

PwC Deals

***Kommentarer -
Löptidens påverkan
på beräknad
kalkylränta för
elnätsverksamhet***

11 oktober 2016

Innehåll

1. Bakgrund och uppdrag	2
1.1. Bakgrund.....	2
1.2. Uppdrag.....	2
1.3. Begränsningar	2
2. Löptidspremien	3
2.1. Löptidspremie och löptidsdifferens	3
2.2. Varför ska en löptidspremie tillämpas?	3
2.2.1. Löptidspremien enligt PwC:s Rapport	4
2.3. Riksgäldens PM avseende statsskuldens löptid.....	4
3. Slutsats	6
4. Kontaktinformation.....	7
5. Källförteckning	8

1. Bakgrund och uppdrag

1.1. Bakgrund

Energimarknadsinspektionen ("Ei") har i sitt yttrande daterat 2016-09-14 bemött Vattenfalls begäran om att en löptidspremie ska tillämpas i samband med bedömning av den riskfria räntan vid beräkning av rimligt avkastningskrav för elnätsverksamhet.

Ei anser att det saknas skäl att beakta en eventuell löptidspremie vid fastställande av den riskfria räntan och PwC har ombetts att kommentera Ei:s ställningstagande enligt uppdragsbeskrivningen nedan.

1.2. Uppdrag

I utlåtandet "*Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*" ("PwC:s Rapport")¹ har PwC analyserat förekomsten av en löptidspremie på den svenska marknaden mellan statsobligationer med kortare och längre löptid samt bedömt storleken på löptidspremien mellan 10-åriga och 30-åriga statsobligationer i en marknad i jämvikt.

PwC har tillställts Ei:s yttrande daterat 2016-09-14 samt bilaga 6² och bilaga 7³ till detta yttrande och har på uppdrag av Vattenfall ombetts att kommentera på de i dessa dokument genomförda analyser avseende löptidspremien.

1.3. Begränsningar

Detta sakkunnigutlåtande har gjorts på uppdrag av Vattenfall. Utlåtandet har upprättats för det syfte som redovisats ovan och PwC accepterar inget ansvar för användning till andra ändamål än detta. PwC ansvarar enbart gentemot vår Uppdragsgivare och tar inget ansvar för hur detta utlåtande kan komma att användas av andra parter och i andra sammanhang.

¹ PwC, *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 27 maj 2016

² Riksgälden dnr 201 5/995, *Statsskuldens löptid*, 31 augusti 2015

³ Regeringskansliet, *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016 - Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2015*

2. Löptidspremien

2.1. Löptidspremie och löptidsdifferens

Ei påtalar i sitt yttrande skillnaden mellan löptidspremie och löptidsdifferens. Ei beskriver att löptidsdifferensen är skillnaden mellan en lång ränta och dagens korta ränta. Denna differens utgörs av två komponenter, dels löptidspremien som är en kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid dels en förväntan om framtida korta räntor. Detta anser vi är korrekt och i enlighet med vad vi angett i PwC:s Rapport, s. 6:

”Sambandet mellan löptid och nivå på den riskfria räntan ges av den s.k. terminsräntekurvan. För att ta positioner med längre löptider kräver en placerare en högre kompensation i form av en premie utöver den förväntade kortfristiga räntan. Terminsräntekurvan beräknas med utgångspunkt i räntor på statspapper med olika löptid. Löptidspremien ökar normalt med löptiden, men i avtagande takt. Terminsräntekurvan speglar dock utöver löptidspremien även förväntad utveckling i den korta riskfria räntan.”

Det vi analyserat förekomsten av, och storleken på, i PwC:s Rapport är skillnaden i räntenivå på en 10-årig riskfri ränta och en 30-årig riskfri ränta. Detta har vi benämnt löptidspremie, men benämns i Ei:s yttrande löptidsdifferens.

Det är vanligen förekommande att det som Ei benämner löptidsdifferens även benämns löptidspremie, se t ex Riksbankens uttalande nedan:

”Räntorna stiger i regel med löptiden (avkastningskurvan), vilket innebär att ju längre löptid en obligation har, desto högre är räntan. Även om det inte alltid är så betraktas det i regel som normalfallet för ränteinstrument. Detta brukar kallas att obligationer har löptidspremier. Lutningen på avkastningskurvan styrs delvis av vilken ränteutveckling aktörerna på marknaden förväntar sig i framtiden. Lutningen speglar också den kompensation som en investerare kräver för att placera kapital över längre löptider. Placeringar med kortare löptid innebär mindre ränterisk.”⁴

Oaktat de olika benämningarna anser PwC att det är skillnaden mellan riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid, som av Ei benämns löptidsdifferens, som ska utgöra utgångspunkten för en löptidspremie vid bedömning av riskfri ränta i regleringen av elnätsverksamhet. Nedan redogör vi för grunden till detta ställningstagande.

2.2. Varför ska en löptidspremie tillämpas?

Elnätsföretagens krav på en löptidspremie grundar sig i att en 30-årig ränta bättre matchar företagens investeringshorisont än en 10-årig ränta. Detta är i linje med vedertagen ekonomisk teori som säger att löptiden för den riskfria räntan ska sammanfalla med investeringens livslängd. Då det inte finns några tillgängliga prognoser över en svensk riskfri ränta med 30-årig löptid måste den 30-åriga räntan estimeras på annat sätt. Genom att addera den genomsnittliga differensen mellan en 10-årig ränta och en 30-årig ränta till prognosen av den 10-åriga räntan erhålls ett estimat av en 30-årig ränta.

Prognosen av den 10-åriga riskfria räntan inkluderar en förväntan om framtida kort ränta samt löptidspremie, enligt Ei:s definition, för en 10-årig löptid. Därav bör även estimatet över den 30-åriga räntan omfatta båda komponenterna för att korrekt spegla en rimlig räntenivå med 30-års löptid. PwC anser därför att det i detta sammanhang är relevant att analysera räntedifferensen i sin helhet i enlighet med tidigare utförd analys i PwC:s Rapport.

⁴ Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden 2016*, augusti 2016, s. 33

2.2.1. Löptidspremien enligt PwC:s Rapport

I PwC:s Rapport har differensen mellan en riskfri ränta med 10 års löptid och 30 års löptid i jämvikt analyserats. Av diagrammet på s. 8 i PwC:s Rapport kan ses att den riskfria räntan med en 30-årig löptid, över hela perioden sedan den svenska obligationen med 30-årig löptid introducerades, varit högre än den riskfria räntan med 10-årig löptid. Det kan därför antas att en prognos över den 30-åriga räntan rimligen bör vara högre än den 10-åriga räntan och därför är en löptidspremie motiverad oavsett vad denna differens består av.

Precis som Ei anger är det svårt att differentiera hur stor andel av löptidsdifferensen som beror på framtida ränteutveckling i den korta räntan och vad som är en premie relaterad till löptid vid analys av differensen mellan den korta räntan och en ränta med en löptid på fem eller tio år. Detsamma gäller vid bedömning av hur stor del av differensen mellan obligationsräntor med en 10-årig löptid och en 30-årig löptid, som utgör löptidspremie respektive förväntan om framtida korta räntan på 10 års sikt respektive 30 års sikt. Man kan dock förutsätta att förväntan om framtida kort ränta stabiliseras över tid mot ett normalläge och inte varierar väsentligt på 10 års sikt och 30 års sikt. Därav får man anta att den större delen av räntedifferensen mellan en obligation med 10 års löptid och 30 års löptid utgörs av löptidspremien. Oavsett detta anser vi dock att det vid estimering av en 30-årig riskfri ränta är korrekt att använda räntedifferensen i sin helhet som premium.

Då tidsperspektivet för bedömning av övriga parametrar i WACC-beräkningen är långsiktigt stabilt bör även tidsperspektivet för bedömning av löptidspremien vara långsiktigt stabilt. Den tillämpade löptidspremien ska därmed inte utgöra aktuell löptidspremie utan en normaliserad nivå på löptidspremien. Även om löptidspremiens storlek kan variera över tid och vara såväl positiv som negativ, är det en generell uppfattning att avkastningskurvan oftast lutat uppåt och att löptidspremien är positiv.

Vi har i PwC:s Rapport försökt att bedöma räntedifferensen mellan en riskfri ränta med 10-årig respektive 30-årig löptid i ett jämviktsläge och därför har längre historiska perioder analyserats. Under vissa av dessa perioder får man förutsätta att förväntan om framtida kort ränta varit en högre ränta medan det under andra perioder funnits en förväntan om sjunkande räntor. Därav bör ränteförväntan på kort sikt ha mindre påverkan på den genomsnittliga räntedifferensen över hela tidsperioden. Detta, tillika att framtida förväntan avseende den korta räntan stabiliseras över tid enligt ovan, medför att PwC, utan att ha gjort en djupare analys, tar det för sannolikt att större delen av räntedifferensen mellan en 10-årig ränta och en 30-årig ränta i ett jämviktsläge utgörs av en premie kopplad till kompensation för den risk som investerare förknippar med en längre löptid.

Sammantaget finns det starkt stöd för att en löptidspremie existerar och att den vanligen är positiv till följd av den kompensation investerare kräver för att binda pengar under en längre tid. Vi menar även att det är räntedifferensen i sin helhet som bör vara utgångspunkt för premiepåslag till prognosen på den riskfria räntan med 10 års löptid i samband med reglering av elnätsverksamhet. Ei:s yttrande förändrar därför inte resultaten och slutsatserna i PwC:s Rapport.

2.3. Riksgäldens PM avseende statsskuldens löptid

Att Riksgälden i sitt PM avseende statsskuldens löptid drar slutsatsen att löptidspremierna nu förefaller vara nära noll saknar relevans då löptidspremien i regleringen av elnätsverksamhet ska ha sin utgångspunkt i ett jämviktsläge.

Riksgälden konstaterar baserat på sin analys att samtliga metoder ger intrycket att löptidspremier fallit över tiden för att nu ligga nära eller något under noll. Det framgår dock inte tydligt om Ei baserat på Riksgäldens analys menar på att det inte finns någon löptidspremie i det längre perspektivet.

PwC anser att både Riksgäldens metod 2 (Diebold och Li) och 3 (Adrian, Crump och Moench) ger stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Metod 2 visar på en sjunkande löptidspremie utifrån de valda analyserade tidsperioderna 1995-2015 mot 2005-2015. Det kan dock konstateras att den aktuella löptidspremien med denna metod per 31 mars 2015 uppgår till 0,38 procent som är väsentligt högre än genomsnittet 2005-2015 som uppgick till 0,15 procent. Av detta resultat hade vi inte vågat dra slutsatsen att löptidspremien vare sig är sjunkande eller nu ligger nära eller under noll.

Även metod 3 anser vi visar stöd för en löptidspremie i ett jämviktsläge. Denna metod visar förvisso på låg och till och med negativ löptidspremie, men endast under det senaste året. Sett över perioden 1995-2015 visar resultatet tydligt på att det i ett normalläge finns en löptidspremie som väsentligen överstiger noll och för en 10-

årig löptid i genomsnitt över perioden uppskattningsvis ligger på mellan 1-2 procent, enligt diagrammet i Riksgäldens PM, s. 6.

Utöver att Riksgäldens PM fokuserar på aktuell löptidspremie, analyserar Riksgäldens PM löptidspremien mellan den aktuella korta räntan och en ränta med fem respektive tio års löptid. För det fall en sådan löptidspremie finns och om den är positiv eller negativ är irrelevant utifrån den metod som såväl Ei som elnätsföretagen förespråkat för att fastställa den riskfria räntan. I båda dessa metoder är utgångspunkten en prognos över den riskfria räntan med 10 års löptid. Dessa prognoser inkluderar löptidspremien mellan 10-årig ränta och den korta räntan. Det enda som är av relevans och som borde ha analyseras är om det finns en löptidspremie mellan en 10-årig och 30-årig riskfri räntan.

3. Slutsats

PwC anser att de slutsatser och resultat som ges av PwC:s Rapport, oaktat Ei:s kommentarer kring löptidspremien, är rimliga som grund för bedömning av löptidspremien i samband med reglering av elnätsverksamhet.

Vi finner att räntedifferensen mellan en 10-årig statsobligation och en 30-årig statsobligation i sin helhet bör vara utgångspunkten för bedömning av löptidspremien vid estimering av en 30-årig ränta i samband med beräkning av rimlig WACC för elnätsverksamhet

PwC:s bedömning är att den i PwC:s Rapport beräknade skillnaden mellan en 10-årig och 30-årig riskfri ränta i jämvikt till större del utgörs av en premie för den risk som investerare förknippar med en längre löptid och till mindre del av en förväntan om utveckling i den korta räntan.

PwC vidhåller därav att en löptidspremie mellan 10-åriga och 30-åriga svenska statsobligationer föreligger och att den rimligen uppgår till åtminstone 0,6 procent.

4. Kontaktinformation

Anna Elmfeldt

Head of Energy, Utilities & Mining

anna.elmfeldt@se.pwc.com

+46(0)70-929 41 66

"PwC" refers to the network of member firms of PricewaterhouseCoopers International Limited (PwCIL), or, as the context requires, individual member firms of the PwC network. Each member firm is a separate legal entity and does not act as agent of PwCIL or any other member firm. PwCIL does not provide any services to clients. PwCIL is not responsible or liable for the acts or omissions of any of its member firms nor can it control the exercise of their professional judgment or bind them in any way. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.

5. Källförteckning

PwC, *Löptidens påverkan på beräknad kalkylränta för elnätsverksamhet*, 27 maj 2016

Regeringskansliet, *Riktlinjer för statsskuldens förvaltning 2016 - Beslut vid regeringssammanträde den 12 november 2015*, 12 november 2015

Riksgälden dnr 2015/995, *Statsskuldens löptid*, 31 augusti 2015

Sveriges Riksbank, *Den svenska finansmarknaden 2016*, augusti 2016

Öhrlings PricewaterhouseCoopers AB, Torsgatan 21, 113 97 Stockholm
T: +46 (0) 10-212 4000

All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see <http://www.pwc.com/structure> for further details. No member firm is responsible or liable for the acts or omissions of any other member firm nor can it control the exercise of another member firm's professional judgment or bind another member firm or PwCIL in any way.