

## Realobligationers plats i portföljen

Anförande av riksgäldsdirektör Thomas Franzén vid en räntekonferens anordnad av Handelsbanken den 22 maj 2002.

Jag har i dagens diskussion tänkt utveckla några tankar kring räntesparande och realobligationer i modern portföljförvaltning. Men först vill jag inleda med några ord om Riksgäldskontorets syn på realobligationer och deras roll i statsskulden.

### Realobligationer i statsskulden

I förra årets förslag till riktlinjer för statsskuldsvärdningen förordade Riksgäldskontoret att andelen realobligation i statsskulden långsiktigt bör öka. Anledningen är att realobligationer bidrar till att sprida riskerna. Med risk menar vi då i första hand att statsskuldens kostnader ska förstora svängningarna i statsfinanserna. Det är här viktigt, inte minst sedan Sverige blev medlem i EU. Enligt Maastrichtfördraget får ett medlemsland inte ha underskott som överstiger tre procent av BNP. Men framtida räntekostnader är osäkra och därför är det viktigt att Riksgäldskontoret sköter statsskulden på ett sådant sätt att risken blir väl avvägd i förhållande till de förväntade kostnaderna. Genom att inkludera, och på sikt *öka andelen*, realobligationer i statsskulden menar vi att vi skapar en portfölj som bättre kan hantera den osäkerhet som ligger i att vi inte vet hur den ekonomiska utvecklingen kommer att bli i framtiden. Det beror på att realobligationer och nominella obligationer i viktiga avseenden är varandras spegelbilder. Därför är det rimligt att anta att risknivån i statsskuldportföljen minskar om man kombinerar skuldslag med skilda egenskaper, snarare än satsar på bara en typ av skuld. Denna slutsats borde enligt vår mening gälla även för de flesta långsiktiga *tillgångs*portföljer, men låt mig återkomma till det senare.

I regeringens beslut om riktlinjer för statsskuldsvärdningen för 2002 slog regeringen senare fast att andelen realobligationer i statsskulden ska öka. Riksgäldskontoret fortsätter därför satsningen på upplåning i realobligationer. Ambitionen är att öka andelen realobligationer, men hur snabbt vi kan göra detta beror liksom tidigare till stor del på hur kostnadsbilden ser ut. Även om realobligationer har fördelar från risksynpunkt innebär målet om kostnadsminimering att vi måste väga

upplåningen i realobligationer mot kostnaderna i annan upplåning. Det är därför svårt att motivera stora emissionsvolymen i lägen då instrumentet framstår som dyrt i jämförelse med annan upplåning. Vår långsiktiga ambition gör dock att vi normalt sett kommer ha viss emissionsaktivitet även under sådana perioder.

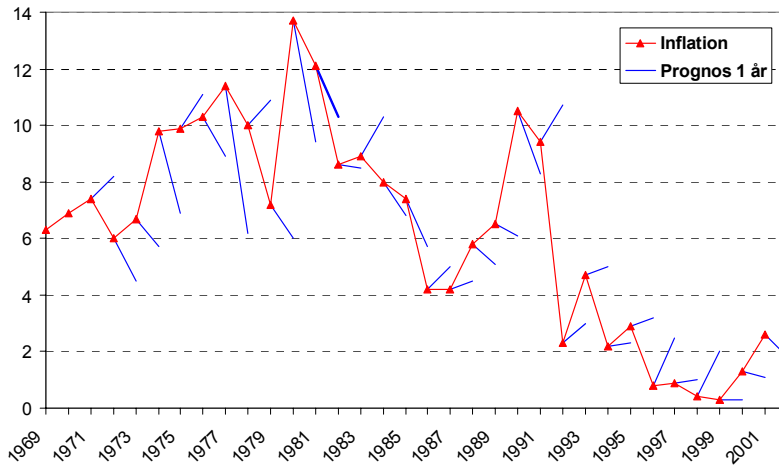
För närvarande ser vi emellertid ljus på realobligationsmarknaden. Vi har kunnat notera ett stort intresse vid de senaste auktionerna och emitterat realobligationer till break-even nivåer på omkring två procent. Bidragande orsaker är att inflationsförväntningarna i ekonomin har stigit det senaste året samtidigt som aktiemarknaden har fortsatt nedåt. Det ökade intresset för realobligationer är dock inte specifikt för Sverige, utan även internationellt har vi kunnat konstatera ökade emissionsvolymen.

## **Realobligationer i tillgångsportföljen**

Hur ligger det då till med realobligationer sett från investerarens perspektiv? Investeringar i räntebärande statspapper innebär jämfört med andra alternativ låg risk. Den enda osäkerhet som man egentligen utsätts för i traditionella statspapper är inflationsrisken. Denna risk kan man dock försäkra sig mot genom att investera i realobligationer. Det är det enda instrument som säkrar köpkraften eftersom man vid sidan av den fasta reala räntan även erhåller kompensation för inflationen.

Hur orolig ska man då vara för inflation? Givet att Riksbanken lyckas upprätthålla inflationsmålet är svaret förmodligen: inte särskilt. Men även om Riksbanken lyckas med sitt uppdrag kommer inflationen ändå variera över tiden, och det kommer alltid att finnas perioder då inflationsförväntningarna över- eller underskattar den framtida inflationen. Att det är svårt att göra bra prognoser på inflationen kan vi nog alla vara överens om. Jag skulle vilja illustrera detta genom att visa ett diagram på KI:s inflationsprognoser på ett års sikt i förhållande till den faktiska inflationsutvecklingen under åren 1969 till 2002. Det framgår då att den årliga inflationstakten under den här perioden har varierat mellan nästan 0 och 14 procent. Det framgår också att KI:s inflationsprognoser väldigt sällan har slagit in. Faktum är att det bara är ungefär en tredjedel (11 av 30) av gångerna som prognoserna ens går åt rätt håll! Jag vill dock framhålla att det här inte är specifikt för KI:s prognoser, eller att deras prognoser skulle vara särskilt otillförlitliga, utan att det är ett generellt fenomen som vi kan se hos många prognosmakare. Det är svårt att göra bra prognoser på inflationsutvecklingen. Men det visar också på behovet av realobligationer om man vill säkra inflationssäkra sina investeringar.

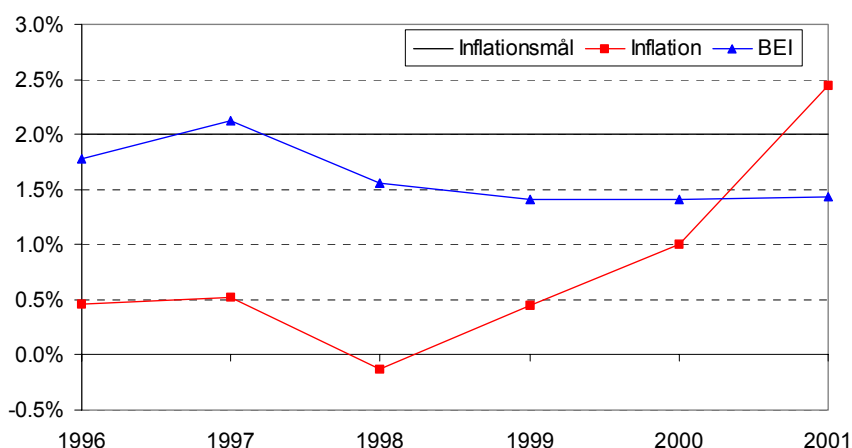
Diagram 1. Inflationsprognoser



Källa: KI och RGK

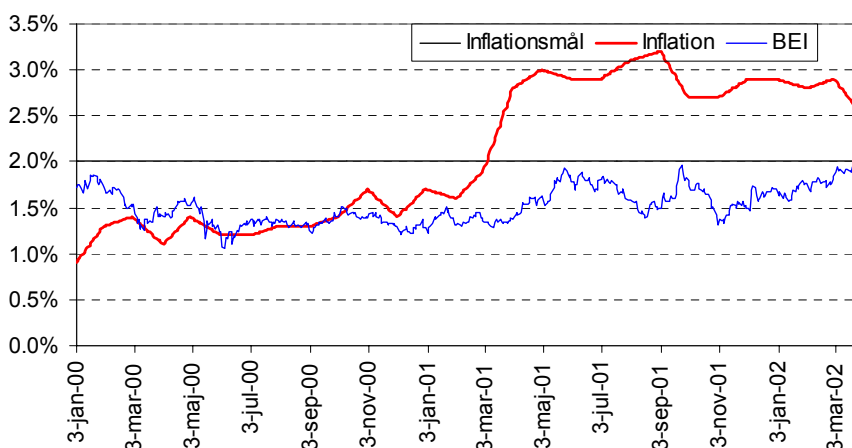
Det kan i det här sammanhanget också vara intressant att titta på hur break even-inflationen, dvs. ränteskillnaden mellan nominella och reala obligationer, har utvecklats över tiden. Det man kan konstatera är att den årliga genomsnittliga break even-inflationen (över alla lån) har varit förhållandevis låg mellan 1996 och 2001. Men det har å andra sidan även inflationen varit. Under det senaste året har dock inflationen tagit fart igen, och i takt med att inflationen ökat har även break even-inflationen ökat. I dagsläget ligger den faktiska inflationen omkring en halv procentenhet högre än break even-inflationen. Det vi får räkna med är nog att även i framtiden få se sådana här svängningar i både inflationstakt och break even-inflation.

Diagram 2. Break-even inflation och KPI-inflation



Källa: EcoWin och RGK

Diagram 3. Break-even inflation mellan 1041 och 3105 och KPI-inflation



Källa: EcoWin och RGK

## Aktier kontra realobligationer

Vad kan man då säga om aktier kontra realobligationer? Det man har sett är att den exceptionellt goda avkastningen på aktiemarknaden under 1980- och 1990-talen har lett till ett ökat intresse bland småsparare för aktiemarknaden. Det syntes inte minst i det första premiepensionsvalet, där mer än 90 procent av PPM-valen gick till aktier. Samtidigt har den goda utvecklingen under 80- och 90-talen bidragit till att förväntningarna om avkastning dragits upp till extrema nivåer. Till exempel konstaterade Fondbolagens förening i en undersökning för några år sedan att förväntningarna om avkastning på fondsparande låg på drygt 15 procent per år. Detta måste idag anses som uppseendeväckande höga förväntningar, men det visar bara på den yra som rådde på aktiemarknaden under slutet av 90-talet. Med sådana förväntningar är det nog många småsparare som fått se sina förhoppningar grusade under de senaste två åren. För det som ingen talade om under de gyllne åren på 90-talet var den

risk som att aktiesparande är förknippat med. Och även om man har en väldiversifierad aktieportfölj så kan man inte komma ifrån att det alltid finns en systematisk risk i portföljen. Eller för att tala finansjargong: Även om man lägger sina ägg i olika korgar, så kan man inte komma undan den systematiska risken så länge man är lång i ägg.

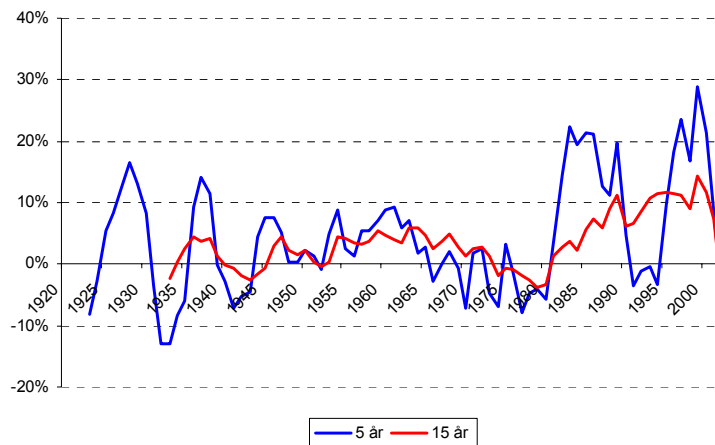
Det som nu diskuteras bland aktieanalytikerna är när den så kallade vändningen ska komma. Bilden är att nedgången snart är över och att vi då ska återgå till den gamla "sanningen" att aktier alltid är en bättre placering än obligationer på lång sikt. För att sätta denna sanning i perspektiv publicerade Riksgäldskontoret i förra numret av *Statsupplåning* en artikel där vi jämförde realavkastningen på aktier under 1900-talet med en real ränta på 3,5 procent. Detta är vad statens långa realobligationer avkastar idag och är den realräntenivå som några internationella studier angett som ett rimligt antagande om den genomsnittliga realräntan under 1900-talet. Det vi fann var att aktier varit bättre än realobligationer i knappt 80 procent av alla rullande tioårsperioder. Det innebär att i var femte tioårsperiod, eller i 20 procent av fallen, skulle en placering i helt säkra realobligationer ha givet en högre avkastning än aktier. Noterbart är också att bilden inte blir mycket annorlunda om vi sträcker ut perioden till 15 år. Och om vi tittar på rullande femårsperioder finner vi att realobligationer skulle ha givet en högre avkastning i hela 35 procent av fallen.

**Tabell 1. Aktier kontra reall räntesparande**

Tidshorisont	> 0 %	> 3,5 %
1 år	65 %	60 %
5 år	79 %	65 %
10 år	92 %	76 %
15 år	97 %	77 %

Källa: Frennberg och Hansson (1992) och RGK.

**Figure 4. Aktier kontra reall räntesparande**



Källa: Frennberg och Hansson (1992) och RGK.

Att det historiskt sett varit en så hög sannolikhet att få sämre avkastning på aktier än på säkra obligationer även om man tittar på så pass långa perioder som fem och tio år är nog inte ett förhållande som är särskilt välkänt. Framförallt rimmar det illa med den gamla sanningen att aktier *alltid* är bättre än obligationer på lång sikt. En annan sak som också är viktig att påpeka i det här sammanhanget är att Riksgäldskontorets studie inte säger någonting om *hur mycket* sämre eller bättre avkastning man kan få om man investerar i aktier i stället för säkra obligationer. Vår studie tittar bara på den historiska sannolikheten för att det skulle ha gått bättre eller sämre.

Risken för riktigt dåliga utfall – perioder då aktiemarknaden utvecklas svagt under mycket lång tid – är också något som man sällan tar om. En person som har varnat för denna möjlighet är dock professor Zvi Body vid Boston University i USA. Han menar att risken för mycket dålig värdetillväxt på aktier är *större* på lång sikt än på kort. Detta är inte särskilt svårt att inse. Risken för ett ras är rimligen större på lång sikt än under ett enskilt år. Detta såg vi exempel på under 1930-talskrisen och detta sker även i Japan idag, där aktiekurserna sedan toppen 1989 har fallit med cirka 75 procent. Synen på risker i aktiesparande är därför också väsentligt annorlunda i Japan än i Sverige.

Diagram 5. Aktieutveckling i Japan 1982-2002



Källa: EcoWin

## Vilka antaganden ligger bakom placerares investeringsbeslut?

Många av de institutionella förvaltarna som har hand om småspararnas pengar arbetar mer och mer med ALM-modeller (Asset and Liability Management) när de ska lägga fast sin strategiska placeringsinriktning, dvs. välja sin benchmark-portfölj. ALM är ett utmärkt analytiskt angreppssätt för att identifiera en rimlig referensportfölj. Det centrala i analysen är att man tar ett helhetsgrepp om balansräkningen och ser till både dess tillgångssida och skuldsida för att få en så god uppfattning som möjligt om riskerna i förvaltningen. Det som emellertid är viktigt att komma ihåg är att

ALM endast erbjuder beslutsstöd och att det inte ger en Sanningen. Resultatet av en ALM-analys beror till stor del på de antaganden man har gjort om den framtida utvecklingen i olika faktorer. Därför är det viktigt att man frågar sig om dessa antaganden är rimliga. Att titta på den *historiska* utvecklingen med hjälp av statistiska mått som medelvärde och varians kan förvisso utgöra en utgångspunkt för analysen, men det räcker inte hela vägen. Det är minst lika viktigt att man följer upp analysen med känslighetsanalyser och diskussioner om de underliggande antagandena.

Det som är svårt att fånga i en modell är att aktiers avkastning och risk kan variera avsevärt under olika tidsperioder. Under 1900-talet var den genomsnittliga avkastningen på aktier drygt 7 procent om året i reala termer. Under perioden 1930-1949 låg den genomsnittliga reala årsavkastningen på aktier på cirka 2,5 procent. Det kan jämföras med perioden 1980-1999 då motsvarande tal var 19 procent. Den första perioden med förhållandevis svag aktieutveckling påverkades av exceptionella händelser som världskrig och 30-talsdepressionen. Men inte heller den andra perioden kan sägas vara normal. Ökad globalisering och tillgänglighet till aktiemarknaden ökade efterfrågan på aktier. Resultatet blev en uppvärdering av aktier relativt obligationer. Detta kan tolkas som att den riskpremie som placerarna kräver för att hålla aktier har minskat. Men om riskpremien har sjunkit och sedan förblir kvar på en lägre nivå är den logiska slutsatsen att avkastningen på aktier sannolikt blir lägre i framtiden. Stiger dessutom riskpremien igen på grund av besvikelser och bristande förtroende så blir avkastningen under anpassningsperioden förmodligen ännu lägre.

Tabell 2. Nominell och real avkastning på aktier.

Period	Nominell avkastning	Volatilitet	Inflation	Real avkastning
1919-29	1,4%	17,4%	-4,5%	6,3%
1930-39	-0,2%	23,8%	0,6%	-0,9%
1940-49	10,5%	8,7%	4,3%	5,9%
1950-59	16,3%	18,5%	4,4%	11,4%
1960-69	8,1%	16,8%	3,8%	4,1%
1970-79	6,7%	16,7%	8,8%	-1,9%
1980-89	32,4%	27,0%	7,7%	23,0%
1990-99	18,7%	28,8%	3,0%	15,2%
1919-99	11,2%	22,3%	3,4%	7,6%

Källa: Frennberg och Hansson (1992) samt RGK.

Den huvudsakliga poängen här är att den genomsnittliga avkastningen på aktier har - och kommer att - variera kraftigt mellan olika tidsperioder. Att dra slutsatser från de senaste hundra åren för hur sparandet ska allokeras för en framtida 10-15-årsperiod är därför riskabelt. För att illustrera hur olika antaganden om till exempel riskpremien slår på resultatet i en simulering av aktieavkastningen vill jag visa ett exempel. I exemplet tittar vi

liksom tidigare på sannolikheten att den reala avkastningen på aktier ska vara bättre än 3,5 procent på fem och tio års sikt. Aktieavkastningen simuleras sedan under antagandet att volatiliteten i aktieavkastningen är 20 procent, men med olika antaganden om riskpremiens storlek. I det första fallet antas riskpremiem uppgå till fem procent. Sannolikheten att aktier ska ge en högre real avkastning än 3,5 procent på 10 års sikt är då omkring 80 procent, vilket är ganska nära den historiska sannolikheten. Sänker man riskpremiem till tre procent sjunker sannolikheten till cirka 70 procent, och sänker man den ytterligare till 1,5 procent är sannolikheten för att aktier ska ge en högre avkastning än realobligationer bara 60 procent.

**Tabell 3. Aktier kontra reall räntesparande – riskpremiens betydelse för resultatet**

<b>Riskpremie</b>	<b>5 år</b>	<b>10 år</b>
1,5 %	57 %	59 %
3,0 %	63 %	68 %
5,0 %	71 %	79 %

Källa: RGK.

Exemplet visar på betydelsen av att man som analytiker redogör för de antaganden som ligger till grund för ens analys. Det är också viktigt att man följer upp analysen med känslighetsanalyser och diskussioner om de underliggande antagandena. Man måste helt enkelt pröva analysen i ljuset av vad man tror om den framtida utvecklingen och inte bara förlita sig på historiska data. Man bör då också vara medveten om att dynamiken i marknaden kan göra att anpassningen till olika riskpremier kan bli mer dramatisk än vad kalkyler av det slag som jag nyss redogjort för visar. Överdrivna rörelser – bubbelfenomen – har vi ju sett en del av de senaste åren. Till dem som varnar för att i alltför stor utsträckning förlita sig på historiska data och som menar att dagens förväntningar om aktieavkastning är orealistiska hör den framgångsrike amerikanske aktieplaceringen Warren Buffet. Av samma mening är Jamil Baz på Deutsche Bank som hävdar att det är större sannolikhet att obligationer kommer att ge en högre avkastning än aktier än tvärtom under den kommande tjugoårsperioden. Nu vet vi naturligtvis inte hur framtiden kommer att gestalta sig, men poängen är att man som analytiker i alla fall måste vara beredd att diskutera de antaganden som man bygger sin analys på. Det är viktigt att man för en levande diskussion om såväl de underliggande antaganden som allokeringsbesluten som sådana.

## **Sammanfattning**

Sammanfattningsvis finns det tre saker i dagens diskussion som jag vill understryka. För det första: I takt med att inflationsförväntningarna i ekonomin har stigit och aktiemarknaden fortsatt ned har intresset för realobligationer ökat. Detta märks inte bara i Sverige utan även internationellt. Riksgäldskontoret ser i dagsläget ljust på



realobligationsmarknaden och kommer i enlighet med regeringens riktlinjer att fortsätta satsningen på upplåning i realobligationer.

För det andra: Att det är svårt att göra bra prognoser på den framtida inflationsutvecklingen är vi nog alla vara överens om. Realobligationer erbjuder i det avseendet en möjlighet att inflationssäkra investeringarna och utgör därmed ett komplement till andra investeringar.

För det tredje: Aktier är inte alltid bättre än säkra obligationer, även om man tittar på så pass långa tidsperioder som 10-15 år. Detta är dock ingenting man hör särskilt ofta i den allmänna debatten och det verkar som om riskerna i aktiesparandet generellt sett underskattas. Tyvärr finns det enligt min mening en risk att det långsiktiga sparande som idag byggs upp i pensionssystem och i normalt privatsparande i alltför stor utsträckning placeras på grundval av en för optimistisk syn på avkastningen på aktiesparande. Detta kan leda till ett bakslag som medför att människor blir rädda för aktiesparande, vilket skulle minska utbudet av riskkapital och skada den ekonomiska tillväxten. För den långsiktiga tilltron till marknaden är det därför väsentligt att aktörerna på de finansiella marknaderna tar allvarligt på uppgiften att ge balanserad information om risker och möjligheter i olika sparformer. En långsiktig hållning i dessa frågor, där styrelser och verkställande direktörer måste ta sitt ansvar, skulle ta bort en del av den guldgrävarmentalitet som präglade aktiemarknaden under de senaste årtiondena.

Det finns dessutom styrningsproblem hos de institutionella förvaltarna. Det kan vara så att allokeringsbesluten i större utsträckning måste separeras från förvaltningen och de beslut som berör denna. De som sitter i marknaden är utsatta för kortsiktig granskning och utvärdering, vilket ibland kan påverka valet av benchmarks. Man jobbar med avvikelser från benchmark och flyr därmed sitt ansvar för den totala avkastningen. Det kan dessutom vara svårt att avvika från vad andra gör, vilket leder till ett slags Följa John-beteende. Det är därför viktigt att de långsiktiga strategiska allokeringsbesluten inte blandas ihop med de mer kortsiktiga förvaltningsbesluten. Det är styrelsernas ansvar att ta helhetsgrepp om förvaltningen och fatta de viktiga strategiska besluten.

Avslutningsvis vill jag säga att de gamla slutsatserna för kapitalförvaltning fortfarande gäller. Framtiden är okänd och man gör bäst i att sprida riskerna. Smarta långsiktiga placeringar innefattar därför både räntor och aktier. Realobligationer erbjuder en möjlighet att säkra köpkraften i en investering och utgör således ett komplement till andra investeringar.