



Ekonomisk kommentar

Varför har de amerikanska långräntorna stigit?

Jan Alsterlind

NR 6 2021, 11 maj

Innehållsförteckning

1	Långa obligationsräntor har stigit när konjunkturutsikterna förbättrats	4
2	En förändrad syn på styrräntan tycks inte förklara hela långränteuppgången	5
3	Vad kan förklara att löptidspremien har stigit?	6
3.1	Den ekonomiska politiken i USA och kopplingen till ränteutvecklingen	6
3.2	Löptidspremien är kontracyklisk	8
4	Sammanfattning	9
	Referenser	10

Ekonomiska kommentarer

Ekonomiska kommentarer är korta analyser om relevanta frågor för Riksbanken. Den kan författas av både enskilda direktionsledamöter och medarbetare på Riksbanken. Medarbetares kommentarer godkänns av avdelningschef medan direktionsledamöterna själva ansvarar för innehållet i sina kommentarer.

Inledning

Jan Alsterlind¹

Författaren är verksam vid Riksbankens avdelning för penningpolitik

Uppgången i amerikanska räntor har via de globala finansiella marknaderna spridits till obligationsräntor i andra länder i olika utsträckning. Orsaker som en ljusare syn på den ekonomiska utvecklingen och stigande långsiktiga inflationsförväntningar har lyfts fram av flera bedömare som förklaringar till uppgången. När ekonomin går bättre och inflationen förväntas stiga brukar investerarna vänta sig att Federal Reserve höjer styrräntorna mer, och kanske tidigare, än vad de gjorde innan. Det finns tecken på att investerarna förändrat sin syn på den framtida styrräntan, men inte så mycket att det kan förklara hela uppgången i de långa amerikanska obligationsräntorna. Därför talar mycket för att uppgången beror på att den kompensation som investerare kräver för att investera i obligationer med längre löptider, löptidspremien, har ökat.²

Den ljusare synen på den ekonomiska utvecklingen och de stigande långsiktiga inflationsförväntningarna sker mot bakgrund av omfattande ekonomisk-politiska stödåtgärder. Den expansiva finanspolitiken i USA finansieras med ett ökat utbud av nominella obligationer med lång löptid. Federal Reserve har uttalat en tolerans för högre inflation och förankrat de långsiktiga inflationsförväntningarna. Den expansiva politiken har sannolikt också bidragit till att löptidspremien ökat. Dessutom visar mått på löptidspremien att den historiskt varit kontracyklisk och successivt ökat efter att ekonomin hamnat i en recession. Det finns således flera faktorer som talar för att löptidspremien följer detta mönster även under denna recession.

¹ Författaren vill tacka Mikael Apel, Jens Iversen, Stefan Laséen, Jesper Hansson och Åsa Olli Segendorf för värdefulla synpunkter. De åsikter som uttrycks i denna ekonomiska kommentar är författarens egna och ska inte uppfattas som Riksbankens syn i dessa frågor.

² I protokollet för det penningpolitiska mötet i mars (publicerat 2021-04-07) diskuterar den penningpolitiska kommittén på Federal Reserve (FOMC) att uppgången i de långa räntorna i USA framförallt handlar om att löptidspremien har ökat. Även ECB för ett liknande resonemang i protokollet (publicerat 2021-04-08) från det penningpolitiska mötet i mars.

1 Långa obligationsräntor har stigit när konjunkturutsikterna förbättrats

Sedan sommaren 2020 har den 10 åriga statsobligationsräntan i USA stigit med runt en procentenhet, även om det har skett en viss nedgång sedan slutet av mars, se diagram 1. De finansiella marknaderna är globala och uppgången i de amerikanska räntorna har spridits till obligationsräntorna i andra länder i olika utsträckning. Det är huvudsakligen räntorna på nominella statsobligationer med lång löptid som har stigit medan räntorna på inflationsskyddade (reala) obligationer inte har ökat på samma sätt.

Diagram 1. Statsobligationsränta i USA med 10 års löptid

Procent



Anm. Avser 10-årig benchmarkränta för USA.

Källa: U.S. Department of Treasury.

Enligt den så kallade förväntningshypotesen ska en investerare som exempelvis köper en tvåårig obligation ha samma förväntade avkastning som en annan investerare som rullar en ettårig obligation under en tvåårsperiod. Eftersom centralbanken bestämmer styrräntan, som direkt påverkar räntor med kortare löptid, är förväntningarna på styrräntan en viktig beståndsdel av räntor med längre löptid.

Oblighationsräntor beror dock inte endast på förväntningar på styrräntan utan innehåller även en kompensation, löptidspremien, som investerare kräver för att investera i obligationer med längre löptider.³ I grunden är löptidspremien en riskpremie och därmed en kompensation till en investerare för att hålla en tillgång som kan falla i värde när ekonomin hamnar i en recession och vars avkastning är osäker. Investeraren kan sedan vara mer eller mindre beredd att hålla en sådan tillgång i sin portfölj beroende på riskviljan. På obligationsmarknaderna kan stigande riskpremier yttra sig som ökade

³ Se Alsterlind (2017) för en diskussion. Den underliggande anledningen till löptidspremien är att priset på en obligation med lång löptid är mer känslig för given ränteförändring än priset på en obligation med kortare löptid. En sådan högre priskänslighet innebär att en investerare tar större risk då den köper en obligation med lång löptid, vilket då kommer att kompenseras med en extra avkastning.

räntedifferenser mellan riskfyllda och säkra obligationer samt som en högre löptidspremie på långa obligationer. Också oenighet bland investerarna om den framtida ekonomiska utvecklingen kan ge upphov till en löptidspremie.⁴ Mycket tyder också på att utbud av, och efterfrågan på, en obligation påverkar löptidspremien.⁵

Frågan är då om uppgången i de amerikanska obligationsräntorna är ett uttryck för att investerarna successivt förändrat synen på styrräntan i USA, mot bakgrunden av en ljusare konjunkturbild, eller om uppgången beror på faktorer som medfört att löptidspremien ökat.

2 En förändrad syn på styrräntan tycks inte förklara hela långränteuppgången

När ekonomin går bättre och inflationen förväntas stiga brukar investerarna vänta sig att Federal Reserve höjer styrräntorna mer, och kanske tidigare, än vad de gjorde innan för att hålla inflationen inom målnivån. Olika enkätundersökningar indikerar att synen på den framtida styrräntan har förändrats i den riktningen, men inte så mycket att de kan förklara hela uppgången i de långa amerikanska obligationsräntorna. I den enkät av olika prognosmakare som Federal Reserve Bank of Philadelphia gör har de senaste prognoserna för den korta statspappersräntan, som är nära kopplad till Federal Reserves styrräntor, visserligen reviderats upp men förändringen är ganska liten.⁶ I den undersökning som Federal Reserve Bank of New York gör inför penningpolitiska möten väntar sig de penningpolitiska motparterna något snabbare räntehöjningar nu än vad de gjorde i höstas. Men även i detta fall är förändringen liten och motparterna har inte reviderat sin prognos för den långsiktiga nivån på styrräntan.⁷ Också enkätundersökningar av olika marknadsaktörers prognoser för när Federal Reserves första höjning av styrräntan kommer ske visar att dessa varit ungefär oförändrade mellan februari och april.⁸ Att de penningpolitiska förväntningarna inte förändrats så mycket ligger i linje med Feds kommunikation om att styrräntorna inte kommer att höjas den närmaste tiden.

⁴ Ny forskning tyder på att oenighet om ränteutvecklingen och framför allt oenighet om den långsiktiga nivån för den korta (riskfria) räntan kan vara en betydande faktor som förklarar löptidspremien, se Cao, Crump, Eusepi och Moench (2020).

⁵ Se Vayanos och Vila (2021).

⁶ Se Federal Reserve Bank of Philadelphia: Survey of Professional Forecasters. Enkäten över prognosmakarna sker kvartalsvis och enkäten för det fjärde kvartalet 2020 publicerades den 16 november. Enkäten för det första kvartalet i år publicerades den 11 februari och visar på en liten uppgång i prognosen för tremånadersräntan under 2023 och 2024. Prognosförändringen är cirka 0,25 procentenheter.

⁷ Federal Reserve Bank of New York utför en enkätundersökning av förväntningarna hos de penningpolitiska motparterna inför varje penningpolitiskt möte som kallas för "Survey of Primary Dealers". I den senaste undersökningen för mars i år var förväntningarna på den genomsnittliga utvecklingen av Federal Funds-räntan för de kommande tio åren uppreviderade med ca 0,25 procentenheter jämfört med september. Den långsiktiga nivån var oförändrad på 2,25 procent om tio år.

⁸ I Bloombergs undersökning av marknadsaktörernas prognoser är mediansvaret att den amerikanska styrräntan ligger kvar på nuvarande nivå åtminstone fram till tredje kvartalet 2023. Så var även fallet i mars och i februari.

Enkätundersökningarna visar alltså att styrränteförväntningarna i USA har förändrats ganska lite. Samtidigt har långa obligationsräntor stigit relativt mycket. Detta pekar på att uppgången i stor utsträckning beror på att löptidspremien ökat. Denna slutsats stöds också av modellresultat, exempelvis av modellen som konstruerats på Federal Reserve Bank of New York.⁹ Modellresultaten pekar på att den del av obligationsräntorna som utgörs av en löptidspremie är huvudorsaken till att långräntorna har stigit. Resultat som kommer från modeller ska förstås, som alltid, tolkas med försiktighet men stödjer ändå bilden som framkommer i enkätundersökningarna: att ökningen av långräntorna inte bara kan förklaras med förväntningar på en stigande styrränta. Att uppgången av de långa obligationsräntorna beror på att löptidspremien har ökat är också den slutsats som internationella bedömare och centralbanker har dragit.¹⁰

3 Vad kan förklara att löptidspremien har stigit?

I det här avsnittet diskuteras några anledningar till att den ekonomiska politiken kan ha bidragit till att löptidspremien har ökat. Den ekonomiska politiken innehåller visserligen cykliska element men det kan även finnas många andra anledningar till att löptidspremien varierar över konjunkturcykeln. I det här avsnittet visas också att det finns ett tydligt kontracykliskt mönster i löptidspremien. Att löptidspremien ökar under denna recession är förenligt med det historiska mönster som upprepats i samband med varje amerikansk recession sedan 1960-talet.

3.1 Den ekonomiska politiken i USA och kopplingen till ränteutvecklingen

I USA, men också i andra länder, växer de offentliga budgetunderskotten och den offentliga skuldbördan kommer i många år framöver att vara betydligt högre än innan pandemin. I september 2020 rapporterade den amerikanska myndigheten Congressional Budget Office (CBO) att det federala budgetunderskottet för 2020 skulle bli runt 16 procent av BNP och därmed det största sedan andra världskriget.¹¹ CBO har reviderat upp sitt senaste scenario för statsskulden som andel av BNP (skuldkvoten) med nästan 20 procentenheter jämfört med innan pandemin, se diagram 2. När utbudet av obligationer ökar kan räntorna behöva stiga för att investerarna ska vara villiga att hålla ytterligare obligationer i sina portföljer, utan att detta behöver påverka förväntningar om styrräntan.¹² Enligt en studie om sambanden mellan budgetunderskott och långa obligationsräntor i USA skulle den skuldökning som illustreras av förändringen i

⁹ Se Adrian, Crump och Moench (2013a).

¹⁰ In två inlägg på IMF:s blogg förklarar Adrian (2021a, 2021b) att ökningen av långa räntor beror på att löptidspremien har ökat. Denna förklaring förs även fram av BIS (2021) och detta är även, som nämnts tidigare, den förklaring som den penningpolitiska kommittén på Federal Reserve (FOMC) framför i protokollet (publicerades 2021-04-07) efter det penningpolitiska mötet i mars. Också ECB pekar på löptidspremien som drivkraften bakom uppgången i långa räntor i protokollet (publicerat 2021-04-08) från det penningpolitiska mötet i mars.

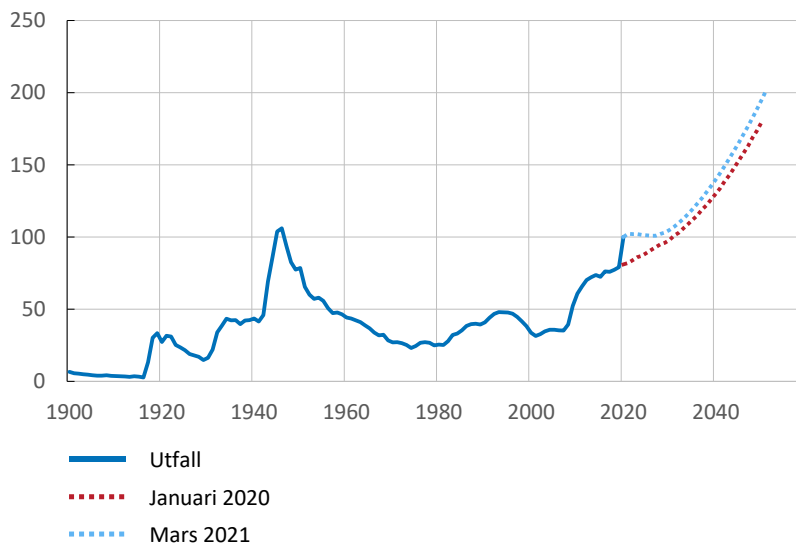
¹¹ Congressional Budget Office (2020).

¹² Se Vayanos och Vila (2021).

CBO:s scenarier förklara en betydande del av uppgången av långa statsobligationsräntor.¹³

Diagram 2. Congressional Budget Office scenarier för den amerikanska federala skulden

Procent av BNP



Anm. CBO gör sina scenarier under antagandet om oförändrade finanspolitiska regler vilket innebär att skuldkvoten inte behöver utvecklas stabilt i scenarierna. Skulden avser den del av den federala skulden som innehas av privata aktörer.

Källa: Congressional Budget Office.

Under våren 2020 finansierades åtgärderna mot pandemin i USA framför allt genom upplåning via statspapper med kort löptid. Sedan slutet av sommaren har upplåningen i stället skett genom att det amerikanska finansdepartementet gett ut obligationer med längre löptid. Sammantaget blev löptiden på den amerikanska obligationskulden därmed längre under hösten förra året.¹⁴ Att det framförallt är räntorna på obligationer med lång löptid som har stigit kan ha att göra med att investerarna kräver en extra kompensation för att hålla en större andel av dessa obligationer i sina portföljer eftersom detta innebär större risker.¹⁵

¹³ Se Laubach (2009). I studien analyseras sambandet mellan revideringar av CBO:s skuldscenarier (som då tolkas som oförväntade revideringar av underskottsprognoserna) och en femårig terminränta fem år fram i tiden. Syftet med att analysera en sådan terminränta är att rensa för effekter av konjunktur och penningpolitik i analysen. Studien säger inget explicit om sambanden mellan underskott och löptidspremien, men det ligger nära till hands att tolka resultaten i den riktningen.

¹⁴ Se U.S. Department of the Treasury (2020). Fed har visserligen köpt obligationer med lång duration under 2020 men det mesta tyder på att utbudet av obligationer med längre löptid kommer att öka under 2021 och framöver. I de senaste planerna från 3 februari 2021 anges att refinansieringen av förfallen under det första kvartalet i år huvudsakligen skulle ske i obligationer med längre löptider.

¹⁵ Se resonemangen i Vayanos och Vila (2021).

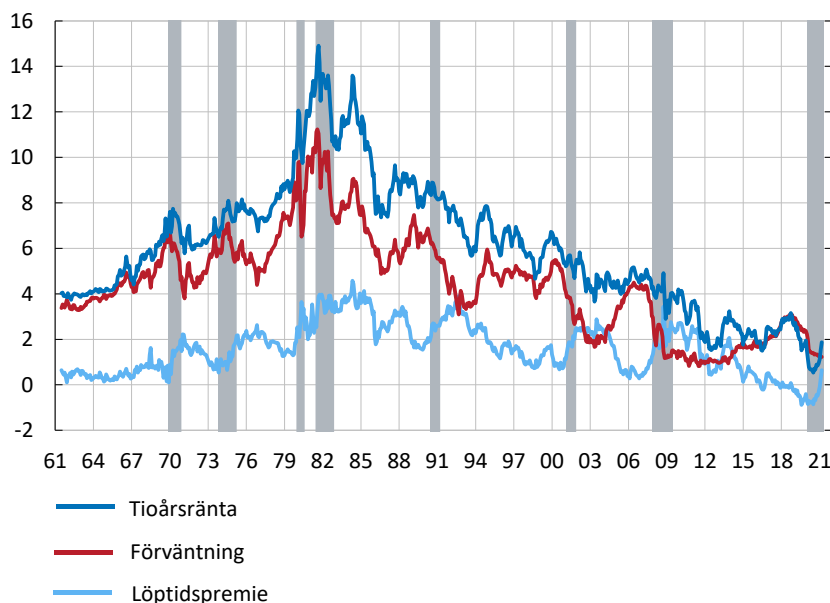
Ytterligare ett skäl till att den ekonomiska politiken skulle kunna påverka löptidspremien kommer sig av att Federal Reserve gett allt tydligare signaler om en ökad tolerans för en högre inflation under en tid. Åtgärden har förankrat de långsiktiga inflationsförväntningarna och sannolikt inneburit att investerarna bedömer att riskerna för att inflationen ska bli mycket låg framöver har minskat.¹⁶ Att investerarna då kräver en extra kompensation för att hålla nominella obligationer i sin portfölj ska i så fall ses som en välkommen normalisering av inflationsriskerna.

3.2 Löptidspremien är kontracyklisk

Det finns tydliga tecken på att löptidspremien i en statsobligationsränta är kontracyklisk och ökar när ekonomin hamnar i en recession.¹⁷ I diagram 3 visas den tioåriga statsobligationsräntan i USA samt den del av räntan som beror på den förväntade framtida korträntan under obligationens löptid, och den del som utgörs av en löptidspremie, enligt den modell som konstruerats på Federal Reserve Bank of New York.

Diagram 3. Nominell 10-årig statsobligationsränta i USA samt uppdelning av denna i förväntning och löptidspremie

Procent



Anm. Förväntningar och löptidspremie i diagrammet är modellresultat som beräknas av Federal Reserve Bank of New York. De grå fälten i diagrammet visar de månader som National Bureau of Economic Research (NBER) definierar att den amerikanska ekonomin befunnit sig i recession. NBER har inte definierat något slutdatum på den nuvarande recessionsepisoden så denna kan komma att revideras i efterhand. Det kan alltså visa sig i efterhand att NBER definierar att recessionen i USA redan är över.

Källor: Federal Reserve Bank of New York, NBER och Macrobond.

¹⁶ Marknadsprissättningen indikerar att riskerna för deflation har minskat efter våren 2020, se diskussionen i Goy, Hoogland och Petersen (2021).

¹⁷ Se Adrian, Crump och Moench (2013b).

I diagram 3 är det tydligt att den delen av obligationsräntan som består av förväntningar (röd linje) sjunker under en recession. När denna sedan är över stiger förväntningarna normalt igen. Ibland kan det däremot dröja en längre tid innan detta sker, så som efter den förra recessionen (december 2007 till juni 2009). Redan före pandemin och inledningsvis i recessionen sjönk ränteförväntningarna tydligt. I år har förväntningarna varit relativt oförändrade och ännu inte börjat stiga. I diagram 3 är det också tydligt att löptidspremien (ljusblå linje) successivt ökar under en recession. När recessionen sedan är över tenderar ökningen att stanna av eller att reverseras. Enligt ekonomisk teori och empiri finns det mycket som talar för att riskpremier i allmänhet borde vara kontracykliska, bland annat för att viljan att ta risk kan variera med tillståndet i ekonomin.¹⁸ Investerarna kräver mer i kompensation för risker när tiderna är dåliga och mindre kompensation när tiderna är goda. Det kan finnas många olika anledningar till att löptidspremien beter sig kontracykliskt. Det kan ha att göra med att riskviljan, eller oenigheten om den framtida ekonomiska utvecklingen, varierar med tillståndet i ekonomin. Det också vara ett uttryck för att den offentliga upplåningen normalt ökar när ekonomin hamnar i recession.

4 Sammanfattning

Som diskuterats ovan är det sannolikt att den ekonomiska politiken påverkar löptidspremien och i högre grad i denna recession än i många andra. Dels för att ett osedvanligt stort upplåningsbehov finansieras med långa nominella obligationer och dels för att en förändring i det penningpolitiska ramverket i USA sannolikt inneburit att investerarnas syn på risker kring inflationsutsikterna har förändrats.¹⁹ Det visar sig också att löptidspremien ökar när ekonomin hamnar i en recession, och att den sedan fortsätter att öka successivt i takt med att ekonomin återhämtas. Detta tycks vara ett historiskt regelbundet mönster. Det finns således mycket som talar för att uppgången i de långa nominella statsobligationsräntorna i USA följer sitt normala mönster även under denna recession.

¹⁸ Se diskussionen i avsnitt 8.3 i Campbell, Lo och MacKinley (1997) och Cochrane och Piazzesi (2005) samt Adrian, Crump och Moench (2013b).

¹⁹ Se Goy, Hoogland och Petersen (2021).

Referenser

- Adrian, T. (2021a), "Understanding the Rise in Long-Term Rates", IMFBlog, april 22.
- Adrian, T. (2021b), "An Asynchronous and Divergent Recovery May Put Financial Stability at Risk", IMFBlog, april 6.
- Adrian, T., Crump, R. K. och Moench, E. (2013a), "Pricing the term structure with linear regressions", *Journal of Financial Economics*, vol. 110, no 1, sid. 110-138.
- Adrian, T., Crump, R. K. och Moench, E. (2013b), "Do Treasury Term Premia Rise around Monetary Tightenings?", *Liberty Street Economics*, April 15.
- Alsterlind, J. (2017), "Expectations, premiums and forward rates", Staff memo, Sveriges riksbank, June.
- BIS (2021), *BIS Quarterly Review*, Mars.
- Campbell, J. Y., Lo, A. W. och MacKinley, A. C. (1997), "The econometrics of financial markets", Princeton University Press.
- Cao, S., Crump, R. K., Eusepi, S. och Moench, E. (2020), "Fundamental Disagreement about Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates", Federal Reserve Bank of New York Staff Report, No. 934.
- Cochrane, J. H. och Piazzesi, M. (2005), "Bond Risk Premia", *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, Mars, sid. 138-160.
- Congressional Budget Office (2020), "An Update to the Budget Outlook: 2020 to 2030", September.
- Federal Reserve Bank of New York (2021), "Survey of Primary Dealers", mars.
- Federal Reserve Bank of Philadelphia (2021), "Survey of Professional Forecasters", 11 februari.
- Federal Reserve Bank of Philadelphia (2020), "Survey of Professional Forecasters", 16 november.
- Goy G., Hoogland, M., och Petersen, A. (2021), "The market-implied effects of the Biden stimulus and the Fed's new policy framework", VOX, CEPR Policy Portal (voxeu.org), 15 mars.
- Laubach, T. (2009), "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association*, Volume 7, Issue 4, sid. 858-885.
- U.S. Department of the Treasury (2020), "Quarterly Refunding Statement", pressmeddelande, 5 augusti.
- Vayanos, D. och Vila, J.-L. (2021), "A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates", *Econometrica*, Vol. 89, Issue 1, sid. 77-112.



SVERIGES RIKSBANK

Tel 08 - 787 00 00

registratorn@riksbank.se

www.riksbank.se

PRODUKTION SVERIGES RIKSBANK)