera utför månatliga enkätundersökningar i vilka man frågar ett sextiotal svenska marknadsaktörer om vad de tror om olika variabler i framtiden. Undersökningen är beställd av Riksbanken. Bland annat ställs frågan om vad man tror att räntan på en femårig statsobligation kommer att vara om 3, 12, 24 och 60 månader. Ungefär 60 procent av de tillfrågade brukar svara.

För att skatta löptidspremien har Riksgälden använt dessa förväntningar och jämfört dem med de femåriga terminsräntorna för respektive löptid. Skillnaden utgör löptidspremien enligt definition (ii) ovan. Diagram 1 visar ett tolv månaders rullande medelvärde för löptidspremien mätt på detta sätt.

Diagram 1. Löptidspremier baserade på enkätundersökningar om förväntad femårsränta



Av diagrammet framgår att löptidspremien varit negativ under hela den mätperiod som finns att tillgå. Den föll i samband med finanskrisen, steg därefter för att åter falla när den statsfinansiella krisen i Europa eskalade. Därefter steg den ännu en gång för att återigen falla i samband med att Riksbanken lättade på penningpolitiken.

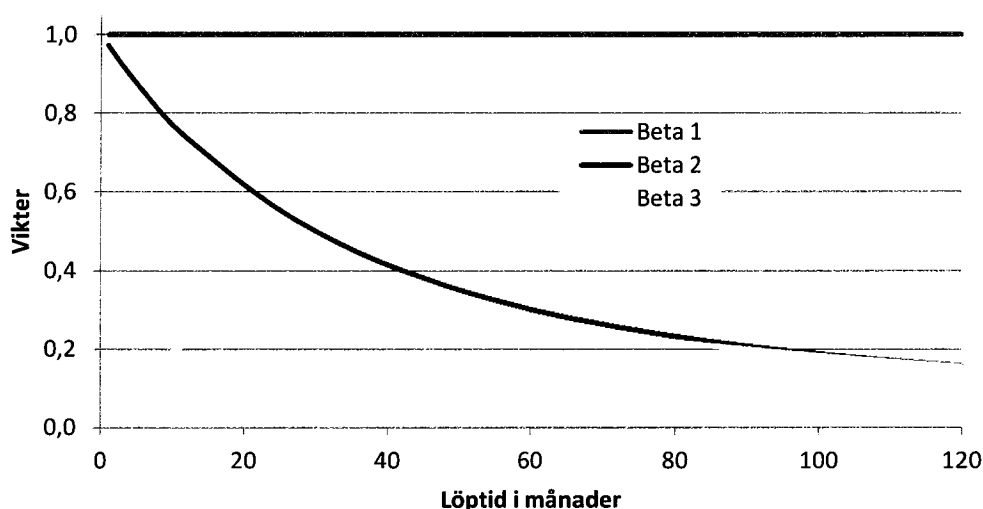
3.2 Diebold och Li

Diebold och Li (2006) tar sin utgångspunkt i Nelson och Siegel (1987). De senare visar att en avkastningskurva låter sig approximeras av funktionen

$$y^{(n)} = \beta_1 + \beta_2 \left(\frac{1 - e^{-\lambda n}}{\lambda n} \right) + \beta_3 \left(\frac{1 - e^{-\lambda n}}{\lambda n} - e^{-\lambda n} \right)$$

där $y^{(n)}$ står för nollkuponräntan med löptiden n . Genom att estimeras fyra parametrar, $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ och λ , kan man således beskriva hela avkastningskurvan. Diebold och Li visar att värdet på dessa parametrar varierar över tiden och att variationen till viss del är förutsägbar. Genom att prediktera framtida parametrar kan man således prognostisera hela avkastningskurvan. Diebold och Li ger dessutom parametrarna β_1, β_2 och β_3 en ekonomisk innebörd som latent (inte direkt observerbara) riskfaktorer, vars dynamik förklarar hur avkastningskurvan utvecklas över tiden. Diagram 2 visar hur riskfaktorernas vikter (koefficienterna i ekvationen ovan) ser ut som en funktion av löptiden n .¹

Diagram 2. Vikter för riskfaktorerna.



För β_1 är vikten densamma för alla löptider, varför faktorn påverkar alla räntor lika mycket. Den påverkar således *nivån* på avkastningskurvan. Vikten för β_2 börjar på ett och avtar sedan monotont med löptiden. Det betyder att faktorn framför allt påverkar de korta räntorna och därmed avkastningskurvans *lutning*. Vikten för β_3 börjar på noll, ökar inledningsvis varefter den åter går mot noll. Faktorn påverkar således medellånga räntor mest och förklarar avkastningskurvans *kurvatur*.

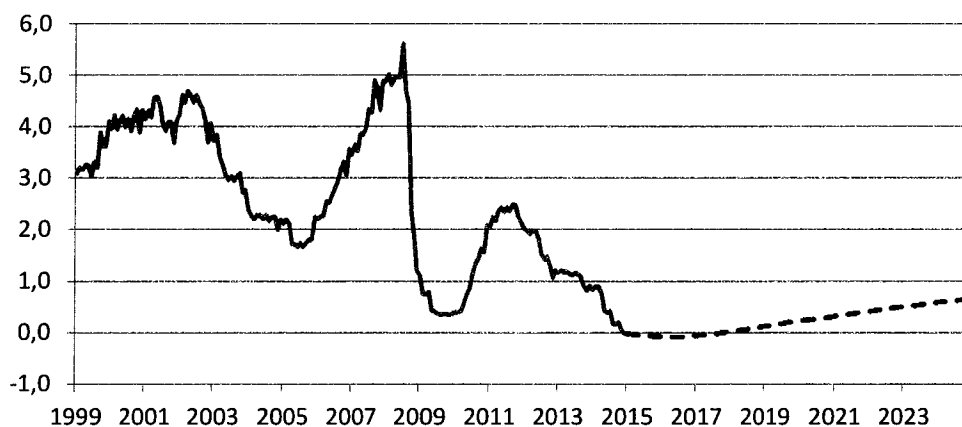
Faktorerna antas följa en VAR(1)-process, vilket betyder att de är slumpmässiga men strävar mot sitt långsiktiga medelvärde. Riksgälden har använt STIBOR-räntor med löptiderna 1, 3 och 6 månader samt swappräntor med löptiderna 1–10 år för perioden 1999:01–2015:03 (195 månatliga observationer) för att estimeras modellen.² Valet av

¹ Diagrammet visar faktorernas vikter då $\lambda = 0,053$. Värdet på λ bestämmer hur snabbt vikten för faktor två avtar när löptiden ökar. Värdet på λ bestämmer även vid vilken löptid som vikten för faktor tre når sitt högsta värde.

² Estimeringen har utförts med en metod som introducerades av Diebold, Rudebusch & Aruoba (2006), i vilken parametrarna i VAR-modellen estimeras samtidigt med parametern λ med hjälp av Kalmanfilter.

swappräntor motiveras av att Riksgälden i huvudsak använder swappar för att styra statsskuldens löptid. När modellen har estimerats kan den användas för att prognostisera framtida korta räntor (se diagram 3).

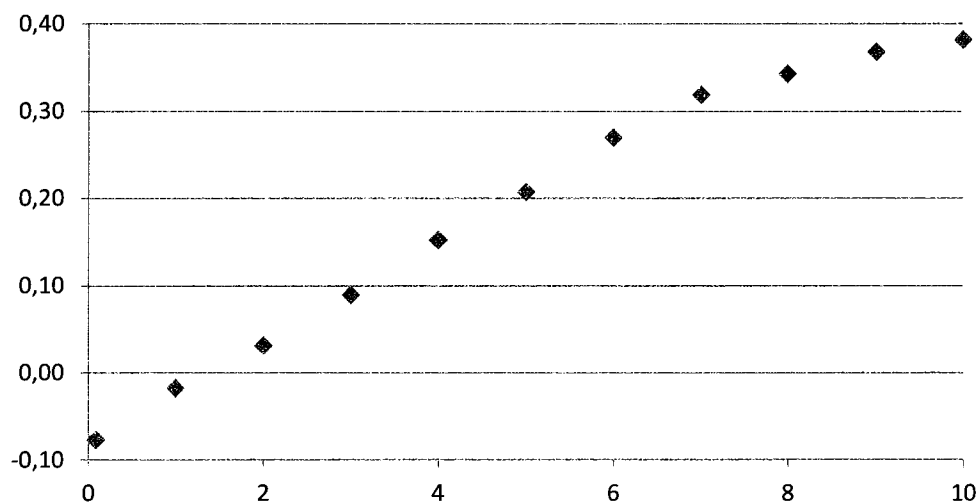
Diagram 3. Ränta med en månads löptid, historik och modellens prediktion tio år framåt



Enligt modellen kommer räntan med en månads löptid att ligga runt noll i några år för att sedan gå mot sitt långsiktiga värde på cirka 2,2 procent. Det tar dock tid att nå dit. Enligt prognosen kommer räntan att vara drygt 0,6 procent om tio år. Genom att beräkna den genomsnittliga korta ränta som prognostiseras under tioårsperioden och jämföra den med den aktuella (31 mars 2015) tioårsräntan erhålls en löptidspremie på 0,38 procent (se diagram 4). Mätt på detta sätt (definition (i) ovan) förefaller således den tioåriga löptidspremien att vara svagt positiv.

För att få en uppfattning om hur löptidspremien utvecklats över tiden har Riksgälden även estimerat modellen med data från perioden 1995–2015 respektive 2005–2015. Den tioåriga löptidspremien uppmättes då till 0,79 respektive 0,15 procent. Löptidspremien förefaller således ha fallit över tiden.

Diagram 4. Löptidspremie för löptider på ett till tio år.



Enligt Diebold och Li (2006) har modellen god förmåga att prognostisera framtida räntor. Men modellen är inte en prissättningsmodell, vilket betyder att den kan prognostisera räntor som inte nödvändigtvis är förenliga med varandra. Det kan med andra ord uppstå arbitragemöjligheter om man konstruerar handelsstrategier baserat på dessa räntor. Riksgälden har därför valt att även använda en så kallad affin prissättningsmodell för att mäta löptidspremiernas storlek.

3.3 Adrian, Crump och Moench

I en värld utan arbitragemöjligheter kan man konstruera en diskonteringsfaktor som ger korrekta priser för alla existerande tillgångar (se t.ex. Dybvig och Ross, 1987 eller Cochrane, 2005). Detta faktum utgör grunden för all icke-arbitragebaserad prissättning.

Familjen affina prissättningsmodeller kan beskrivas med två huvudantaganden (se bl.a. Duffee, 2002 och Ang och Piazzesi, 2003): det finns K stycken riskfaktorer X_t som följer en VAR(1)-process

$$X_{t+1} = \mu + \Phi X_t + v_{t+1},$$

där $v_t \sim N(0, V)$, samt det finns en diskonteringsfaktor M_t med funktionsformen

$$-\log(M_{t+1}) = r_t + \lambda_t' \lambda_t + \lambda_t' v_{t+1},$$

där såväl den korta räntan r_t som löptidspremierna λ_t är affina funktioner av riskfaktorerna, det vill säga $r_t = \delta_0 + \delta_1' X_t$ respektive $\lambda_t = \lambda_0 + \lambda_1 X_t$. En följd av dessa antaganden är att samtliga räntor (och priser) kan beskrivas som affina funktioner av riskfaktorerna

$$y_t^{(n)} = A_n + B_n' X_t.$$

där A_n och B_n är löptidsspecifika konstanter. Den omfattande akademiska litteraturen på området handlar främst om valet av faktorer samt om vilka metoder som är bäst lämpade för att skatta modellens parametrar. Riksgälden har valt att följa Adrian, Crump och Moench (2013) som föreslår att de fem första principalkomponenterna som extraheras från nollkupongräntor används som riskfaktorer. De tre första principalkomponenterna har ungefär samma egenskaper som de tre faktorerna i modellen av Diebold och Li och kan således tolkas som nivå- lutnings- och kurvaturfaktorer. Dessa faktorer är bra på att fånga hur räntor med olika löptider förhåller sig till varandra. De två andra faktorerna beskriver istället hur räntorna varierar över tiden på ett bra sätt.³

Även här har Riksgälden använt STIBOR- och swappräntor för att skatta modellen. Data är från perioden 1995:07–2015:06 (240 månatliga observationer). Av statistiska skäl har modellen estimerats med avkastningar på instrument kopplade till dessa räntor istället för

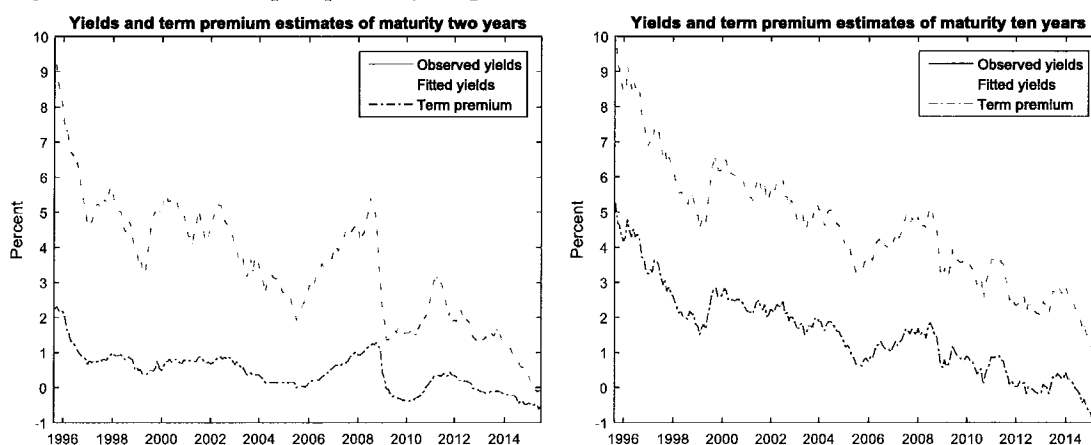
³ Ett alternativ till att använda fem principalkomponenter vore att endast använda de tre första för att förklara räntornas tvärsnittsvariation och komplettera dessa med en faktor som konstrueras med det uttryckliga syftet att prediktera räntornas tidsvariation. Cochrane och Piazzesi (2005, 2008) är exempel på det senare.

att använda själva räntorna. Det är således löptidspremier enligt definition (iii) ovan som skattats.

Modellen estimeras i tre steg. Först skattas dynamiken hos riskfaktorerna, varefter det blir möjligt att separera förutsägbara från slumpmässiga förändringar hos faktorerna. I steg två skattas hur instrument med olika löptider är exponerade mot faktorerna och i det tredje steget skattas löptidspremierna genom att regressera instrumentens avkastning på deras exponering mot respektive riskfaktor. Med de skattade parametrarna som byggstenar konstrueras sedan konstanterna A_n och B_n ovan, varefter hela avkastningskurvan kan beskrivas som en funktion av faktorerna. I den övningen transformeras löptidspremierna från definition (iii) till definition (i).

Diagram 5 visar de observerade swappräntorna med löptiderna två och tio år, motsvarande räntor som genereras av modellen, samt två- och tioåriga löptidspremier. De modellgenererade räntorna sammanfaller nästan perfekt med de observerade räntorna vilket är ett gott betyg åt modellens förmåga att beskriva hur räntorna beror på de fem faktorerna. Diagrammet visar också att löptidspremierna för två- och tioåriga räntor har fallit under de senaste två decennierna för att under de senaste åren vara nära eller något under noll.

Diagram 5. Räntor och löptidspremier för löptiderna två och tio år, 1995:07–2015:06.



4. Avslutande kommentarer

Riksgälden har med tre olika metoder mätt hur svenska löptidspremier har utvecklats över tiden. Även om empiriska undersökningar alltid bör tolkas med viss försiktighet ger samtliga metoder intrycket att löptidspremier har fallit över tiden för att nu ligga nära eller något under noll.

Att löptidspremierna nu är låga innebär inte att de kommer att vara låga i all framtid. Riksgälden gör emellertid bedömningen att en återgång till normala nivåer kan ta relativt lång tid. Om detta kan man läsa i riktlinjeförslaget. I förslaget framför Riksgälden också ett antal skäl till varför det vore lämpligt att bredda styrintervallen för löptiden i den nominella kronskulden och i valutaskulden. Ett av dessa skäl är att skuldens löptid inte

längre förefaller ha någon avgörande betydelse för statens lånekostnader. Å andra sidan finns ett värde i att ha relativt snäva intervall av trovärdighetskäl. Alltför breda intervall kan uppfattas som att Riksgälden ges möjlighet att ta positioner på marknadsräntan genom att justera löptiden, vilket riskerar att skada förtroendet för Riksgälden som emittent.

Riksgäldens samlade bedömning är att en breddning av intervallen till ett år innebär en rimlig avvägning mellan för- och nackdelar. I den nominella kronskulden innebär det föreslagna intervallet att Riksgälden har möjlighet att avstå från att ingå nya swappar under de kommande två åren (det vill säga inom prognoshorisonten för låneplaneringen). Detta gäller även om räntorna faller ytterligare något. Också i valutaskulden skulle det bli möjligt att avstå från att ingå ränteswappar när Riksgälden ger ut nya valutalån. Samtidigt bedömer Riksgälden att ett ettårigt intervall är tillräckligt snävt för att skapa tydlighet och förutsägbarhet i förvaltningen av statsskulden.

Referenser

Adrian, T., Crump R.K., Moench, E. (2013), "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics*, 110 (1), 110-138.

Ang, A., Piazzesi M. (2003), "A No-Arbitrage Vector Autoregression of Term Structure Dynamics with Macroeconomic and Latent Variables", *Journal of Monetary Economics*, 50, 745-787.

Cochrane, J.H. (2005), "Asset Pricing", Princeton University Press, Princeton, NJ.

Cochrane, J.H., Piazzesi M. (2005), "Bond Risk Premia", *American Economic Review* 95, 138-160.

Cochrane, J.H., Piazzesi M. (2008), "Decomposing the Yield Curve", unpublished working paper, University of Chicago.

Diebold, F.X., Li C. (2006), "Forecasting the Term Structure of Government Bond Yields", *Journal of Econometrics*, 130, 337-364.

Diebold, F.X., Rudebusch G.D., Aruoba S.B. (2006), "The Macroeconomy and the Yield Curve: A Dynamic Latent Factor Approach", *Journal of Econometrics*, 131, 309-338.

Dybvig, P.H., Ross S.A. (1987), "Arbitrage" in Eatwell, J., Milgate, M., Newman, P., (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, New York, NY.

Duffee, G.R. (2002), "Term Premia and Interest Rate Forecasts in Affine Models", *Journal of Finance*, 57 (1), 405-443.

Nelson, C.R., Siegel A.F. (1987), "Parsimonious Modeling of Yield Curves", *Journal of Business*, 473-489.

Appendix

Låt $p_t^{(n)}$ beteckna (det logaritmerade) priset på en nollkupongobligation som har löptid n vid tidpunkt t . Nollkupongräntan med löptid n som gäller vid tidpunkt t betecknas $y_t^{(n)}$ (yield-to-maturity) och definieras

$$y_t^{(n)} = -\frac{1}{n} p_t^{(n)}.$$

Med "kort" ränta avses nollkupongräntan då $n = 1$, det vill säga $y_t^{(1)}$.

Terminsräntan $f_t^{(n)}$ (forward rate) definieras som den ränta som vid tidpunkt t bestäms gälla mellan $t + n - 1$ och $t + n$, med andra ord

$$f_t^{(n)} = p_t^{(n-1)} - p_t^{(n)}.$$

Om man köper en obligation med löptid n vid tidpunkt t och säljer den vid tidpunkt $t + 1$ (då obligationens löptid fallit till $n - 1$) erhålls avkastningen (return)

$$r_{t+1}^{(n)} = p_{t+1}^{(n-1)} - p_t^{(n)}$$

Löptidspremier kan uttryckas i termer av nollkupongräntor, terminsräntor och avkastningar: (i) den långa nollkupongräntan är ett genomsnitt av förväntade framtida korta nollkupongräntor plus en löptidspremie, (ii) terminsräntan är den förväntade framtida korta nollkupongräntan plus en löptidspremie, och (iii) den förväntade avkastningen av att hålla en lång obligation är lika med avkastningen av att hålla en kort obligation plus en löptidspremie. Utryckt med ekvationer kan detta skrivas

$$y_t^{(n)} = \frac{1}{n} E_t(y_t^{(1)} + y_{t+1}^{(1)} + \dots + y_{t+n-1}^{(1)}) + lpy_t^{(n)}$$

$$f_t^{(n)} = E_t(y_{t+n-1}^{(1)}) + lpf_t^{(n)}$$

$$E_t(r_{t+1}^{(n)}) = y_t^{(1)} + lpr_t^{(n)}$$

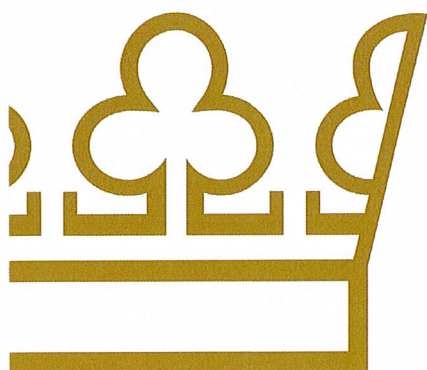
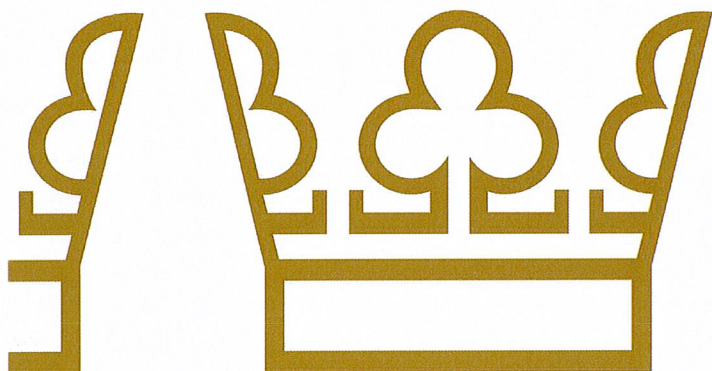
där $lpy_t^{(n)}$, $lpf_t^{(n)}$ och $lpr_t^{(n)}$ står för löptidspremier associerade med nollkupongräntor, terminsräntor respektive avkastningar. Med hjälp av definitionerna ovan kan man även visa att premierna hänger ihop via ekvationerna

$$lpy_t^{(n)} = \frac{1}{n} E_t[lpr_{t+1}^{(n)} + lpr_{t+2}^{(n-1)} + \dots + lpr_{t+n-1}^{(2)}]$$

$$lpf_t^{(n)} = E_t[lpr_{t+1}^{(n)} - lpr_{t+1}^{(n-1)}] + E_t[lpr_{t+2}^{(n-1)} - lpr_{t+2}^{(n-2)}] + \dots + E_t[lpr_{t+n-1}^{(2)}].$$

Statsskuldens förvaltning

Förslag till riktlinjer 2016–2019



Sammanfattning	1
Förslag till riktlinjer 2016–2019	2
Statsskuldsförvaltningens mål	2
Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål	2
Riktlinjeprocessen	2
Statsskuldens sammansättning – skuldandelar	3
Statsskuldens löptid	3
Kostnad och risk	3
Marknads- och skuldvard	3
Positionstagande	4
Upplåning på privatmarknaden	4
Lån för att tillgodose behovet av statslån	4
Medelsförvaltning m.m.	4
Samråd och samverkan	4
Utvärdering	5
Motivering till föreslagna ändringar	6
1 Förlängd löptid på statsskulden	6
2 Bredare löptidsintervall	10
3 Privatmarknadsupplåning	12

Sammanfattning

Riksgälden lämnar i denna rapport förslag till riktlinjer för 2016–2019. För åren 2017 till och med 2019 är förslagen preliminära. Målet är att skulden ska förvaltas så att kostnaden för skulden långsiktigt minimeras samtidigt som risken i förvaltningen beaktas. Förvaltningen ska ske inom ramen för penningpolititakens krav.

Inför årets riktlinjeförslag har Riksgälden analyserat betydelsen av statsskuldens löptid. Analysen har resulterat i att Riksgälden vill nyansera den tidigare utgångspunkten att det är billigare att låna i instrument med kort löptid än med lång.

Av flera skäl förefaller skillnaden i kostnad mellan kortfristig och långfristig upplåning vara mindre än vad som tidigare varit fallet. Avvägningen mellan den förväntade kostnadsbesparingen och den ökade risk som kortfristig upplåning innebär bör därför justeras.

Riksgälden gör bedömningen att skuldens löptid även fortsättningsvis bör vara förhållandevis kort, men att det finns utrymme för en gradvis förlängning av skuldens löptid. Detta bör dock ske i små steg.

Eftersom upplåningskostnaden för korta och långa instrument tycks ha närmast sig varandra blir det mindre ändamålsenligt att styra skuldens löptid inom ett snävt intervall. Riksgälden anser därför att löptidsintervallet för den nominella kronskulden bör breddas. Av samma skäl föreslår Riksgälden att även valutaskuldens löptid ska styras inom ett intervall istället för mot ett riktvärde.

Riksgäldens överväganden innebär att riktlinjerna för statsskuldens förvaltning föreslås få följande lydelse:

- Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år.
- Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.
- Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.

Förslaget innebär att riktlinjerna kommer att innehålla löptidsintervall för samtliga skuldsdrag. Det krav som finns i de gällande riktlinjerna på att Riksgälden ska fastställa avvikelsetervall kring de av regeringen fastställda löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen kan därför tas bort.

Slutligen noterar Riksgälden att nuvarande ränteläge medför att upplåningskostnaden på privatmarknaden överstiger den för motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Enligt riktlinjerna ska privatmarknadsupplåningen bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

Utvärderingen av statsskuldens förvaltning sker över femårsperioder. Om den ogynnsamma situationen på privatmarknaden blir långvarig kan det på sikt bli aktuellt att se över formerna för hur privatmarknadsupplåningen bedrivs.

Riksgälden följer utvecklingen för privatmarknadsupplåningen noggrant och kommer vid behov att återkomma i frågan i framtida riktlinjeförslag.

Förslag till riktlinjer 2016–2019

Riksgälden ger här förslag till riktlinjer för statsskuldsvärdningen under 2016–2019. För åren 2017 till och med 2019 avser förslaget preliminära riktlinjer. I de fall förslaget innebär ändringar i riktlinjerna anges den nuvarande lydelsen i vänster spalt och förslag till ny lydelse i den högra. I syfte att skapa en överblick över de beslut som styr statsskuldsvärdningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.

Statsskuldsvärdningens mål

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

Riksgäldens uppgift och upplåningens ändamål

2. Riksgäldskontoret har till uppgift att ta upp och förvalta lån till staten enligt budgetlagen (2011:203). Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
3. Riksgälden får enligt budgetlagen (2011:203) ta upp lån till staten för att:
 1. finansiera löpande underskott i statsbudgeten och andra utgifter som grundar sig på riksdagens beslut,
 2. tillhandahålla sådana krediter och fullgöra sådana garantier som riksdagen beslutat om,
 3. amortera, lösa in och köpa upp statslån,
 4. i samråd med Riksbanken tillgodose behovet av statslån med olika löptider, och
 5. tillgodose Riksbankens behov av valutareserv.

Riktlinjeprocessen

4. Senast den 1 oktober varje år ska Riksgälden till regeringen lämna förslag till riktlinjer för förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
5. Regeringen ska låta Riksbanken yttra sig över Riksgäldens förslag. Budgetlagen (2011:203).
6. Regeringen ska senast den 15 november varje år besluta om riktlinjer för Riksgäldskontorets förvaltning av statsskulden. Budgetlagen (2011:203).
7. Senast den 22 februari varje år ska Riksgälden till regeringen lämna underlag för utvärdering av förvaltningen av statens skuld. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.
8. Regeringen ska vartannat år utvärdera förvaltningen av statsskulden. Utvärderingen ska senast den 25 april överlämnas till riksdagen. Budgetlagen (2011:203).
9. Riksgälden ska fastställa principer för hur de av regeringen fastställda riktlinjerna för förvaltningen av statens skuld ska genomföras. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Nuvarande lydelse

10. Riksgälden ska fastställa interna riktlinjer baserade på regeringens riktlinjer. Besluten ska avse *avvikelseintervall för de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen*, utnyttjandet av positionsmandatet, valutafördelningen i valutaskulden samt principer för marknads- och skuldvard.

Föreslagen lydelse

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

Statsskuldens sammansättning – skuldandelar

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

Statsskuldens löptid

Nuvarande lydelse

15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,1 år.

16. För instrument i nominella kronor med mer än tolv år till förfall ska det långsiktiga riktvärdet för utestående volym vara 70 miljarder kronor.

17. Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.

Nuvarande lydelse

18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år.

19. Löptiden för skuldslagen får temporärt avvika från de löptider som anges i punkt 15, 17 respektive 18.

20. Löptiden ska mätas som duration.

Föreslagen lydelse

15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år.

Föreslagen lydelse

18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.

Kostnad och risk

21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
22. Det överordnade kostnadsmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.
23. Det överordnade riskmåttet ska vara den genomsnittliga emissionsränterisken.
24. Riksgälden ska beakta refinansieringsrisker i förvaltningen av statsskulden.
25. Upplåningen ska bedrivas så att en bred investerarbas och diversifiering i olika finansieringsvalutor säkerställs i syfte att upprätthålla en god låneberedskap.
26. Positioner ska inte ingå i beräkningarna av skuldandelar och löptid.
27. Vid positionstagning ska marknadsvärden användas som mått på kostnaderna och riskerna i förvaltningen.

Marknads- och skuldvard

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

Positionstagande

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

Positioner i utländsk valuta får endast tas med derivatinstrument.

Positioner får inte tas på den svenska räntemarknaden.

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

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

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

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

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

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

Upplåning på privatmarknaden

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

Lån för att tillgodose behovet av statslån

34. Möjligheten att ta upp lån för att tillgodose behovet av statslån enligt 5 kap 1 § budgetlagen (2011:203) får utnyttjas bara om det är påkallat på grund av hot mot den finansiella marknadens funktion.

Riksgälden får ha utestående lån till ett maximalt nominellt värde av 200 miljarder kronor för detta ändamål.

35. Placering av medel som tagits upp genom lån för att tillgodose behovet av statslån bör vägledas av de principer som anges i lagen (2008:814) om statligt stöd till kreditinstitut.

Medelsförvaltning m.m.

36. Myndigheten ska placera sina medel, i den utsträckning de inte behöver användas till utbetalningar, på konto i Riksbanken, en bank eller ett kreditmarknadsföretag eller i statspapper eller andra skuldförbindelser med låg kreditrisk. Placeringar får ske i utlandet och i utländsk valuta. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

37. Riksgälden ska täcka de underskott som uppstår på statens centralkonto. Förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

38. Hantering av växlingar mellan svensk och utländsk valuta (valutaväxlingar) ska präglas av förutsägbarhet och tydlighet. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

Samråd och samverkan

39. Riksgälden ska samråda med Riksbanken i frågor om de delar av upplåningsverksamheten som kan antas vara av större penningpolitisk betydelse. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

40. Riksgälden ska samverka med Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket i fråga om myndighetens prognoser över statens lånebehov. Förordning (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret.

41. Riksgälden bör inhämta Riksbankens synpunkter på hur de medel ska placeras som lånas för att tillgodose behovet av statslån enligt budgetlagen (2011:203).

Utvärdering

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

Motivering till föreslagna ändringar

I detta avsnitt ges bakgrunden till föreslagna ändringar i riktlinjerna. Riksgälden föreslår att löptiden för den nominella kronskulden och valutaskulden förlängs. Vidare föreslås att intervallet inom vilket den nominella kronskuldens löptid ska styras görs bredare. Slutligen föreslår Riksgälden att även valutaskuldens löptid ska styras inom ett intervall istället för mot ett riktvärde.

1 Förlängd löptid på statsskulden

Riksgälden har analyserat hur statsskuldens löptid påverkar den förväntade kostnaden för statens upplåning. Riksgälden bedömer att det även fortsättningsvis är fördelaktigt att låta skuldens löptid vara förhållandevis kort.

Riksgälden anser dock att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning är mindre än tidigare. Riksgälden föreslår således att statsskuldens löptid förlängs. Längre löptid betyder att riskerna i skulden minskar. Den förändringen bedöms alltså kunna ske till låg eller ingen kostnad.

I dagsläget använder Riksgälden ränteswappar för att förkorta löptiden på skulden. Ett enkelt sätt att förlänga löptiden kan därför vara att minska användningen av sådana swappar.

Bakgrund

Riksgäldens överordnade mål är att minimera de långsiktiga kostnaderna för statsskulden med beaktande av risk. En viktig uppgift för Riksgälden är därför att främja en väl fungerande marknad för statspapper så att den attraherar många investerare, och helst även olika typer av investerare.

Statsskuldens kostnad och risk påverkas också av hur skulden är sammansatt. Det är Riksgäldens uppgift att föreslå lämpliga andelar och löptider för de olika skuldslag som ingår i statsskulden.

Riksgäldens tidigare analys bakom valet av löptid har utgått från att det finns så kallade *löptidspremier*. Positiva löptidspremier betyder att långa räntor vanligtvis är högre än korta, vilket historiskt har varit fallet. Det innebär i sin tur att det över tiden är billigare att låna i instrument med kort löptid än med lång eller att med hjälp av derivat-instrument skapa en kort exponering i statsskulden.

Att låna med kort löptid innebär å andra sidan att räntan på skulden sätts om oftare. Det ökar risken för att upplåningskostnaderna varierar mer mellan åren.

Riksgälden har tidigare bedömt att en löptid på ungefär tre år, uttryckt som duration, är en rimlig avvägning mellan förväntad kostnad och risk för den samlade statsskulden bland annat mot bakgrund av att marknaden för derivat är för liten för att kostnadseffektivt skapa en kortare duration. Med duration avses den genomsnittliga återbetalningstiden för statsskulden då både kupongbetalningar och den slutliga återbetalningen beaktas.¹

Nominell kronskuld

Riksgäldens viktigaste finansieringsform är nominella obligationer i svenska kronor. Här har Riksgälden också en viktig uppgift i att tillgodose marknadens behov av obligationer med olika löptider.

Enligt gällande riktlinjer ska upp till 70 miljarder kronor utgöras av instrument som har mer än tolv år kvar till förfall. För övriga instrument ska löptiden vara mellan 2,6 och 3,1 år. Eftersom själva obligationsstocken har längre löptid använder Riksgälden ränteswappar för att förkorta löptiden så att den ligger inom det fastställda intervallet. De utestående swapparna förkortar löptiden i den nominella kronskulden med ungefär ett år.

Real kronskuld

Genom att även ge ut reala obligationer når Riksgälden en bredare investerarbaser. Reala obligationer kan avlasta marknaden för nominella obligationer då lånebehovet är stort.

¹ Durationen beräknas som det vägda genomsnittet av tiden fram till varje kassaflöde (kuponger och slutliga betalningar) där vikterna bestäms av respektive kassaflödets marknadsvärde.

För den reala skulden är det inte möjligt att styra löptiden med hjälp av ränteswappar. I stället är faktorer som efterfrågan, likviditet och hanteringen av refinansieringsrisker vägledande. Löptiden i realskulden är därför längre och styrintervall är bredare. Löptiden i realskulden ska vara mellan 6 och 9 år.

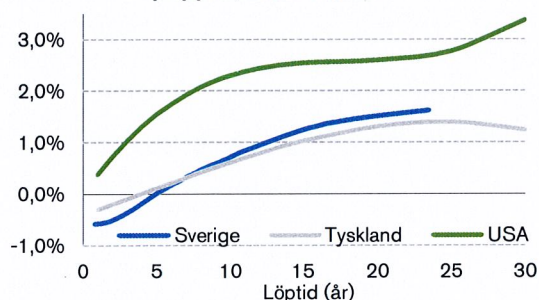
Valutaskuld

På marknaderna i utländsk valuta är Riksgälden en liten aktör. Valutaskulden kan därför styras mer exakt utan att marknaderna påverkas. Även i valutaskulden används ränteswappar för att styra löptiden som enligt riktlinjerna ska vara 0,125 år (en och en halv månad).

Avkastningskurvan

Genom att binda samman räntor för olika löptider till en kurva får man det som kallas avkastningskurvan. Avkastningskurvan beskriver således räntornas löptidsstruktur vid en given tidpunkt. Kurvan kan se ut på många sätt och dess utseende varierar över tiden. Diagram 1 visar hur avkastningskurvan för svenska, tyska och amerikanska statspapper såg ut den 28 augusti 2015. Som framgår hade avkastningskurvorna positiv lutning, vilket som nämns ovan varit det gängse mönstret.

Diagram 1 Avkastningskurva för svenska, tyska och amerikanska statspapper, 2015-08-28



Tyvärr finns inga enkla svar på varför avkastningskurvan ser ut precis som den gör, men en viss vägledning ges av den så kallade förväntningshypotesen. Den utgår ut från att marknadsaktörer agerar efter vad de förväntar sig om framtiden, men bortser från risken för att de kan ha fel. Om marknadsaktörerna förväntar sig stigande räntor kommer avkastningskurvan enligt förväntningshypotesen att luta uppåt. Det beror på att investerare då endast vill placera på kort sikt i avvaktan på att räntorna stiger medan låntagare vill binda sina lån på lång sikt innan räntorna

stiger. Efterfrågan på korta placeringar och långa lån kommer då att leda till att långa räntor blir högre än korta. Förväntar sig marknadsaktörerna istället fallande räntor kommer avkastningskurvan att luta nedåt och om räntorna förväntas vara oförändrade blir kurvan horisontell.

Historiskt har avkastningskurvan oftast lutat uppåt. Det kan bero på att marknadsaktörerna i genomsnitt förväntat sig att räntorna ska stiga. Men mer rimligt är att det beror på att förväntningshypotesen inte fångar allt som påverkar räntorna. Förväntningshypotesen behöver kompletteras med något som fångar att de flesta marknadsaktörer faktiskt bryr sig om risken för att de kan ha fel.

Ett sådant komplement utgår från observationen att många investerare ogärna binder sina pengar utan helst investerar i instrument med kort löptid. Det främsta skälet till det är att osäkerheten om framtiden blir större ju längre fram man blickar. För att investera på längre sikt kräver investerarna därför kompensation i form av högre räntor. Kortsiktigheten brukar accentueras i tider med stor ekonomisk osäkerhet. Historiskt har en vanlig osäkerhetsfaktor varit den framtida inflationen.

Låntagare uppvisar ofta motsatta preferenser och kan vara villiga att betala högre ränta för att säkra långsiktig finansiering. En sådan låntagare kan exempelvis vara ett industriföretag som vill säkra den långfristiga finansieringen för en produktionsanläggning. Om investerare i allmänhet är mer kortsiktiga än låntagare kommer avkastningskurvan att luta uppåt även om marknadsaktörerna tror på oförändrade räntor. Med andra ord kommer löptidspremien att vara positiv.

Naturligtvis finns även investerare med lång placeringshorisont såsom livförsäkringsbolag och pensionsfonder. Eftersom de har långfristiga pensionsåtaganden i sina balansräkningar vill de matcha dessa skulder med långfristiga tillgångar. De kan rentav acceptera lägre räntor på instrument med lång löptid. Om långsiktiga investerare dominerade kapitalmarknaden skulle löptidspremien kunna vara negativ.

Huruvida marknaden domineras av kortsiktiga eller långsiktiga investerare är en empirisk fråga. Även om man rent principiellt inte kan utesluta att löptidspremien kan vara negativ finns det en ganska stark föreställning bland såväl akademiker

som marknadsaktörer att den på lång sikt borde vara positiv.

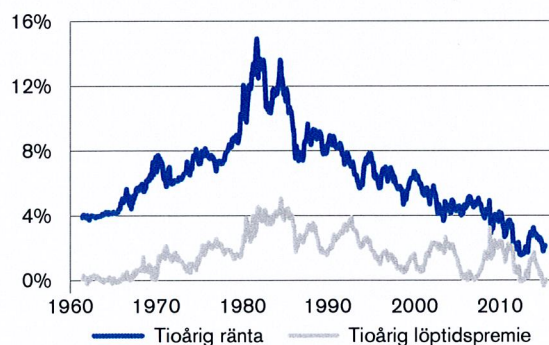
Hur stor är löptidspremien?²

Dagens marknadsräntor beror alltså både på förväntningar om framtida räntor och på eventuella löptidspremier. Men varken förväntningar eller löptidspremier är observerbara var för sig, vilket gör dem svåra att mäta. En vanlig metod är att börja med att uppskatta förväntningarna om framtida räntor för att därefter kunna backa ut löptidspremierna.

Förväntningar kan uppskattas på många sätt och både enkätundersökningar och ekonomiska modeller används flitigt. Den akademiska litteraturen är omfattande och metoderna för att mäta förväntningar och premier har successivt utvecklats. Men trots att modellerna numera är ganska avancerade är det fortfarande svårt att göra precisa skattningar av löptidspremiernas storlek. Resultaten skiljer sig därför en del mellan olika studier.

Några resultat är dock vanligt förekommande. De flesta är överens om att löptidspremier under lång tid varit positiva. Relativt okontroversiellt är också att de fallit under de senaste decennierna, även om studierna inte är helt entydiga. Många studier konstaterar också att löptidspremier är kontracykliska; de faller när den ekonomiska tillväxten är stark och vice versa.

Diagram 2 Tioårig ränta och löptidspremie för amerikanska statsobligationer



Källa: Federal Reserve Bank of New York

Diagram 2 är hämtat från Federal Reserve Bank of New York och visar den tioåriga räntan och

² Framställningen bygger på ett stort antal empiriska studier, se bl.a. Magnus Dahlquist och Henrik Hasseltoft (2015), "International Bond Risk Premia" som ingår i *Handbook of Fixed-Income Securities* (red. Pietro Veronesi), Wiley (under utgivning).

löptidspremien för amerikanska statspapper.³ Både räntan och löptidspremien steg från mitten av 1960-talet till mitten av 1980-talet för att därefter falla tillbaka. Huvudförklaringen anses vara att den stigande inflationen under 1970-talet fick räntorna att stiga, och med stigande inflation steg även osäkerheten om framtida inflation och framtida räntor. Det fick investerare att kräva högre kompensation för att investera på längre sikt, varför löptidspremien steg. Eftersom hög inflation ofta medför att osäkerheten om den framtida inflationen ökar är det naturligt att löptidspremier är höga när räntorna är höga och vice versa.

Fallande löptidspremier är ett internationellt fenomen och samvariationen mellan löptidspremier i olika länder är hög. Det beror i hög grad på att konjunkturen samvarierar mellan länder och att kapitalmarknaderna är integrerade. Framför allt tycks utvecklingen i USA påverka räntor och löptidspremier i andra länder, bland annat Sverige.

Riksgälden har genomfört vissa preliminära skattningar av löptidspremiens storlek på den svenska marknaden och har använt både enkätundersökningar och olika modeller för att uppskatta förväntningar om framtida räntor.⁴ Analysen så här långt bekräftar i stort den bild som redovisats ovan. Även svenska löptidspremier tycks ha fallit över tiden och förefaller i dagsläget vara nära noll. Riksgäldens analys bekräftar också att det är svårt att skatta löptidspremier med precision. Riksgälden kommer framöver att fördjupa de empiriska studierna på svenska data.

Varför är löptidspremien så låg?

Som redan diskuterats har den låga inflationen medfört att räntenivåerna sjunkit i Sverige och stora delar av världen. Att inflationen blivit lättare att förutspå har troligtvis bidragit till att minska löptidspremien.

³ Tobias Adrian, Richard K. Crump and Emanuel Moench, "Pricing the Term Structure with Linear Regressions", *Journal of Financial Economics* 110 (1), October 2013, pp 110-138. Skattningarna uppdateras löpande och kan laddas ner från http://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term_premia.html.

⁴ Enkätundersökningarna har genomförts av Prospera på uppdrag av Riksbanken. Ett sextiototal marknadsaktörer svarar på vad man tror om räntan på en femårig statsobligation på 3, 12, 24 och 60 månaders sikt. Riksgälden har använt två räntemodeller: en som utvecklats vid Federal Reserve Bank of New York (se fotnot 2) och en som bygger på Francis X. Diebold and Canlin Li, "Forecasting the term structure of government bond yields", *Journal of Econometrics* 130 (2), February 2006, pp 337-364.

En annan orsak till att räntor och löptidspremier är låga kan vara finansiell och geopolitisk oro. I oroliga tider brukar efterfrågan öka på förhållandevis säkra placeringar, exempelvis statspapper från länder med hög kreditvärdighet.

Under senare år har dessutom flera centralbanker köpt stora mängder statsobligationer med det uttalade målet att få ner långa obligationsräntor. Studier av interventionerna i Storbritannien och USA visar att åtgärderna ledde till att löptidspremierna sjönk.

Andra faktorer som kan ha påverkat löptidspremierna är nya regleringar. Försäkringsbolagen måste numera matcha sina långa åtaganden genom att investera mer i tillgångar med lång löptid. Det pressar rimligen ner långa räntor eftersom försäkringsbolagen är de största investerarna på den svenska obligationsmarknaden.⁵ Under kommande år träder ytterligare regleringar i kraft som kan innebära att försäkringsbolagen redan nu efterfrågar mer långa obligationer. Det ska dock påpekas att de regleringar som införts i Sverige har utformats på ett sätt som inte nödvändigtvis stärkt incitamenten för försäkringsbolagen att hålla långa statsobligationer. Det kan alltså vara så att detta argument inte är lika starkt för svensk del som internationellt.

Även vissa låntagare har förändrat sitt beteende på ett sätt som hypotetiskt kan ha påverkat löptidspremierna. En sådan låntagargrupp är hushåll med bostadslån. I mitten av 1990-talet hade ungefär åtta procent av de utestående bostadslånen tre månaders räntebindningstid eller kortare. I dagsläget är motsvarande andel 60 procent och för nytecknade lån överstiger andelen 75 procent.⁶ Det finns således skäl att anta bankerna i sin tur exponeringsmässigt efterfrågar mer kortfristig finansiering, vilket kan påverka löptidspremiernas storlek.

Slutsatser

Sammantaget finns det övervägande argument som talar för att löptidspremierna på såväl den svenska som de internationella obligationsmarknaderna för närvarande är låga. Riksgälden bedömer att argumenten för att det är billigare att

låna i instrument med kort löptid än med lång har försvagats.

Det råder inte några tvivel om att löptidspremier varierar kraftigt över tiden och det kan inte uteslutas att de stiger under kommande år. Riksgäldens bedömning är emellertid att det finns återhållande faktorer, såsom förändringar i marknadsaktörernas beteende, som verkar för att löptidspremier kommer att vara förhållandevis låga under en överskådlig framtid. Exempel på sådana förändringar kan vara större inslag av matchning av tillgångar och skulden från försäkringsbolagens sida.

Riksgälden har inte funnit tillräckligt stöd för att den förväntade kostnadsbesparingen av att låna på korta löptider är tillräckligt stor i förhållande till den ökade risk som kortfristig upplåning innebär. Riksgälden anser därför att det finns skäl att förlänga löptiden på statsskulden. Den fortsatta analysen får visa om ytterligare förlängning av löptiden är motiverad utöver den som föreslås här. I vilket fall bör förlängningen ske i små steg. En kraftig förlängning av statsskulden skulle kunna medföra att utbuds- och efterfrågebalansen på marknaden rubbades på ett sätt som fick långa räntor att stiga. Det finns också en osäkerhet om hur pass bestående nedgången i riskpremierna kommer att vara.

Riksgälden föreslår att löptiden på den nominella kronskulden och valutaskulden förlängs med tre till sex månader. Den närmare utformningen av löptidsintervallen presenteras nedan.

Som tidigare nämnts använder Riksgälden ränteswappar för att förkorta löptiden på statsskulden. Ett enkelt sätt att förlänga skuldens löptid vore därför att minska användningen av ränteswappar. Riksgäldens utestående ränteswappar motsvarar ett nominellt värde på 140 miljarder kronor i ränteswappar i kronor och 125 miljarder kronor i ränteswappar mellan kronor och utländsk valuta. Historiskt har Riksgälden gjort nya swappar i kronor för ungefär 30-40 miljarder kronor om året. Det innebär att endast uppemot hälften av obligationsupplåningen har swappats till kort exponering bland annat mot bakgrund av att marknaden har bedömts vara för liten för att eliminera all lång exponering.

⁵ Den svenska finansmarknaden 2014, Sveriges Riksbank.

⁶ Holmberg et al., "En analys av räntebindningstiden på svenska bolån", Ekonomiska kommentarer nr 7, juni 2015, Sveriges Riksbank.

Den genomsnittliga dagsomsättningen på marknaden för långa ränteswappar i svenska kronor var under 2013 34 miljarder kronor.⁷ Under 2014 sjönk omsättningen till knappt 20 miljarder kronor per dag. Riksgälden har inte fått några indikationer på att Riksgäldens transaktioner, eller uteblivna transaktioner, skulle ha någon avgörande betydelse för swappräntorna eller swappmarknadens likviditet.

Det finns naturligtvis ett nära samspel mellan räntorna på swappmarknaden och marknaden för statsobligationer. Även om Riksgälden bedömer att en minskad användning av ränteswappar inte får någon större effekt på swappmarknaden är detta samspel ännu en anledning till att inte göra alltför stora förändringar i kronskuldens löptid.

På de utländska marknaderna är Riksgälden en liten aktör varför det är helt oproblematiskt att förlänga valutaskuldens löptid.

2 Bredare löptidsintervall

Löptiden på statsskulden förefaller spela mindre roll för statens upplåningskostnader än tidigare, varför det blir mindre ändamålsenligt att styra skulden inom ett snävt intervall. Riksgälden föreslår därför att intervallet för den nominella kronskulden breddas samt att det införs ett intervall även för valutaskuldens löptid.

Förslaget innebär att riktlinjerna föreslås få följande lydelse:

- Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år.
- Den reala kronskuldens löptid ska vara mellan 6 och 9 år.
- Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 år.

Eftersom förslaget innehåller löptidsintervall för samtliga skuldsdrag kan det krav som finns i de gällande riktlinjerna på att Riksgälden ska fastställa avvikelserintervall kring de av regeringen beslutade löptidsriktvärdena för de enskilda skuldslagen tas bort.

Det kan vara värt att notera att intervallen i de nu gällande riktlinjerna rymms inom de intervall som

föreslås. Ändringarna kräver således inga övergångsregler.

Bakgrund

I riktlinjerna för 2011 infördes för första gången ett löptidsintervall för den reala kronskulden. Intervallet fick storleken två år. I riktlinjerna för 2012 breddades detta intervall till tre år. Samtidigt infördes även ett löptidsintervall för den nominella kronskulden på ett halvt år.

Den tidigare ordningen hade varit att riktlinjerna föreskrev exakta riktvärden (med en decimal) mot vilket löptiden för de olika skuldslagen skulle styras. Ändringarna motiverades av de svårigheter som var förenade med att styra skuldens löptid mot exakta värden. Det var till exempel svårt att parera oväntade avvikelser från prognosen av lånebehovet utan att behöva ändra riktlinjerna.

I förra årets riktlinjeförslag förordade Riksgälden löptidsmättet duration framför det tidigare använda måttet genomsnittlig räntebindningstid. Durationsmättet har nackdelen att det påverkas av ränterörelser, men Riksgälden bedömde att variationen inte skulle bli större än att det kunde hanteras med ett löptidsintervall på ett halvt år. Om räntorna skulle stiga eller falla kraftigt fanns dessutom möjligheten för Riksgälden att återkomma till regeringen med förslag om att justera intervallet.

I början av 2015 föll räntorna kraftigt och i februari lämnade Riksgälden en skrivelse till regeringen med förslag om att ändra löptidsintervallet för den nominella kronskulden. Regeringen beslutade i enlighet med Riksgäldens förslag och höjde intervallet från 2,3–2,8 år till 2,6–3,1 år.

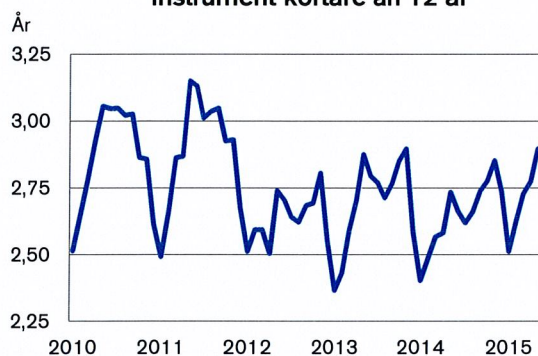
Syftet med att ha löptidsintervall istället för ett exakta riktvärden för de olika skuldslagen är att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig låneplanering. Ett intervall ger större möjlighet att anpassa upplåningen om lånebehovet visar sig avvika från prognosen eller om förutsättningarna på till exempel swappmarknaden förändras. På så sätt undviks också onödiga transaktionskostnader som annars skulle kunna uppstå om derivattransaktioner används för att återkommande förlänga och förkorta löptiden.

Storleken på statsskulden varierar över året. Det pareras genom likviditetsförvaltning och kortfristig upplåning, varför även löptiden varierar över året, se diagram 3. De intervall som regeringen fast-

⁷ Den svenska finansmarknaden 2014, Sveriges Riksbank.

ställer i riktlinjerna ska emellertid ses som intervall för låneplaneringen snarare än avvikelseintervall för de faktiska utfallen. Av den anledningen anges också i de nuvarande riktlinjerna att temporära avvikelser i skuldslagens löptider får förekomma.

Diagram 3 Löptiden i nominell kronskuld för instrument kortare än 12 år



Anm: Löptiden är uttryckt som duration.

Överväganden

Statsskuldens löptid är bara en av många faktorer som påverkar skuldens förväntade kostnad och risk. Riksgälden bedömer att kostnadsfördelen med kortfristig upplåning sannolikt är mindre än vad som tidigare varit fallet. Därför blir andra aspekter än valet av löptid viktigare för att nå målet om kostnadsminimering med beaktande av risk. Det gäller till exempel möjligheten att tillgodose efterfrågan på obligationer med olika löptider och främja likviditeten. Om skuldens löptid inte längre anses vara lika starkt kopplad till dess kostnad finns inga starka skäl att styra löptiden inom ett lika snävt intervall som tidigare.

Som nämnts har durationsmåttet nackdelen av att det påverkas av ränterörelser. Ett bredare intervall ger större möjlighet att i den löpande förvaltningen hantera durationsförändringar på grund av större ränterörelser vilket medför en effektivare förvaltning av skulden.

Riksgälden avser att genomföra den föreslagna förlängningen av den nominella kronskulden i små steg. Takten påverkas av marknadsförutsättningar i såväl obligationsmarkanden som i swappmarknaden. Ett snävt intervall kan innebära att åtgärder måste vidtas i ett ogynnsamt tillfälle och då riskera att bli kostsamma. Även detta talar för att det kan vara ändamålsenligt med ett bredare intervall.

Förutsättningarna för att styra löptiden skiljer sig åt mellan de olika skuldslagen. Med hjälp av

ränteswappar kan Riksgälden styra löptiden för valutaskulden och i viss mån även den nominella kronskulden. Den möjligheten saknas för den reala kronskulden, vars löptid bestäms uteslutande av fördelningen av utestående lån. Styrintervallen för realskulden är därför bredare för att ge utrymme för andra överväganden såsom efterfrågan, likviditet och önskad förfallostruktur.

Eftersom löptidsvalet bedöms spela mindre roll för statsskuldens kostnad än tidigare vore det därför även naturligt om de överväganden som görs för styrningen av realskuldens löptid tillämpas även för övriga skuldslag. Styrintervallen bör därför ges av hur upplåningen i skuldslagen bör se ut för att främja en likvid och i övrigt väl fungerande marknad som attraherar en bred investerarkas. Detta innebär även att Riksgälden blir mindre beroende av marknadsförutsättningar på swappmarknaden, vilket i sin tur kan bidra till målet om kostnadsminimering.

Riksgälden föreslår därför att intervallet för den nominella kronskulden breddas från nuvarande ett halvt år till ett helt år.

Riksgälden föreslår också att valutaskuldens löptid ska styras inom ett intervall på ett år. När användningen av ränteswappar minskar kommer valutaskuldens löptid att bli mer beroende av löptiden i enskilda emissioner, jämfört med nuvarande praxis där varje emission rutinmässigt swappas till kort ränta. Detta motiverar att löptidsintervallet breddas.

För den reala kronskulden föreslås inga ändringar.

Liksom tidigare ger riktlinjerna utrymme för att löptiderna för skuldslagen temporärt får avvika från de intervall som anges i riktlinjerna.

Riksgälden sammantagna bedömning är att det är lämpligt att löptiden för den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 år. Löptiden för valutaskulden föreslås vara mellan 0 och 1 år. Den reala kronskuldens löptid ska liksom tidigare vara mellan 6 och 9 år.

Riksgälden understryker att avsikten med de bredare styrintervallen inte är att anpassa statsskuldens löptid baserat på bedömningar av nuvarande och framtida räntor. Den typen av marknadspositionering görs alltid utanför den reguljära skuldförvaltningen i enlighet med de

bestämmelser som fastställts i riktlinjerna (punkt 30–32). De bredare intervallen motiveras således av rent operativa skäl.

De föreslagna löptiderna innebär således ingen förändring av den underliggande upplåningen eller policyn för denna. Förslagen fångar i stället effekterna av en minskad användning derivat som används för att aktivt förkorta löptiden.

3 Privatmarknadsupplåning

Riksgälden lånar inte bara på den institutionella marknaden utan även från privatpersoner och andra mindre investerare som placerar pengar i premieobligationer och Riksgäldsspar.

Privatmarknadsupplåningen har en lång historia och motiven för att bedriva den har varierat över tiden. Under 1980-talet subventionerades privatmarknadsupplåningen i syfte att öka svenskarnas sparande vilket ledde till att den vid 1980-talets slut utgjorde nästan 25 procent av statsskulden. Numera är alla subventioner borttagna och motivet för att låna på privatmarknaden är att sänka kostnaderna för statsskulden.

Sedan flera år minskar volymerna som lånas upp på privatmarknaden. Vid utgången av 2010

finansierades 5,3 procent av statsskulden av privatmarknaden medan andelen i slutet av 2014 var 2,6 procent. De minskade volymerna har medfört att kostnadsbesparingen av att låna på privatmarknaden stället för institutionsmarknaden minskat. Under 2010 uppgick besparingen till 183 miljoner kronor medan den för 2014 stannade vid 71 miljoner kronor.

Under 2015 föll räntorna kraftigt på den institutionella marknaden och på kortare löptider får Riksgälden nu betalt för att låna pengar. Eftersom räntorna på privatmarknaden inte fallit i samma utsträckning har det inneburit att upplåningskostnaden på privatmarknaden för närvarande överstiger den för motsvarande upplåning på institutionsmarknaden. Enligt gällande riktlinjer ska privatmarknadsupplåningen bidra till att sänka kostnaderna för statsskulden.

Årets riktlinjeförslag innehåller inga ändringar som berör privatmarknadsupplåningen. Men om upplåningskostnaden på privatmarknaden långvarigt skulle överstiga den på institutionsmarknaden kan det på sikt bli aktuellt att se över formerna för hur privatmarknadsupplåningen bedrivs. Riksgälden följer denna utveckling noggrant och kommer vid behov att återkomma i frågan i framtida riktlinjeförslag.



Besöksadress: Jakobsbergsgatan 13 • Postadress: SE-103 74 Stockholm • Telefon: 08 613 45 00
Fax: 08 21 21 63 • E-post: riksgalden@riksgalden.se • Internet: www.riksgalden.se