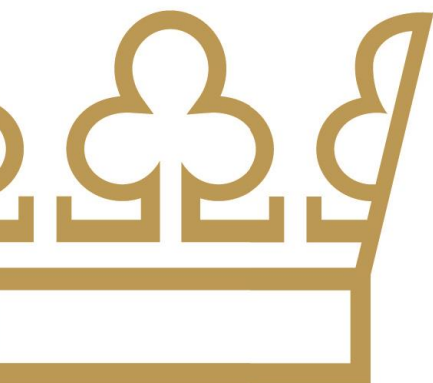
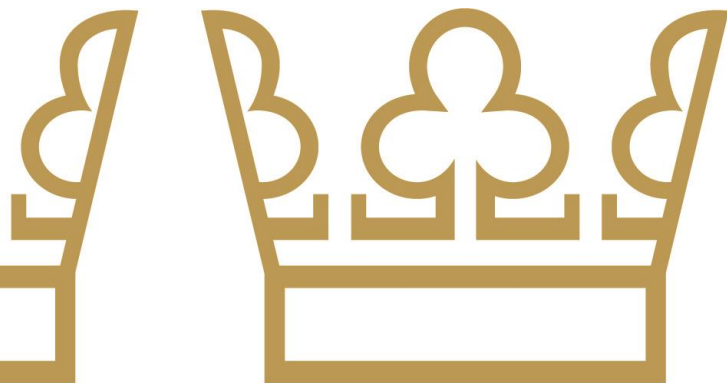


Statsskuldens förvaltning

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 penningpolitikens 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 närmat 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 skuldslag. 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 statsskuldsförvaltningen 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 statsskuldsförvaltningen har också relevanta delar ur budgetlagen (2011:203) samt förordningen (2007:1447) med instruktion för Riksgäldskontoret tagits med.

Statsskuldsförvaltningens 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 | Föreslagen lydelse |
|---|--|
| 15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,1 år. | 15. Den nominella kronskuldens löptid för instrument med upp till tolv år till förfall ska vara mellan 2,6 och 3,6 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 | Föreslagen lydelse |
| 18. Valutaskuldens löptid ska vara 0,125 år. | 18. Valutaskuldens löptid ska vara mellan 0 och 1 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. | |

Kostnad och risk

21. Avvägningen mellan förväntad kostnad och risk ska främst göras genom valet av statsskuldens sammansättning och löptid.
22. Det överordnade kostnads måttet ska vara den genomsnittliga emissionsräntan.
23. Det överordnade risk måttet 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 investerarbas. Reala obligationer kan avlasta marknaden för nominella obligationer då lånebehovet är stort.

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

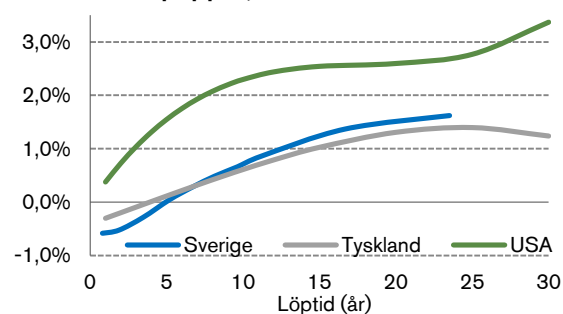
Valutaskuld

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.

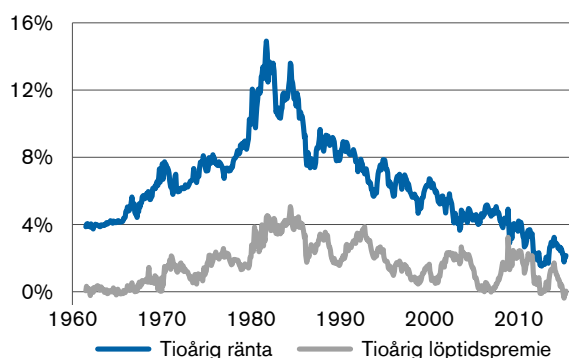
Hur stor är löptidspremien?²

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 swappröntorna 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 ryms 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.

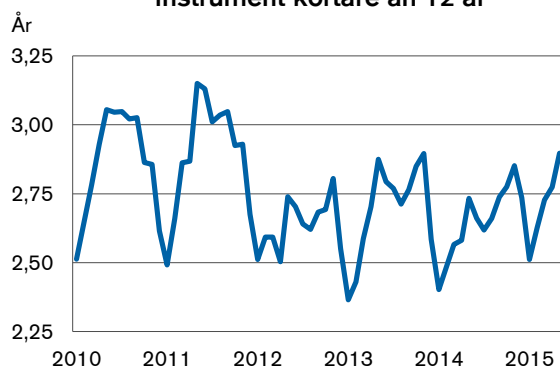
Syftet med att ha löptidsintervall istället för ett exakta riktvärden för de olika skuldslagen är att skapa förutsättningar för en ändamålsenlig låneplanering. Ett intervall ger större möjlighet att anpassa upplåningen om lånebehovet visar sig avvika från prognosen eller om förutsättningarna på till 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 avvikelsetervall 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 durationsmåtten 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 investerarbaserad. 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