

**RIKSGÄLDS
KONTORET**

THE SWEDISH NATIONAL DEBT OFFICE

RAPPORT

2002-06-18

Realobligationer för institutionella investerare

Författad av Malin Björkmo under våren 2002.

1. Bakgrund

Riksgäldskontoret har till uppgift att låna upp pengar för statens räkning och att förvalta statsskulden så effektivt som möjligt. I de riktlinjer för statsskuldens förvaltning som beslutats av regeringen för år 2002 anges att andelen reallån i statsskulden långsiktigt skall öka. Ökningstakten skall vägas mot efterfrågan på realobligationer samt kostnader och risker för annan upplåning.

Inom Riksgäldkontoret pågår idag ett projekt som syftar till att ta fram en kommunikationsstrategi för realobligationer. Denna rapport har tagits fram på uppdrag av Riksgäldkontoret, inom detta projekt, och syftar till att kartlägga realobligationer som instrument för institutionella placerare. Enligt uppdragsbeskrivningen skall kartläggningen bland annat omfatta en analys av realobligationens roll i olika portföljer.

- Vilken roll har realobligationen i portföljen idag?
- Vilka regelverk, legala och andra, styr de stora institutionella placerarnas syn på realobligationer?
- Finns det ”mjuka” faktorer inom organisationerna som påverkar efterfrågan på realobligationer; vilka är i så fall dessa?
- Vad kan vara en drivkraft respektive ett hinder för en ökad andel i portföljen?

Uppdraget har utförts i form av en intervjuundersökning. I rapporten beskrivs först den svenska realobligationsmarknaden idag. Därefter redogörs för intervjuundersökningens upplägg och dess resultat presenteras. En sammanfattande analys görs och slutligen presenteras några förslag till åtgärder för att förbättra förutsättningarna för en ökad efterfrågan.

2. Den svenska realobligationsmarknaden

2.1 Utbud

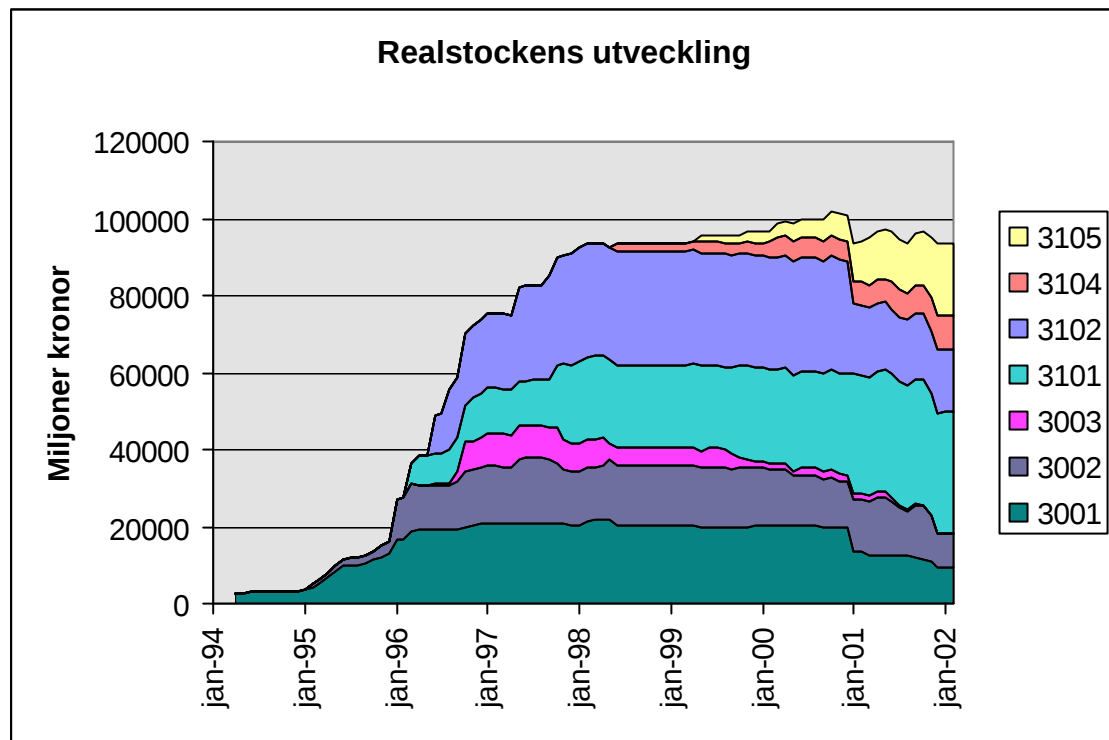
Realobligationer introducerades av Riksgäldskontoret i april 1994. Syftet var bland annat att reducera statens lånekostnader genom att slippa kompensera investerarna för den inflationsrisk de nominella obligationerna medför. Realobligationer i skuldportföljen skulle också ge en diversifieringseffekt, det vill säga innebära en sänkning av den totala risken i portföljen. Därtill skulle upplåningsrisken minska till följd av den längre löptiden hos realobligationslånen.

Under de första åren var realobligationerna konstruerade som nollkupongobligationer. 1996 började dock även kupongobligationer emitteras, till följd av investerarnas efterfrågan på sådana. Sedan 1999 har emitterade realobligationer en deflationsgaranti enligt internationell förebild.

Realobligationerna har emitterats med längre löptider än de nominella obligationerna. Den första realobligationen som emitterades hade en löptid på 20 år. Året därpå emitterades en nollkupongare med 9 och sedan en med 5 års löptid. 1996 emitterades kupongobligationer med 12 resp. 24 års löptid. 1998 emitterades den längsta kupongobligationen som då var 30 år. Idag finns sex utestående lån, varav två är nollkupongare. Realobligationernas genomsnittsduration är ca 9 år, att jämföras med genomsnittsdurationen i den nominella stocken, som bara är drygt 3 år.

Diagram 1. Den utestående stocken realobligationer till och med 31 jan 2002.

Ackumulerade likvidbelopp.



Riksgäldskontoret har under åren tillämpat olika emissionsformer. Under de två första åren emitterades realobligationerna först i auktioner med enhetsprissättning (common price auctions) och därefter i auktioner med diskriminerande prissättning (bid price auctions). 1996 övergick man till löpande försäljning. 1999 återgick man till bid price auctions, och kompletterade dessa med en daglig bytesfacilitet.

Antalet återförsäljare har under åren varierat. Vid introduktionen av realobligationer 1994 fanns åtta återförsäljare, därefter nio under ett antal år. För att stimulera försäljningen omformulerades avtalen i syfte att bli mer incitamentsskapande. 1999 sades samtliga avtal upp, och ersattes med ettåriga avtal med en starkare koppling mellan försäljningen i primärmarknaden och ersättningsnivån. Under år 2000 och 2001 fanns endast fyra återförsäljare: Nordea, SEB, Swedbank och Öhman. För 2002 har även återförsäljaravtal tecknats med Handelsbanken.

2.2 Efterfrågan

2.2.1 Olika investerarkategorier och deras kapital

På efterfrågesidan kan en uppdelning i ett antal olika investerarkategorier göras. Bland AP-fonder och livförsäkringsbolag återfinns de största enskilda placerarna, men även bland andra kategorier, såsom värdepappersfonder, stiftelser och kommuner finns viktiga aktörer på realobligationsmarknaden.

Utifrån uppgifter från årsredovisningar avseende år 2000 kan de olika investerarkategoriernas investeringar i realobligationer uppskattas enligt följande.

Tabell 1. Institutionella placerares förvaltade kapital och uppskattade innehav av realobligationer.

Investerarkategori	Förvaltad kapital, mdr kr	Innehav av realobligationer, mdr kr
Första-femte AP-fonden (före inleverans)	756	50
Sjunde AP-fonden	15,5	2,2
Trad. livförsäkringsbolag	1322	10-20*
Stiftelser	500	10-20*
Värdepappersfonder	898	6,5
Kommuner	Ingen uppgift	Ingen uppgift

*Grovt uppskattat

Marknadsvärdet på den totala utestående stocken per den 31 december 2001 var 130 miljarder kronor.

2.2.2 Faktorer som styr investeringarna i realobligationer

I detta avsnitt ges en kort beskrivning av de ”objektiva” faktorer som påverkar de olika investerarkategoriernas investeringar i realobligationer. Först redovisas

avkastningarnas egenskaper jämfört med några andra tillgångsslag. Därefter beskrivs regelverkens utformning och inverkan kort, liksom utseendet på institutens ev. åtagandesidor.

2.2.2.1 Realobligationernas riskegenskaper

I ALM-studier och portföljoptimeringar har de olika tillgångsslagens historiska standardavvikelser och korrelationer stor betydelse. Grovt beskrivet gäller att ju lägre standardavvikelse och ju lägre korrelation med andra tillgångsslag en viss tillgång har, desto större andel bör inkluderas i den optimala portföljen. Den bästa portföljen med en viss förväntad avkastning är den med den lägsta risken.

Realobligationsindexet OMRX-Real finns sedan 1996 och en studie av sex års avkastningar (månadsdata) sedan ger korrelationsmatrisen nedan. OMRX-bond har använts för att beräkna avkastningen från nominella obligationer, SIXRX för svenska aktier och MSCI World för utländska aktier.

Tabell 2. Korrelationer och standardavvikelser för olika tillgångsslag
(månadsdata, 1996-2001)

	Realobl.	Nom. obl.	Utl. aktier	Sv. aktier
Realobl.	1	0,54	0,17	0,05
Nom. obl.	0,54	1	0,27	0,09
Utl. aktier	0,17	0,27	1	0,73
Sv. aktier	0,05	0,09	0,73	1
Standardavvikelse	4,2%	2,9%	15,3%	22,3%

Under perioden 1996-2001 var standardavvikelsen betydligt lägre för obligationer än för aktier. Att den var högre för realobligationer än för nominella obligationer beror på att durationen och därmed ränterisken var betydligt högre för realobligationerna. Svängningar i räntan fick större genomslag i värdet på de realobligationerna. Med ett matchningsperspektiv har dock dessa svängningar mindre betydelse om åtagandesidan är lång, men vid en ren portföljoptimering baserad på månadsavkastningar förefaller realobligationerna ha högre risk vilket påverkar deras andel negativt. Korrelationerna i tabellen ovan är genomgående låga, vilket innebär att realobligationerna har bra

portföljegenskaper och borde kunna vara ett attraktivt tillgångsslag för portföljförvaltare.

2.2.2.2 AP-fonderna

Regelverk

AP-fonderna regleras av lagen om allmänna pensionsfonder. Nya regler trädde i kraft den 1 januari 2001. Enligt dessa skall minst 30 % av varje fonds tillgångar placeras i räntebärande värdepapper med låg kredit- och likviditetsrisk.

Förvaltningen skall ta sin utgångspunkt i fondens åtagandesida. Enligt lagen om allmänna pensionsfonder skall fondmedlen förvaltas på ett sådant sätt att de blir till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Målet skall vara att långsiktigt maximera avkastningen samtidigt som riskspridningen skall vara god och den totala risknivån låg. Risk och avkastning skall tolkas i termer av utgående pensioner.

Åtagandesidan

AP-fonderna (utom Sjunde AP-fonden) utgör buffertfonder i det reformerade pensionssystemet. Det innebär att vid tillfällen när pensionsutgifterna är större än pensionsavgifterna så kommer medel att tas ur fonderna. Omvänt så kommer medel att tillföras AP-fonderna när avgifterna är större än utgifterna. AP-fondssystemet skall utjämna såväl kortsiktiga betalningsflöden som långsiktiga obalanser. Det finns dessutom en koppling från AP-fonderna till pensionsutbetalningarna på så sätt att om avkastningen blir dålig i ogynnsamma lägen så kan den automatiska balanseringen, den s.k. bromsen, slå till. Det innebär att utbetalningarna kommer att reduceras.

Varje fond ska själv genomföra en ALM-analys (Asset Liability Management) som ger den portföljsammansättning som innebär att fondmedlen förvaltas till största möjliga nytta för försäkringen för inkomstgrundad ålderspension. Målet att uppnå hög avkastning specificeras inte närmare i förarbetena. Att sträva efter hög nominell avkastning likställs med att sträva efter hög real avkastning.

2.2.2.3 Försäkringsbolag

Regelverk

Försäkringsbolagens placeringsregler regleras i Försäkringsrörelselagen (FRL). Den svenska försäkringsrörelselagstiftningen reformerades i många avseenden under år 1999 och de nya reglerna tillämpas nu av försäkringsbolagen. Placeringsreglerna är dock föremål för en fortsatt översyn i Utredningen om översyn av försäkringsbolagens placeringsregler. Utredningen skall lämna sitt betänkande den 29 november 2002.

I FRL anges en generell regel om matchning och diversifiering som skall gälla för placeringarna. Därtill finns detaljerade placeringsregler som avser de tillgångar som motsvarar de försäkringstekniska skulderna (skuldtäckningstillgångarna). För övriga tillgångar finns inga placeringsregler.

För att bestämma behovet av skuldtäckningstillgångar beräknas livförsäkringsavsättningarna enligt vissa regler som specificeras i FRL och i föreskrifter från Finansinspektionen (FI). Detta innebär grovt beskrivet att framtida försäkringsåtaganden diskonteras med en ränta som fastställs av FI. Samma ränta skall användas av samtliga livbolag. Ju lägre ränta desto större blir de försäkringstekniska skulderna, dvs. desto större andel av tillgångarna kommer att omfattas av placeringsreglerna.

FI bestämmer räntan med utgångspunkt i en regel i tredje livförsäkringsdirektivet. Utgångspunkten är den genomsnittliga räntan på en lång statsobligationsränta (13-14-åring) under den senaste 15-månadersperioden, omräknad till en nollkupongränta. Sedan görs ett avdrag på 40 %, för marknadsrisk och återinvesteringsrisk. En diskonteringsränta fastställs för icke värdesäkrade åtaganden (idag högst 3,5 %) och en annan för värdesäkrade åtaganden (idag högst 2 %).

För skuldtäckningstillgångarna gäller följande kvantitativa begränsningar: 75 % obligationer, 25 % aktier, 25 % fastigheter och fastighetsanknutna värdepapper, 10 % lån, och 3 % kassa. Eftersom skuldtäckningstillgångarna inte omfattar hela balansomslutningen, och inga placeringsregler gäller för de s.k. fria tillgångarna, har

livbolagen ofta mer än 25 % av de totala tillgångarna placerade i aktier. I snitt hade livbolagen omkring 40 % aktier vid slutet av tredje kvartalet 2001.

En förändring av diskonteringsräntan kan få ogynnsamma konsekvenser för livbolagens portföljer och orsaka kostnader, exempelvis om räntan sänks, så att placeringsbegränsningarna gäller för en större del av kapitalet. Då kan aktier komma att behöva säljas ut, och ersättas med obligationer, trots att det kanske inte är lämpligt enligt livbolagets marknadsbedömning. Genom en lagändring i somras har dock FI fått större möjligheter till flexibilitet vid tillfälliga överträdelser av placeringsreglerna.

När det gäller matchning och diversifiering så kan dessa begrepp de facto ha varit mindre styrande för svenska försäkringsbolag än för försäkringsbolag i en del andra länder, exempelvis Storbritannien. Möjligheten att bygga upp fonder av återbäringsmedel som inte garanterats försäkringstagarna innebär att man har en buffert mot svängningar i avkastningen. Det innebär att placeringsreglerna oftast endast varit gällande för en mindre del av placeringstillgångarna. Den totala andelen aktier har kunnat överstiga de 25 procent som är maximalt tillåtna för tillgångarna som motsvarar de försäkringstekniska skulderna.

År 2005 kommer nya harmoniserade redovisningsregler (IAS) att införas för de svenska livförsäkringsbolagen. Dessa kommer bland annat att innebära att skulderna och tillgångarna i större utsträckning kommer att redovisas till verkligt värde. Åtagandena kommer att diskonteras med en verklig och relevant ränta till skillnad från i dag när diskonteringsräntan fastställs till 60 % av en lång statobligationsränta. Detta kommer att innebära att de försäkringstekniska skulderna blir lägre, allt annat lika, och att placeringsreglerna därmed blir tillämpliga på en ännu mindre del av balansräkningen. Samtidigt borde dock regelförändringen innebära att matchningen får ett annat fokus och blir mer relevant när skulderna värderas till verkligt värde. Det skulle kunna vara positivt för efterfrågan på realobligationer eftersom de liksom skuldsidan har en lång duration. I länder där försäkringsbolagens åtagandesida dessutom i högre grad är real förväntas en ökad efterfrågan på realobligationer till följd av de förändrade redovisningsreglerna. Detta gäller inte i Sverige (se nedan), men det är givetvis positivt om efterfrågan stiger internationellt.

Resultatet av det arbete som bedrivs inom EU vad gäller pensionsfonder (Pensionsfondsdirektivet) kan komma att bli tillämbart på svenska avtalsförsäkringar, under förutsättning att dessa försäkringar skiljs av från övriga åtaganden i bolaget. För pensionsfonder kommer troligtvis mer liberala placeringsregler, den s.k. Prudent man principen, att gälla även för livförsäkringsbolag. Inte heller denna regelförändring har en uppenbar gynnsam effekt på realobligationsefterfrågan.

Sammanfattningsvis finns inga regler som hindrar försäkringsbolagen från att placera i realobligationer. De generella kraven på matchning och diversifiering borde kunna befrämja placeringar i realobligationer, i synnerhet när det finns en real åtagandesida. Nya regler för livbolagens placeringar kommer i höst att föreslås av en av regeringen tillsatt utredning. En begränsning av möjligheterna att använda återbäringsmedel som buffert mot avkastningssvängningar skulle kunna medföra att en större del av tillgångarna kommer att omfattas av placeringsreglerna och därmed vara positivt för realobligationsefterfrågan.

Åtagandesida

Svenska livförsäkringsbolag har i allmänhet en nominell åtagandesida. Systemet är uppbyggt som ett s.k. avgiftsbaserat system (defined contribution) vilket innebär att utbetalningarna kommer att bestämmas av de inbetalningar som gjorts och den avkastning som uppnåts. Det finns därmed inget särskilt incitament för försäkringsbolagen, ur matchningssynpunkt, att styra placeringarna mot reala tillgångar.

Försäkringsbolag som erbjuder försäkringar enligt ITP-planen skiljer sig från de övriga. Dessa bolag har definierade pensionsåtaganden som också har en koppling till inflationsutvecklingen. Det finns därför en större anledning för dessa bolag att investera försäkringspremierna i tillgångar som ger en inflationssäkrad avkastning.

2.2.2.4 Stiftelser

Regelverk

I en stiftelse avskiljs egendom för ett bestämt ändamål under en varaktig tid.

En stiftelse har ingen ägare, och saknar även medlemmar. Stiftelserna regleras genom Stiftelselagen (1994:1220). Enligt denna skall stiftelser med tillgångar vars marknadsvärde överstiger tio basbelopp lämna årsredovisning och registrera sig vid länsstyrelsen, som är tillsynsmyndighet. Från detta krav är dock vinstandelsstiftelser undantagna. I Sverige finns dryg 15 000 stiftelser registrerade vid landets länsstyrelser.

Enligt Stiftelselagen finns fyra kategorier av stiftelser: allmänna stiftelser, insamlingsstiftelser, kollektivavtalsstiftelser och tryggandestiftelser (exempelvis pensionsstiftelser). De allmänna stiftelserna, som är vanligast, kan indelas i avkastningsstiftelser och näringsdrivande stiftelser. Avkastningsstiftelser och pensionsstiftelser är de största kategorierna kapitalmässigt. Vid förra årsskiftet uppgick dessa båda grupper bokförda värde till drygt 100 mdr kr vardera.

Avkastningsstiftelser har som ändamål att använda (direkt-) avkastningen för att tillgodose en viss krets (s.k. destinatärer). Avkastningsstiftelser är endast begränsat skatteskyldiga. Om de delar ut avkastning på kapitalet slipper de betala skatt på realisationsvinster och kapitalinkomster.

Pensionsstiftelser regleras genom den s.k. Tryggandelagen (Lag (1967:531) om tryggnad av pensionsutfästelse m.m.). Tryggandelagen innehåller inga detaljregler avseende hur tillgångarna får placeras, utan anger endast att ”En pensionsstiftelses styrelse svarar för att förmögenheten är placerad på ett nöjaktigt sätt”. Länsstyrelsen i det län där arbetsgivaren har sitt säte ansvarar för tillsynen.

Åtagandesidan

Avkastningsstiftelserna har inte en definierad åtagandesida. Det viktiga för avkastningsstiftelserna är att generera en hög direktavkastning som kan delas ut i enlighet med stiftelsens ändamål. Det är därför angeläget för dessa stiftelser att investera i tillgångar som ger en hög utdelning/kupong.

Pensionsstiftelsernas åtagandesida beror på det bakomliggande pensionsavtalet. Många stiftelser har en real åtagandesida att matcha, exempelvis de som följer ITP-planen. För vissa pensionsstiftelser är åtagandesidan direkt kopplad till KPI. Det

gäller ex.vis för vissa statliga myndigheters och bolags pensionsstiftelser, exempelvis Postens Pensionsstiftelse och Telias Pensionsstiftelse.

2.2.2.5 Värdepappersfonder

Regelverk

I Lagen (1990:1114) om värdepappersfonder finns en del placeringsregler, bl.a. i syfte att uppnå viss diversifiering och att undvika stora enhandsengagemang och motpartrisker. Den paragraf som har bäring på realobligationer är 20 § som anger att när det gäller skuldförbindelser garanterade av stat eller kommun, så måste fonden ha innehav från minst sex emissioner och inget av förvärven får överstiga 30 procent av fondens värde. Denna regel bör inte ställa till större bekymmer idag, men den innebär en begränsning för förvaltningen och den skulle kunna bli problematisk för rena realobligationsfonder om Riksgäldskontoret skulle välja att samla ihop de utestående stockarna i färre lån.

Värdepappersfondsutredningen arbetar för närvarande med en översyn av den svenska värdepappersfondslagstiftningen och ett betänkande skall lämnas i sommar.

Åtagandesidan

Värdepappersfonderna har ingen explicit åtagandesida. Målet med förvaltningen skall anges i fondbestämmelserna, och brukar vara att uppnå en viss nominell värdetillväxt, oftast relaterad till ett index. Det är detta mål som bestämmer placeringsinriktningen. Det finns i princip inget som hindrar ett fondbolag från att formulera ett mål i reala termer.

3 Intervjuundersökningen

3.1 Intervjuobjekt

För att skapa en så god bild som möjligt av de faktorer som styr de olika aktörernas investeringsbeslut har ett flertal intervjuer genomförts inom var och en av investerarkategorierna. Därtill har intervjuer gjorts med återförsäljare,

investeringskonsulter och andra personer med en god inblick i problematiken. Totalt har 29 intervjuer genomförts. Dessa fördelar sig på olika kategorier enligt följande:

Tabell 3. Intervjuernas fördelning mellan olika kategorier

Kategori	Antal intervjuer
Återförsäljare	4
Konsulter	3
Förvaltare, varav	20
-stiftelser	5
-AP-fonder	5
-försäkringsbolag	5
-fonder	6
-diskretionära förvaltare	3
-övriga	1
Övriga	2
Totalt	29

Några av de organisationer som intervjuats har befunnit sig inom flera investerarkategorier. Exempelvis hanterar kapitalförvaltningsorganisationer på försäkringsbolag även förvaltning av värdepappersfonder. Därför summerar inte antalet förvaltare (de kursiverade siffrorna) ovan till 20.

Tillsammans förvaltar de studerade institutionerna mer än 2000 miljarder kronor.

De personer som intervjuats i förvaltningsorganisationerna har varit ansvariga för ränteförvaltningen eller för den analys som styr sammansättningen av den strategiska portföljen. I något fall har flera intervjuer genomförts i samma organisation. De konsulter som intervjuats arbetar inom konsultföretag med en inriktning mot strategisk rådgivning kring tillgångsportföljers sammansättning.

3.2 Intervjuernas utformning

Eftersom ett syfte med intervjuerna var att få en inblick i och förbättra kunskaperna kring institutionernas investeringsprocesser valdes att genomföra intervjuundersökningen utan ett standardiserat intervjuformulär. Användningen av ett sådant skulle ha underlättat sammanställningen av resultatet, men samtidigt hade den inhämtade informationen troligtvis blivit av sämre kvalitet. Intervjuade personers ansvarsområden, och deras institutioner, bedömdes vara av så pass varierande art att ett enhetligt formulär skulle vara svårt att ta fram. Att intervjuerna genomfördes i en mer flexibel samtalsform innebar att inriktningen kunde anpassas och intervjuerna utvecklas, såväl under en enskild intervju som under den period på sex veckor under vilken intervjuerna genomförts. Mot bakgrund av den information och kunskap som inhämtats vid tidigare intervjuer kunde senare intervjuer inriktas på att komplettera och fördjupa kunskaperna.

Även om ett standardiserat frågeformulär saknades, fanns vissa frågor/områden som skulle belysas vid varje intervju. Dessa var:

- bakgrund om organisationen,
- åtagandesidans sammansättning,
- var i organisationen beslut om den långsiktiga portföljens sammansättning fattas,
- om ALM-modeller används för att bestämma den strategiska portföljen,
- hur, och av vem, en sådan ALM-studie i så fall görs,
- i vad mån en ev. kvantitativ ALM-modells resultat justeras av mer subjektiva bedömningar, och i så fall vilka,
- realobligationernas användning i portföljen,
- realobligationer jämfört med andra "reala" tillgångar som aktier och fastigheter,
- bra och dåligt med realobligationer,
- utvärderingen av kapitalförvaltningen,
- hur realobligationsmarknaden skulle kunna bli bättre, samt
- ett ev. EMU-medlemsskaps inverkan på synen på realobligationer.

3.3 Resultat av intervjuundersökningen

Här nedan sammanfattas de väsentligaste innehållen i diskussionerna kring de centrala frågeställningarna som angavs i avsnitt 3.2.

3.3.1 Åtagandesidan

Endast ett fåtal av de intervjuade organisationerna har en tydlig real åtagandesida. Pensionsstiftelser har i allmänhet en real åtagandesida, och några statliga pensionsstiftelser har en åtagandesida som är direkt relaterad till KPI.

Majoriteten, i synnerhet om man ser till kapitalet, av de intervjuade institutionerna upplever således inte att de har en real åtagandesida att matcha. Det medför att realobligationerna används för att matcha en diffus real åtagandesida och för att ge en diversifieringseffekt i portföljen. Vidare har vissa av de intervjuade institutionerna långa åtaganden, vilket innebär att realobligationer borde vara intressanta.

3.3.2 Var i organisationen fattas besluten om den strategiska portföljen?

I majoriteten av alla tillfrågade institutioner fattas beslutet av styrelsen. Styrelsernas kunskaper om finansiell teori och portföljförvaltning varierar dock. I några fall kan antas att styrelsen har såväl kunskaper som ett reellt inflytande på portföljsammansättningen, medan det i många fall de facto är tjänstemännen som bestämmer, även om beslutet tas formellt i styrelsen. Detta kommer att diskuteras mer nedan under beskrivningen av ALM-arbetet.

I ett fall, i ett större försäkringsbolag, beslutar styrelsen om en placeringspolicy, varefter man inom förvaltningsorganisationen själva fastställer ett strategiskt benchmark.

3.3.3 Används ALM-modeller för att fastställa den strategiska portföljen?

Alla institutioner som har en explicit åtagandesida utför någon form av ALM-studie.

I de flesta fallen är ALM-studien kvantitativ, men så är inte alltid fallet. Hur ALM-studien görs, och av vem, varierar mycket. Dessutom förefaller resultatet av studierna att variera kraftigt.

3.3.4 Hur och av vem görs ALM-studierna?

När den strategiska portföljen skall bestämmas görs i allmänhet först en kvantitativ modellering, baserad på antaganden om egenskaperna hos avkastningarna från olika tillgångsslag. Dessa studier baseras normalt på historiska data men oftast görs korrigeringar baserade på den tro man har om historiska datas relevans och om vad man kan förvänta sig i framtiden.

ALM-studien resulterar i ett förslag till strategisk portfölj. Det rent kvantitativa resultatet anpassas sedan oftast ytterligare utifrån förutsättningar som råder på marknaden eller internt i organisationen. Dessa anpassningar kommer att diskuteras mer nedan.

De stora försäkringsbolagen och AP-fonderna har ofta egna enheter eller särskilda analytiker som arbetar med ALM-studier för att fastställa strategiska benchmarks. Hos försäkringsbolagen sker arbetet i nära samarbete med de aktuarier som är specialiserade på att modellera skuldsidan.

Även om man har viss intern expertis anlitas ofta konsult hjälp. Konsulter förefaller i första hand att användas av institutioner i förändring eller av institutioner där ingen stor etablerad förvaltningsorganisation finns. Exempel på institutioner som anlitar konsulter för ALM-studier är AP-fonderna, som nyligen har fått nya placeringsregler och en något förändrad roll i det reformerade pensionssystemet. Andra institutioner som anlitar konsulter är pensionsstiftelser som antingen är nybildade eller har en mycket liten organisation. Även kommuner tenderar att alltmer anlita konsulter för hjälp med strategiska överväganden när det gäller den långsiktiga kapitalförvaltningen.

Större och äldre institutioner genomför i allmänhet ALM-studien internt. De flesta av de större institutionerna har som nämnts särskilda enheter för ALM-studier. Hos en av

de större intervjuade institutionerna tas den långsiktiga portföljens sammansättning fram inom förvaltningsorganisationen, i ett samarbete mellan aktie- och ränteförvaltare. Som diskuteras mer nedan tenderar förvaltningsorganisationens inblandning att leda till en mindre, eller obefintlig, andel realobligationer i benchmark. Anledningen är att den dåliga likviditeten försvårar en aktiv förvaltning, vilket ses som negativt av förvaltarna.

Mindre institutioner har inte resurser att utföra egna ALM-studier och kan ibland vara försiktiga med att anlita konsult hjälp. De tenderar därför att i hög grad lyssna på råd från de diskretionära förvaltare som konkurrerar om uppdragen att få förvalta deras portföljer. Även dessa råd kommer att påverkas av realobligationernas dåliga likviditet. Det är svårt att ta ut höga förvaltningsarvoden för en portfölj som knappast omsätts.

Exakt hur realobligationer hanteras i de kvantitativa studierna varierar. Vissa institutioner väljer att inte alls ha med realobligationerna i den kvantitativa modelleringen till följd av bristfälliga data. Några av dessa väljer sedan att ändå ha med realobligationer i den strategiska portföljen utifrån en teoretisk analys. Ytterligare andra använder den historik som finns, ofta med lite anpassningar.

3.3.5. Anpassningar av resultaten från kvantitativa ALM-modeller

Det är mycket sällan resultatet från en ALM-studie omvandlas direkt till ett strategiskt benchmark, utan några anpassningar. Framför allt kommer förväntningar om tillgångsslagens framtida egenskaper att föranleda förändringar om ALM-studien baserats på historiska avkastningar.

Intervjuerna visar att vissa institutioner helt väljer bort realobligationer till följd av den dåliga likviditeten, medan andra reducerar den andel som enligt den teoretiska studien skulle vara optimal.

Fall 1. Realobligationer tas inte alls med i den strategiska portföljen

Flera av de intervjuade har valt att inte låta realobligationer finnas med i den strategiska portföljen eftersom likviditeten är så låg. Som skäl till detta angav en institution, med en i viss mån real åtagandesida, att eftersom man byggt upp en modern kapitalförvaltningsorganisation vill man kunna bedriva en effektiv förvaltning som genererar meravkastning. Realobligationer passar inte bra i denna miljö: de är svåra att handla eftersom de är illikvida, och de kan inte ligga långsiktigt i en portfölj som utvärderas på årsbasis eller oftare.

Hos en annan institution, där den strategiska portföljen brukar tas fram i förvaltningsorganisationen, finns inte realobligationer med i den strategiska portföljen. Anledningen sägs vara att man saknar reala åtaganden. Som reala tillgångar föredrar man fastigheter, som också anses ha dålig likviditet men bättre direktavkastning.

Det uppges vidare vara besvärligt att i den löpande verksamheten hantera strategiska benchmarks med realobligationer. För att möjliggöra utvärdering av förvaltningen måste rebalanseringar av index ske enligt vissa definierade regler, och därefter också en justering av portföljen. Detta blir besvärligt och kostsamt om vissa tillgångsslag i den strategiska portföljen är illikvida.

Ett av försäkringsbolagen i undersökningen uppger att det finns en konkurrenssituation bland försäkringsbolagen, som leder till ett "Följa John"-beteende. Man har tenderat att vilja ha höga andelar aktier för att undvika risken att missa en kortsiktig uppgång, och därmed komma sämre ut i en jämförelse. Det har gjort att investeringar i realobligationer har känts mindre intressanta, eftersom ingen har velat vara först.

Bland stiftelserna, som inte konkurrerar på samma sätt, finns en diskussion och i viss mån en gemensam vilja att skapa de bästa portföljerna. Det kan vara en anledning till att man bland dessa varit snabba att förstå värdet av realobligationer i portföljen. Därtill kommer att många stiftelser inte har en etablerad förvaltningsorganisation, vilket innebär att man har lättare att investera i "buy and hold"-instrument.

De institutioner som inte alls har realobligationer i den strategiska portföljen har i allmänhet en ganska stark uppfattning om realobligationernas negativa egenskaper, eller brist på positiva, vilka kommer att diskuteras mer nedan.

Ytterligare en anledning till att man väljer att inte ha realobligationer i den strategiska portföljen kan vara att man vill lägga ut stora delar av förvaltningen externt, och att man upplever att det kan vara svårt att byta förvaltare om tillgångarna är illikvida.

Fall 2. Realobligationsandelen minskas

Flertalet av de institutioner som faktiskt har en andel realobligationer i den strategiska portföljen uppgav att de skulle ha haft en ännu större andel om inte likviditeten i instrumentet varit så dålig. Några uppskattade att andelen minskats med några procentenheter. I princip var man i dessa institutioner positiva till realobligationer, men såg ändå problem med hanteringen, vilket medförde att man minskade innehavet något. I allmänhet var det synpunkter från förvaltningsorganisationen som medförde att andelen drogs ner.

För pensionsstiftelser med tydliga reala åtaganden är en portfölj av realobligationer det "riskfria" alternativet. Det är dock sällan pensionsstiftelser väljer att enbart investera i realobligationer. Genom att komplettera portföljen med aktier och nominella obligationer försöker man uppnå en högre förväntad avkastning. En anledning som antyds är att realobligationer kan upplevas som lite tråkiga, och att vissa organisationer har en tradition av exempelvis aktieförvaltning.

3.3.6 Har institutionerna realobligationer i de strategiska portföljerna?

Från intervjuunderlaget kan konstateras att AP-fonderna i allmänhet har realobligationer i sina strategiska benchmark. I allmänhet ligger andelarna på mellan 5 och 10 %. Fjärde AP-fonden som hade 5 % realobligationer i sin strategiska portfölj har nyligen valt att helt ta bort realobligationerna ur denna. Sjunde AP-fonden har dragit ner realobligationernas andel i Premiesparfonden från 14 % till 9 %.

Vissa försäkringsbolag har realobligationer i sin strategiska portfölj, men inte alla. Om realobligationer finns med i benchmark är det i allmänhet med små andelar. Det

är oftast frågan om andelar på 1 eller 2 %, men undantag finns. De små andelarna kan hänga samman med att försäkringsbolagen ofta har stora fastighetsinnehav, så att behovet av andra reala tillgångar därmed minskar.

Pensionsstiftelserna förefaller ha större andelar realobligationer i sina strategiska benchmark, men även bland dessa varierar andelarna avsevärt. De två största pensionsstiftelserna i undersökningen har 20 % resp. 40 % realobligationer i den strategiska portföljen. Dessa stiftelser är bara några år gamla. Övriga stiftelser investerar inte alls i realobligationer.

Bland värdepappersfonderna finns idag endast en realräntefond. Ytterligare en fond har fått tillstånd men ännu inte startat. Det finns inga blandfonder som har satt upp som mål att överträffa ett jämförelseindex med en viss andel realobligationer.

3.3.7 Hur hanteras realobligationer i den löpande förvaltningen?

Förvaltare med realobligationer i benchmark

Vissa institutioner som har realobligationer i benchmark har i princip en ren ”buy and hold”- strategi för realobligationerna. Det gäller såväl ett större försäkringsbolag som någon stiftelse. Man anser att realobligationerna kan fylla en funktion i den långsiktiga portföljen, men att försök till taktisk förvaltning är meningslösa på grund av den dåliga likviditeten. För att taktisk förvaltning skall vara intressant måste prisbilden vara bättre, och det måste vara säkert att man kan sälja det man har köpt, när man vill sälja det.

Andra institutioner är mer aktiva i realränteportföljen. Eftersom man har som förvaltningsfilosofi att vara aktiva vill man vara det även inom detta segment. Oftast rör det sig om positioner längs kurvan, eller spreadar mot nominella obligationer eller företagsobligationer. Flera av de intervjuade anger dock att de endast gör små avvikelser från benchmark på grund av den dåliga likviditeten.

Någon angav att man gör en månatlig rebalansering av benchmark, men att detta blir besvärligt och dyrt till följd av realobligationerna. Rebalanseringen innebär att man måste göra transaktioner om man vill ligga med låg risk mot benchmark, även om

man egentligen vill vara passiv inom tillgångsslaget. Därtill påpekade en aktör att även själva realobligationsindexet har förändrats på senare tid på grund av förändringar av stocken som Riksgäldskontoret medverkar till. Alla sådana förändringar blir kostsamma till följd av den dåliga likviditeten och innebär ett skäl att överväga om man verkligen skall ha med realobligationer i den strategiska portföljen.

Förvaltare som inte har realobligationer i benchmark

Normalt har de nominella ränteförvaltarna mandat att även köpa realobligationer. Det gör de om de tror att de kan skapa högre avkastning än det nominella benchmark som de utvärderas mot. Många anger att den dåliga likviditeten hos realobligationerna medför att det sällan blir intressant. Man vill vara säker på att kunna sälja. Ofta är marginalerna små. Dessutom anges att horisonten ofta är kort för den typen av handel, ofta mindre än 1 år, och då lämpar sig inte så långa instrument som realobligationer.

3.3.7 Synpunkter på instrumentet realobligationer

De intervjuade tillfrågades om vad som är bra respektive dåligt med realobligationer. Nedan följer en uppställning av de synpunkter som erhöles:

Positiva synpunkter

- Långt instrument
- Realsäkring bra vid reala åtaganden
- Bra diversifieringseffekter
- Säker emittent
- Likviditeten inte så dålig, man kan alltid sälja
- Likviditetspremie

Negativa synpunkter

- Likviditeten är dålig. Prisbilden är otydlig (man är rädd att bli lurad och det blir svårt med daglig värdering). Spreadarna är stora, i synnerhet blir det dyrt att handla de långa realobligationerna. Man vill veta att man kan sälja, annars köper man inte.
- Svårt att förstå instrumentet och prisbildningen

- För hög kursrisk
- Avkastningen har varit dålig
- Diversifieringseffekterna är för små
- Långa instrument passar ej för förvaltare som utvärderas på kort sikt
- För få investerare
- För få återförsäljare
- En informationsasymmetri upplevs råda mellan Riksgäldskontoret och investerarna, vilket skapar osäkerhet
- I sin egenskap av myndighet intar Riksgäldskontoret en speciell ställning
- ”Buy and hold”-tillgångar passar inte in i en aktiv portföljförvaltning
- Inflationskompensationen ger upphov till skattebetalningar som inte är kända i förväg
- Realobligationer konkurrerar med andra nya tillgångsslag (ex.vis alternativa investeringar) men är tråkigare (jobbinnehållsrisk och relationsrisken)
- Mycket är osäkert kring realobligationer (KPI kan påverkas av staten, Riksbanken vårdar annat index än KPI)
- Inflationen är ändå låg
- Osäkerheten om EMU spiller över i ökad osäkerhet om realobligationerna
- Realobligationer, som nytt tillgångsslag, kan vara svåra att hantera i gamla administrativa system
- Det finns inte många studier som visar effekten av realobligationer i portföljen
- Realobligationer är svåra att redovisa

De flesta av de negativa synpunkterna hänger ihop med likviditeten, men uppfattningen om hur dålig likviditeten är förefaller variera en del.

De flestas spontana kommentar är att likviditeten är mycket dålig, men vid närmare eftertanke säger många att det mesta ändå går att sälja nu. Rädslan för den dåliga likviditeten gäller framför allt framtiden, när man kanske inte heller känner sitt eget likviditetsbehov och man befärar att likviditeten i realobligationerna kan ha blivit ännu sämre.

Det förefaller ha etablerats någon slags ”sanning” bland aktörerna som innebär att realobligationer är ett dåligt instrument eftersom likviditeten är låg. Alla är medvetna om att detta leder till en Moment 22-situation.

Ett flertal av de större aktörerna är missnöjda med Riksgäldskontorets marknadsvård och störs av en bristfällig relation mellan emittent och investerare. Det anses att Riksgäldskontoret inte lyssnar tillräckligt på investerarna och att kommunikationen från Riksgäldskontorets sida varit sporadisk och innehållsfattig. Flera aktörer anger att man uppfattar Riksgäldskontorets tjänstemän som smarta och man antyder att man är rädda att bli ”lurade”. Dessutom upplever man att investerarna ibland behandlas och tilltalas på ett något nedlåtande sätt.

3.3.8 De intervjuades förslag till förbättringar

Vid intervjuerna ombads de intervjuade att ge förslag på olika möjligheter att förbättra realobligationsmarknaden.

Här följer en uppräknings av de förslag som gavs. En del av förslagen kan kanske vara mer att likna vid mål, men de berör ändå problematiken.

- Bredda investerarbasen
- Locka in utländska investerare
- Var tydlig med emissionsplaner
- Matcha de reala lånen mot de nominella
- Åstadkom kontinuerlig aktivitet på marknaden
- Höj kompetensen bland möjliga aktörer
- Höj kunskapsnivån genom att anordna seminarier
- Ge återförsäljarna bättre incitament att vårda sekundärmarknaden
- Ge banker incitament att sälja realobligationer till privatpersoner
- Förbättra kommunikationen mellan Riksgäldskontoret och investerarna
- Riksgäldskontoret bör tänka mer på att vårda marknaden och likviditeten

- Riksgäldkontoret måste tänka på att vårda benchmark (när realobligationer köptes tillbaka från AP-fonderna förändrades benchmark vilket ledde till krångel och kostnader för övriga institutioner)
- Återförsäljarna bör vara mer aktiva (en intervjuad stiftelse: ”det är flera år sedan någon ringde”)
- Realobligationer bör om möjligt inte hanteras av nominella räntehandlare, eftersom dessa är bortskämda med god likviditet. Bättre om de handlades av företagsobligationshandlare.
- Utländska återförsäljare skulle vara bra för trovärdigheten och för försäljningen mot utlandet
- Bearbeta konsulter så att deras kunskaper om realobligationer ökar
- Försök att få institutionerna att ha större andel realobligationer i strategiska benchmarks
- Satsa aktivt på rådgivande försäljning. Öka kunskapen om realobligationer. Bistå institutionerna med analys. Bearbeta på rätt nivå. Det är de som beslutar om den strategiska portföljen som måste bearbetas. Bygg relationer. En ny typ av återförsäljare.

4. Analys

För att realobligationer skall få en betydande andel i den faktiska portföljen krävs att de har en betydande andel i den strategiska portföljen. Om realobligationer ingår i den strategiska portföljen kommer den faktiska andelen realobligationer att i genomsnitt ligga nära den strategiska andelen, men med vissa variationer över tiden. I annat fall kommer andelen också att ligga nära den strategiska andelen, dvs. noll.

Andelen i den strategiska portföljen bör rent teoretiskt bestämmas av behovet av instrumentet för matchning mot placerarens skuldsida och för diversifiering. Av avgörande betydelse för att realobligationer skall bli ett intressant instrument är därför att placerarna har reala åtaganden, dvs. att den produkt som når slutkonsumenten (småspararen) har reala kopplingar. Så är exempelvis fallet om försäkringsprodukter har reala garantier. Uppenbart är också att om småspararna efterfrågar realobligationsfonder så kommer värdepappersfonderna i sin tur att köpa

realobligationer. Den absolut viktigaste faktorn som styr efterfrågan på realobligationer är därför efterfrågan på reala sparprodukter bland slutkonsumenterna.

Givet åtagandesidan kommer de finansiella instrumentens avkastnings- och riskegenskaper via en s.k. ALM-analys som bör avgöra hur stor andel som är optimal. Den faktiskt beslutade strategiska portföljens utseende beror dock inte enbart på vad som rent teoretiskt är en lämplig andel. Andra, mer subjektiva, avvägningar kommer också att ha betydelse för beslutet om den strategiska portföljen. Hur mycket sådana avvägningar kan påverka den strategiska portföljen beror bland annat på organisationens beslutsstruktur och styrmekanismer.

4.1 Behov av realobligationer för matchning och diversifiering

Det finns idag få svenska institutionella placerare som har en real åtagandesida. Det är i princip endast några enstaka försäkringsbolag och pensionsstiftelser som har reala åtaganden och därför av rena matchningsskäl behöver reala obligationer. Endast för några statliga pensionsstiftelser är den reala säkringen knuten till KPI, så att de av Riksgäldskontoret emitterade realobligationerna är det perfekta matchningsinstrumentet.

Eftersom realobligationerna har en betydligt längre duration än de nominella obligationerna skulle de kunna fylla en matchande funktion för nominella men långa åtaganden. Ingen av de tillfrågade institutionerna med sådana åtaganden har dock angett att matchning är ett skäl att inneha realobligationer. Det är också få institutioner som har en tydlig nominell åtagandesida. Exempelvis har de flesta av försäkringsbolagen s.k. avgiftsbaserade system, så att utbetalningarna inte är bestämda i förväg utan bestäms av inbetalda avgifter som sedan räknas upp med en viss (nominell) ränta.

För samtliga intervjuade är diversifiering den främsta anledningen till att investera i realobligationer. Några investerare säger sig dock ha avstått från realobligationer eftersom diversifieringsvinsten upplevs som liten. Korrelationen med de nominella sägs ha varit hög.

4.2 Organisationens inflytande

Att realobligationer på rent teoretiska grunder fyller en funktion i alla portföljer av diversifieringsskäl och i ytterligare några av matchningsskäl har inte visat sig vara ett tillräckligt villkor för att de strategiska portföljerna ska innehålla lämpliga andelar realobligationer. Nästan ingen av de intervjuade organisationerna har den andel realobligationer i sin strategiska portfölj som skulle vara motiverad av en rent teoretisk analys. Det finns en mängd andra faktorer som påverkar beslutet och som är väsentliga för Riksgäldskontoret att förstå, och kanske försöka påverka.

I intervjuunderlaget går det att urskilja vissa skillnader mellan organisationerna som har stor betydelse för storleken på investeringarna i realobligationer.

Det som generellt förefaller vara viktigast för andelen realobligationer i portföljen är förvaltningsorganisationens inflytande på beslutet om den strategiska portföljen. Ju mer analysstöd organisationen är, antingen genom egen analysverksamhet eller genom anlitate konsulter, desto större tenderar andelen realobligationer i den strategiska portföljen att bli. Konsulternas analyser innebär oftast rekommendationer om att ha en inte obetydlig andel realobligationer i den långsiktiga portföljen. I den mån organisationen har satsat på att utveckla egna analysenheter erhålls också ett sådant resultat. Innan förslaget till strategisk portfölj läggs fram i styrelsen för beslut tillkommer dock synpunkter/restriktioner från förvaltningsorganisationen som i varierande utsträckning medför en minskning av den ursprungliga andelen realobligationer. I vissa fall utförs själva ALM-studien med medverkan från förvaltningsorganisationen, eller enbart av förvaltningsorganisationen, och då tenderar detta också till att ge en lägre andel realobligationer.

Förvaltningsorganisationer, liksom andra organisationer, styrs av de mål och risker som påverkar de enskilda individernas beteende, och dessa överensstämmer ofta inte med vad som är optimalt med tanke på åtagandesidan eller uppdragsgivarens önskemål. Det innebär att förvaltningsorganisationen av olika skäl kommer att försöka påverka den strategiska portföljens sammansättning så att det blir lättare för de enskilda individerna i organisationen att uppnå sina egna mål. Hur långt detta kan

gå beror bland annat på styrelsens kompetens och på hur framträdande roll analysen har i organisationen.

Den enskilde tjänstemannen i organisationen utsätts för ett antal risker (delvis överlappande) som kan påverka hans eller hennes beteende.

- Jobbinnehållsrisk

-Flera av de intervjuade organisationerna uppgav att en anledning till att man har lite realobligationer är att man har byggt upp en kompetent organisation för aktiv förvaltning och eftersom det inte är möjligt att skapa meravkastning inom tillgångsslaget realobligationer väljer man att avstå från det eller att dra ner andelen i den strategiska portföljen. Man vill inte köpa sådant man inte vet att man kan sälja. Likviditeten och prisbilden är alltför dålig.

-Realobligationer uppfattas som tråkiga. Det är roligare att jobba med andra tillgångsslag.

- Relationsrisk

En del av jobbinnehållet är de relationer som man skapar inom sin anställning. Att skapa bra yrkesmässiga relationer, exempelvis med investmentbanker och "private equity"- fonder kan göra den befintliga anställningen roligare och mer utvecklande. Sådana relationer kan ge tillgång till kunskaper och innebära förbättrade möjligheter för en fortsatt karriär. Investeringar i realobligationer har gett små möjligheter för den enskilde att bygga värdefulla relationer. Andra tillgångsslag har varit mer attraktiva när det gäller att skapa kontakter. Det är uppenbart att tillgångar som säljs av utländska investmentbanker, exempelvis Goldman Sachs, kan verka intressantare än obligationer från en statlig myndighet. Dessutom kan kontakten med investmentbanken innebära att man får del av ett bredare serviceutbud med t.ex. seminarier kring aktuella finansiella frågeställningar.

- Karriärrisk

Den enskilde tjänstemannen vill arbeta inom områden som ger en god möjlighet till en fortsatt intressant karriärsutveckling. Eftersom förvaltning av realobligationer inte betraktas som särskilt spännande ur denna aspekt kommer

det att finnas en benägenhet att försöka styra in portföljinnehållet mot andra tillgångsslag.

- Bonusrisk

”Buy and hold”- instrument som realobligationer passar inte bra i portföljer vars avkastning mäts på kort sikt och bonus beräknas på årets meravkastning. Flera intervjuade uttryckte att de ogillar den höga ränterisken i instrumentet, eftersom små svängningar i räntan ger upphov till stora förändringar av marknadsvärdet.

- Administrativa risker

I vissa organisationer där man inte tidigare förvaltat realobligationer finns det ett motstånd eftersom de bedöms vara krångliga att förstå. Dessutom har man i flera intervjuade organisationer inte vetat om befintliga administrativa system hanterar realobligationer på ett bra sätt.

Om förvaltarna upplever dessa risker som stora blir det lätt att gömma sig bakom argumentet att realobligationer är alldeles för illikvida för att man skall vilja investera i dem. Många av de intervjuade sa också att egentligen är nog inte likviditeten så dålig, men att alla säger att likviditeten är låg, och då uppstår den Moment 22-liknande situationen.

Effekten av dessa risker blir att ju större förvaltningsorganisationens inflytande är på beslutet om den strategiska portföljen desto mindre andel realobligationer kommer den att innehålla. Nystartade och nyligen förändrade institutionella investerare har därför i allmänhet mer realobligationer än gamla organisationer. De gör i allmänhet en övergripande analys av portföljen och deras förvaltningsorganisationer är inte så starka.

Pensionsstiftelser anlitar ofta konsulter och har i allmänhet inget önskemål om att bygga upp en stor egen förvaltningsorganisation. För dem finns mindre skäl att se till annat än målen för den långsiktiga portföljen. Därtill har man inga konkurrenter att jämföras med på halvårs- eller årsbasis. Det innebär att det rent av kan ses som en fördel att realobligationer är ett ”buy and hold”-instrument.

AP-fonderna är ett annat exempel på aktörer där analysen fått en framträdande roll. Till följd av förändringen av placeringsreglerna och reformeringen av pensionssystemet har AP-fonderna behövt göra nya ALM-studier samt bygga upp nya eller förändra befintliga organisationer. De har då kunnat ta mindre hänsyn till befintliga interna strukturer och dessa har också resulterat i andelar på uppemot 10 % för vissa AP-fonder. Alla AP-fonder har dock inte valt att investera i realobligationer, och flera sa under intervjuerna att även deras andelar skulle ha varit större om likviditeten hade varit bättre.

De organisationer som påverkats mest av tjänstemännens målkonflikter förefaller vara försäkringsbolagen. De har i allmänhet stora egna förvaltningsorganisationer som byggts upp under en längre period och som blivit viktiga internt. Därtill kommer att försäkringsbolagen i allt högre grad tenderar att konkurrera inbördes med jämförelser av avkastningsutfall under korta perioder, vilket i hög grad inverkat på målen för förvaltningen och utseendet på den strategiska portföljen.

5. Rekommenderade åtgärder

Den viktigaste åtgärden för att öka efterfrågan på realobligationer är att öka småspararnas efterfrågan på ett realsparande. En ökad efterfrågan på försäkringar med reala kopplingar och en efterfrågan på andra reala sparformer exempelvis realobligationsfonder skulle medföra att de institutionella placerarna skulle välja att placera en större andel av sina portföljer i reala tillgångar. För att nå en ökad efterfrågan måste småspararnas medvetenhet om fördelarna med ett reallt sparande väckas. De institutionella placerarna har idag i princip inget incitament att sälja och marknadsföra reala sparprodukter. De reala produkterna anses komplicerade av många småsparare och det är svårt för placerarna att tjäna pengar på dem. Exempelvis är förvaltningsavgiften i realobligationsfonder avsevärt lägre än i aktiefonder, vilket ger bankkontor och andra försäljningskanaler mindre incitament att sälja realobligationsfonder. Institutionerna har inte så starka egna drivkrafter att sälja reala produkter. För att efterfrågan skall öka behöver småspararna få kunskaper om de reala sparprodukternas fördelar.

Om man i stället fokuserar på att enbart stimulera efterfrågan på realobligationer bland de institutionella placerarna så som läget är idag, bör man försöka bredda den befintliga investerarbasen samtidigt som befintliga investerare bör förmås att öka sina innehav. Det som visat sig ha störst betydelse för en enskild institutions investeringar i realobligationer är att realobligationer ingår i den strategiska portföljen med en stor andel. Om Riksgäldskontoret kan förmå fler institutioner att låta realobligationer ingå som ett eget tillgångsslag i de strategiska portföljerna kommer totala efterfrågade stocken att öka.

Genom att förse analysenheter och konsulter med argument och data kan deras arbete underlättas så att de lättare når fram till de andelar på 10–15 % som kanske kan vara lämpliga ur ett rent diversifieringsperspektiv.

Därefter är det viktigt att försöka undvika att den teoretiskt optimala andelen justeras ner innan styrelsen fattar beslutet om den strategiska portföljen. Det finns en mängd åtgärder att vidta

- Förbättring av styrelsernas kunskap om realobligationer och ALM-studier. Styrelserna bör tycka att det är självklart att realobligationer ska ingå i den långsiktiga portföljen.
- Förbättra ALM-analytikernas förutsättningar för att göra en bra analys av den strategiska portföljen med realobligationer som ett enskilt tillgångsslag.
 - Bidra med historiska data och annat stöd för att göra antaganden om förväntad avkastning, risk och korrelationer.
 - Skapa relationer. Förse analytikerna med relevanta forskningspapper, bjud in till seminarier mm.
- Förvaltningsorganisationen bör bearbetas så att den får mindre incitament att minska andelen.
 - Öka kunskapen om realobligationers värde i den långsiktiga förvaltningen, om realobligationer som instrument och om prisbildningen på realobligationer. Stimulera till forskningspapper eller uppsatser och använd sedan dessa för seminarier eller säljmöten. Exempel på aktiviteter kan vara lunchseminarier hos SFF (Sveriges Finansanalytikers Förening), internt ordnade seminarier för

en ”utvald” grupp investerare, eller seminarier för ett större antal.

- Bygg relationer direkt med förvaltarna. Bygg upp de interna kunskaperna om de enskilda investerarna och deras förutsättningar. Var en uppsökande och tillgänglig samtalspartner när det gäller realobligationer och portföljförvaltning. Var lyhörd för investerarnas synpunkter.
- Stimulera återförsäljarna att bli bättre på att vårda andrahandsmarknaden. Exempelvis skulle en högre ersättning från Riksgäldskontoret kopplad till vården av marknaden kunna minska deras incitament att skära emellan och därmed reducera den upplevda risken för placerarna.
- Försök få en utländsk välrenommerad bank att bli återförsäljare. Det kan höja graden av ”spänning” och seriositet hos marknaden och instrumentet.
- Om möjligt kan diskretionära förvaltningsuppdrag på t.ex. 200 mkr läggas ut till en grupp av kapitalförvaltare. Dessa kommer då att utveckla bättre kunskaper om realobligationer, de får en större produktbredd och kommer sedan förhoppningsvis att kunna sälja realobligationsuppdrag till övriga kunder. På motsvarande vis skulle det vara värdefullt om Riksgäldskontoret kunde hjälpa värdepappersbolag med s.k. seed money till realobligationsfonder.