

Tio år med realobligationer - en ny tillgångsklass är etablerad

Erik Thedéen
Biträdande riksgäldsdirektör

Underlag för ett anförande på ett seminarium
arrangerat av FIM Kapitalförvaltning
12 maj, 2004
Helsingfors, Finland

Inledning

Sverige började emittera realobligationer 1994 och blev därmed ett av de första OECD-länderna att utveckla en realobligationsmarknad. Av de större länderna var det bara England som hade en väl utvecklad realobligationsmarknad.

Nu - ganska precis tio år efter vi gav ut den första reala statsobligationen – kan det finnas anledning att se hur marknadens utvecklats och vad vi kan säga om framtiden. Vad jag redan nu kan säga är att vi nu etablerat en ny tillgångsklass, men att det inte var självklart att vi skulle lyckas.

Realobligationsmarknaden växer i Sverige och internationellt

Stocken realobligationer bland OECD-länder har ökat påtagligt under de senaste 10 åren (**bild: utestående stock realobligationer i Sverige, UK, USA, Frankrike och Italien sedan 1994 fram till nu**). Den ledande marknaden sedan början på 1980-talet var den engelska. Dessutom fanns instrumentet i Kanada och Australien.

Ett viktigt steg för utvecklingen av en internationell realobligationsmarknad var USA:s beslut att ge ut realobligationer 1997. Därmed skapades förutsättningarna för en global realobligationsmarknad. Frankrikes följde efter 1998 och det medförde att realobligationer även fanns i euro-blocket. Inledningsvis valde Frankrike att länka sina obligationer till den nationella inflationen, men de har numera även realobligationer som är kopplade till euro-blockets inflationstakt. Den senare har fått en stor internationell spridning. Förra året följde Europas största emittent - Italien - efter och gav ut en italiensk real statsobligation, även den kopplad till euro-blockets inflationstakt. Japan har gett ut sin första realobligation och rykten om fler länder florerar ständigt. Av störst intresse är kanske att marknadsbedömare tror att Tyskland ska börja emittera realobligationer.

På 10 år har marknaden – i Sverige och internationellt – gått från en nischmarknad för ett fåtal entusiaster till ett etablerat nytt tillgångsslag. Om man för fem år sen diskuterade utbudsöverskottet på realobligationer så förs i dag diskussioner om bristen på utbud och hur en strukturell efterfrågan driver ner realräntorna. Förändringen är inget annat än dramatiskt, och Sverige räknas i de här sammanhangen som ett föregångsland.

Vår erfarenhet är att emittentens långsiktighet och ”commitment” till realobligationer är avgörande. Det går inte att pröva under en kort tid eller att tveka under resans gång. Strategin måste vara väl genomtänkt och långsiktig. Riksgäldskontoret har emitterat under alla år sedan 1994, även om det under vissa år har varit trögt. Då har vi minskat volymerna. Men genom att ändå fortsätta emittera har vi tydligt visat att vi tror på marknads utveckling.

I USA fanns under en tid en oro att Bush-administrationen skulle ompröva beslutet att ge ut realobligationer. Många avvaktade då med investeringar i realobligationer. Marknadens framtid ifrågasattes, bland annat av obligationshandlare. Men när regeringen beslöt att gå vidare med full kraft var det en viktig signal till alla marknadsaktörer att realobligationer var här

för att stanna.

En annan iakttagelse är att de mellanhänder som lyckas med realobligationer är de som inser instrumentets särart. De satsar på specialister och lägger stora resurser på analys. Det duger inte att inkludera realobligationer som en underavdelning till den övriga räntehandeln. Den internationella marknaden dominerades under flera år av det här skälet av en bank som satsat på spetskompetens på området. Nu har de andra bankerna insett marknadens potential och konkurrensen har stärkts.

Varför emittera realobligationer?

De vanligaste motiven för stater att emittera reala statspapper är följande:

Stärka trovärdigheten för låginflationspolitik. Eftersom en real skuld inte går att inflatera bort minskar frestelsen för politiker att generera inflation i syfte att reducera skuldbördan.

Diversifiering av statsskulden. En viss andel realobligationer som komplement till nominella obligationer gör att kostnaderna för statsskulden, dvs. statsskuldräntorna, varierar mindre än om skulden bara består av ett skudslag.

Lägre kostnader. Det blir något billigare att emittera realobligationer än nominella obligationer eftersom placerare kan antas vilja betala för att slippa inflationsrisken; den s.k. inflationsriskpremien som utgivaren av realobligationer erhåller, reducerar räntekostnaderna något.

Utveckling av de finansiella marknaderna. Genom att introducera ett nytt skudslag bidrar staten till utvecklingen av finansiella marknader.

Generellt kan sägas att trovärdighetsargumentet har tappat i betydelse i takt med att centralbankernas ställning stärkts. Varken Sverige, USA, England, Frankrike eller USA behöver realobligationer för att bibehålla trovärdighet för den ekonomiska politiken. Men realobligationer är å andra sidan ingen nackdel för trovärdigheten. Med realobligationer i statsskulden visar finanspolitiken, som statsskulds hanteringen är en delmängd av, att den också strävar mot låg inflation i linje med penningpolitiken.

Det viktigaste argumentet i Sverige och andra länder är diversifiering. En skuld som består av flera skudslag med olika egenskaper bidrar till mindre svängningar i statsskuldräntorna. Bland oss som sysslar med statsskulds politik går det här under begreppet tax-smoothing, dvs. skuldens profil bidrar till stabilare statsskuldräntor och därmed minskar risken att

kortsiktigt behöva förändra skatter och bidrag för att kompensera för stigande statsskuldräntor.

Under 1970-talets stagflation hade realobligationer ökat kostnaderna; då var det bra med nominella obligationer. Men under slutet på 1990-talet då inflationen var låg och de nominella räntorna var höga så bidrog realobligationsupplåning till att sänka statens räntekostnader. **(Bild: nominella och reala räntor 1970-2003)**. Den utvecklingen är den främsta förklaringen till att Sverige redovisar besparingar på omkring 9 miljarder kronor sedan starten 1994. **(Bild: ackumulerad vinst plus verklig inflation och breakeveninflation)**. Marknadens förväntningar om hög inflation kom på skam och utbetalning av inflationskompensation blev lägre än förväntat. Liknande erfarenhet har England som gav ut realobligationer när inflationsförväntningarna var höga i slutet av 1980-talet. Även de kom att notera stora besparingar.

Om man på förhand inte har en säker uppfattning om vilken makroekonomisk miljö vi kommer att få är det klokt att ha olika skuldslag i portföljen. Ibland blir nominella obligationer billigare ibland de reala. Skulle ekonomin utvecklas i linje med vad som i dag prissätts av de finansiella marknaderna, dvs. vi slipper större makroekonomiska obalanser, blir kostnaden för real och nominell upplåning ungefär densamma.

På samma sätt som statens nominella obligationer utgör bas för prissättning av många finansiella instrument på den finansiella marknaden så bidrar de reala statsobligationerna till att utveckla nya marknader. Ett fastighetsbolag vars intäkter är kopplade till prisutvecklingen skulle ha mycket att tjäna på att ha sin skuldsida kopplat till prisutvecklingen. Då matchas in- och utflöde. Utan en etablerad realobligationsmarknad kanske fastighetsbolaget inte vill riskera att vara den enda som ger ut en realobligation. Men med en etablerad marknad så kommer fastighetsbolag och andra låntagare att se nya möjligheter. På motsvarande sätt ger statens realobligationer möjlighet för långsiktiga investerare att placera i ett instrument som säkrar den framtida köpkraften. En positiv *bieffekt* med en realobligationsmarknad är således att det ger möjlighet för andra aktörer i ekonomin att effektivisera sin finansiella hantering. I den meningen har etablerandet av en realobligationsmarknad inslag av vad ekonomer kallar "public good".

Det finns således många goda skäl för stater att emittera realobligationer. En invändning som vi ibland möter är att det i så fall inte kan vara bra för placerare att köpa realobligationer. Den stora vinsten med realobligationer är dock att de bidrar till att diversifiera finansiella portföljer. Och gäller både för skuld- och tillgångsportföljer.

Det är i grunden ingen skillnad mot att det både kan vara bra för ett företag att emittera aktier och för en placerare att köpa samma aktier.

Vilken andel realobligationer ska Sverige sikta på?

Det är relativt enkelt att komma fram till att realobligationer bidrar till att diversifiera statsskuldportföljen. Men att sedan fastställa hur stor andel realobligationer som är lämpligt är svårare. Flera faktorer har betydelse.

Om man som Sverige har en valutaskuld så minskar behovet av realskuld. Om inflationen i Sverige blir lägre än i omvärlden så tenderar kronan att förstärkas och skulden i utländsk valuta blir då billigare. Om å andra sidan inflationen stiger mer än i omvärlden så tenderar kronan att försvagas och valutaskulden blir dyrare. Inflationens inverkan på skuldkostnaderna är således liknande för valutaskuld som för realskuld även om kopplingen mellan inflation och växelkurs under långa tider kan avvika från vad vi lärt oss i läroböckerna. Och det är också därför som Riksgäldskontoret förordat en mindre valutaskuld och en större realskuld. Den senare har bättre diversifieringsegenskaper.

Likviditeten i den nominella respektive reala obligationerna har också betydelse för vilken andel vi strävar mot. Väljer vi en hög andel realobligationer så måste den nominella stocken minskas och det kan få negativa effekter på likviditeten, något som driver upp räntekostnaderna. Men å andra sidan måste också realobligationsmarknaden vara tillräckligt stor för att likviditeten ska bli acceptabel. Det handlar om att balansera kostnaden för likviditetspremier i de olika marknaderna.

När andelen realskuld ska anges är det också rimligt att fundera över vilken makroekonomisk störning som är mest trolig. Med Sveriges olyckliga inflationshistoria är det väl fortfarande så att risken för hög inflation bedöms vara större än risken för deflation. Även om de senaste årens utveckling gör den slutsatsen långtifrån självklar.

I det riktlinjeförslag om statsskuldförvaltning som skickas till regeringen i höst kommer vi att analysera såväl realskuldens som valutaskuldens andel. Vår ambition är att formulera ett mål för realskulden som är mer precist än dagens inriktning som bara innebär att vi ska sträva mot en ökad andel. Nu när vi nått nästan 15 procent är det rimligt att uttala vart vi siktar under de närmaste åren. **(Bild. Andel valutaskuld och realskuld 1994-2003)**

Tre faser i den svenska marknadens utveckling

Om vi studerar utvecklingen av reala och nominella räntor i Sverige sedan introduktionen av realobligationer framgår att skillnaden mellan nominella och reala räntor, den s.k. breakeven-inflationen, varierat kraftigt. **(Bild: realräntor, nom. Räntor, KPI och breakeven)**. Realräntorna var som högst 5 procent och ligger i dag på drygt 2 procent, nära de lägsta nivåerna hittills. Även de nominella räntorna har fallit under de senaste 10 åren, och faktiskt i än större omfattning. Skillnaden dem emellan har minskat, dvs. breakeven-inflationen har – sett över 10 år - fallit från som högst 8 procent till som lägst drygt 0,5 procent. Nu ligger breakeven-inflationen på dryga 2 procent.

Den senaste 10 års perioden kan att delas in i tre faser. Under introduktionsfasen, säg 1994-96, var reala och nominella räntor relativt höga. Det fanns alltjämt en stor osäkerhet om Sverige skulle lyckas med låginflationspolitiken, trots att den faktiska inflationen var låg. De stora statliga budgetunderskotten bidrog till trovärdighetsproblemen; under 1994 och 1995 hade staten underskott på 11 respektive 8 procent av BNP. Emissionerna av realobligationer var begränsade, men tog fart i slutet av 1996 då auktioner övergavs till förmån för on-tap försäljning. **(bild: årliga emissionsvolymerna sedan 1994, staplar och realränta och breakeven)**. Stor osäkerhet rådde om marknadens utveckling. Investerarnas var avvaktande och marknaden dominerades av ett fåtal aktörer vilket hämmade likviditet och pristranparens.

Den andra fasen, säg mellan 1997-2001, präglas av stark uppgång på börsen, starka statsfinanser och minskad oro för inflation. Den faktiska inflationen låg under fler månader under noll och Riksgäldskontoret införde en s.k. deflationsgaranti efter att både USA och Frankrike valt den konstruktionen. Breakeven-inflationen låg under Riksbankens inflationsmål på 2 procent och stundtals t.o.m. lägre än 1 procent. Intresset för realobligationer var svagt. Emissionsvolymerna var små eftersom RGK bedömde att det var dyrt att emittera på så låga breakeven-nivåer.

I efterhand går att konstatera att den här perioden var den då investerare borde ha visat störst intresse. Istället gällde det omvända. Aktieyrat bidrog till detta, men det förvånar ändå att inte fler inom ledningar och styrelser hos pensionsförvaltare och stiftelser såg vilket tillfälle detta var. Även om man inte ville avyttra aktier, där alla mer eller mindre ryktes med i yran, så förvånar det att placerare inte bytte sina nominella obligationer mot reala. Med realränta på 3,5-4 procent och en nominell ränta som stundtals bara

var 0,5-1,0 procent högre, var det ett gyllne tillfälle. Dels skulle realobligationer bidra till att diversifiera deras portföljer, dels hade de möjlighet att göra detta när den implicita inflationen prissattes långt under Riksbankens mål. Ett vanligt motargument då var att likviditeten inte var tillräckligt bra. Men det är svårt att tro att likviditeten skulle ha så stor betydelse för stora och långsiktiga portföljer. Visst har det betydelse för den enskilde förvaltaren som ska hantera portföljen mot ett index, men hade man i större utsträckning sett till det övergripande målet att ge en god avkastning så tror jag man bedömt det annorlunda. Många förvaltningsorganisationer lät sig styras av sina förvaltare som föredrar lätthandlade likvida värdepapper. Det har vi förstätt genom enkäter och intervjuer som vi låtit genomföra. Men gradvis förändras detta. Portföljanalytiker och investeringskonsulter får allt större makt över investeringsbesluten och det gynnar realobligationer. Utvecklingen på realobligationsmarknaden är ytterligare ett exempel på att det lönar sig att våga tänka självständigt och ibland gå mot flocken.

Den tredje fasen, säg mellan 2001-2004, kan beskrivas som mognadsfasen. I spåren av den spruckna aktiebubblan började många förvaltare i Sverige och internationellt se över sina allokeringsstrategier. Aktier gick inte längre att presentera som det självklara valet för en långsiktig placerare. Det finns risker som inte fångas i de gängse modellerna. Vidare ser placerare i allt större utsträckning på sitt uppdrag i termer av ALM, dvs. de försöker matcha sina tillgångar med skulderna. Det gynnar realobligationer eftersom de flesta placerare har som yttersta mål att säkra sina intressenters köpkraft. Alla dessa faktorer leder till en strukturell efterfrågan på realobligationer; realräntorna faller mer än de nominella och breakeven-inflationen stiger. Även utbudet ökar, i Sverige och internationellt.

Långa realräntor ligger i dag på drygt 2,5 procent. Jag tror att det fortfarande är attraktiva nivåer för investerare. Sveriges tillväxttakt under de senaste 20 åren har legat kring 2 procent. Man brukar säga den långa realräntan i ekonomin på lång sikt bör ligga i linje med ekonomins reala tillväxttakt. Det skulle tyda på att realräntan åtminstone inte skulle stiga. Och dessutom ska man beakta att realräntan på statsobligationer har nollrisk, vilket borde ge en något lägre realränta än den realränta som gäller den hela ekonomins produktion. Vidare ligger Sveriges realränta relativt högt jämfört med exempelvis realräntorna i Frankrike och USA.

Breakeven-inflation och riskpremier

Låt mig avsluta den här delen med att diskutera relationen mellan breakeven-inflationen och inflationsförväntningar såsom de uttrycks i enkäter. **(Bild: breakeven inflation, inflationsförväntningar och**

uppmätt inflation från 1994-2004). Som framgår av bilden är de uppmätta förväntningarna mer stabila kring 2 procent än breakeven-inflationen. Förklaringen ligger i breakeven-inflation inte enbart är ett mått på inflationsförväntningar utan även innehåller riskpremier.

Inflationsriskpremien, som inte låter sig mätas exakt och som ska adderas till de underliggande inflationsförväntningarna, kan antas ha varit stor i mitten av 1990-talet när Sveriges inflationshistoria var i färskt minne. Premien minskade sen kraftigt och blev kanske till och med negativ, dvs. placerare var mer oroliga för deflation än inflation, i slutet av 1990-talet då den faktiska inflationen var under noll. Under det senaste året är det rimligt att tro att premien har normaliserats; det faktum att breakeven-inflationen är något högre än uppmätta inflationsförväntningar tyder på detta.

En annan riskpremie, som inte heller låter sig mätas exakt, som påverkat breakeven-inflationens utveckling är likviditetspremien. Den höjer avkastningskravet på realobligationer. Likviditetspremien kan antas ha varit stor under marknadens uppbyggnadsfas då placerare krävde kompensation för den begränsade likviditeten. Under senare år har den reducerats och är i dag begränsad.

Breakeven-inflation är således missvisande som mått på inflationsförväntningar; det finns flera faktorer som påverkar dess utveckling, även om inflationsförväntningar torde vara den viktigaste. Likviditetspremien kommer sannolikt att vara låg även framöver; marknaden är nu etablerad och det går att omsätta stora belopp till en acceptabel kostnad. Men inflationsriskpremien kommer nog att variera även framöver i takt med att inflationsosäkerheten varierar över tiden. Och det gäller även när osäkerheten om inflationen varierar i begränsad omfattning, säg mellan 1-3 procent.

Slutsatser efter 10 år med realobligationer

Det är nu ganska precis 10 år sedan som Riksgäldskontoret introducerade realobligationer. Nu utgörs nästan 15 procent av statsskulden av realobligationer, vilket motsvarar ca 200 miljarder kronor. Som andel av statsskulden är den svenska realobligationsmarknaden en av de största i världen och vi var bland de första att introducera realobligationer.

Under de senaste fem åren har också en snabb utveckling skett internationellt. Av G7-länderna är det nu bara Tyskland som inte introducerat realobligationer. I euro-området har Frankrike och Italien utvecklat en realobligationsmarknad baserad på den gemensamma inflationstakten. Den utestående stocken realobligationer på de utvecklade

länderna har sedan 1994 ökat från ca 500 miljarder kronor för tio år sedan till 3 100 miljarder, och tillväxten kommer att fortsätta.

Emittenter, exempelvis Riksgäldskontoret, och tillgångsförvaltare har en gemensam orsak varför de vill sälja respektive köpa realobligationer: instrumentet bidrar till att diversifiera deras portföljer. Ingen annan tillgångsklass kan så direkt säkra spararnas framtida köpkraft. För Riksgäldskontoret del har realobligationer dessutom inneburit ca 9 miljarder kronor i lägre räntekostnader under de senaste tio åren eftersom marknaden prissatte en hög inflationstakt under mitten av 1990-talet, något som inte realiserades.

Riksgäldskontoret kommer i årets riktlinjeförslag för statsskuldsförvaltningen att föreslå hur stor andel realobligationer av statsskulden som vi bör sikta på. Regeringens beslut så här långt anger bara att andelen ska öka.

Sverige betraktas internationellt som ett föregångsland när det gäller realobligationer. Vi var tidiga att ge ut realobligationer och vi har alltid varit övertygande om att realobligationer har en naturlig plats i vår och andras portföljer. Så här tio år efter starten kan vi konstatera att såväl den svenska som den internationella realobligationsmarknaden är etablerad.