

Arne Jon Isachsen

MÅNEDSBREVET

Februar 2011

SLUTT PÅ BILLIG KAPITAL?

Realrentene har falt kraftig de siste tre tiår. Dersom det går som McKinsey Global Institute tror, vil realrentene snart ta til å stige. Det har sammenheng med en kraftig oppgang realinvesteringene i de fremvoksende økonomiene.

Kjøpekraften pengene har frem i tid, er det som teller. Om du har 100 kroner i dag og får tre prosent rente, har du 103 kroner ett år frem i tid. Men om prisstigningen i løpet av de neste 12 månedene overstiger tre prosent, har kjøpekraften på pengene sunket. Inflasjonen har lurt deg. Realavkastningen har vært negativ.

I løpet av de siste tre tiårene har både nominelle renter og inflasjon falt kraftig i de fleste land. Ikke jevnt og trutt. Men trenden nedover er ikke til å ta feil av. Ettersom renten har falt mer enn prisstigningstakten, har realrentene også gått ned.

Realrenteobligasjoner sikrer mot inflasjon

I noen land, bl.a. USA og UK, finnes det relativt store og rimelig likvide markeder for statlige realrenteobligasjoner. Den nominelle avkastningen på slike obligasjoner blir justert i takt med prisstigningen. Kjøper du en realrenteobligasjon som er priset til to prosent realrente, vet du hvilken kjøpekraft papiret gir (om du sitter med det til forfall). Inflasjonsrisikoen er tatt bort. Men du kjenner ikke kontantstrømmen, dvs. den løpende utbetalingen.

I 1981 startet de britiske myndighetene å utstede realrenteobligasjoner, såkalte "indexed linked gilts". Amerikanerne fulgte etter i 1997. Når slike realrentepapirer utstedes parallelt med vanlige obligasjoner med samme løpetid, vil forskjellen i avkastningen mellom dem i annenhåndsmarkedet gi et mål på markedets inflasjonsforventninger. For sentralbanker som har som mål lav og stabil inflasjon, er dette er interessant og nyttig informasjon.

Realrenter i historisk perspektiv

I et historisk perspektiv, og da snakker vi om hundre år og mer, har den årlige realavkastningen på sikre statspapirer ligget mellom 3,0 og 3,5 prosent i USA. Realrentepapirer som myndighetene i Amerika tok til å utstede på slutten av 1990-tallet, lå på dette nivået i de første årene. Ettersom økonomisk teori tilsier at realrenten i et land gjerne er på linje med den realøkonomiske veksten, gav inflasjonsjusterte obligasjoner i USA en hyggelig avkastning på denne tiden – hyggelig for eierne av dem.

Men så snudde bildet. I oktober i fjor var realavkastningen på en amerikansk realrenteobligasjon med ti år til forfall under en 0,5 prosent. Tilsvarende papir i Storbritannia ble priset til under 1,0 prosent.

Lavere økonomisk vekst de senere årene tilsier en nedgang i realrentene. Men at slike renter faller til under én prosent på papirer med ti års løpetid, er spesielt. Finanskrisen og myndighetenes håndtering av den lå bak denne utviklingen. Med korte nominelle renter nær null og fravær av deflasjon, blir det ikke rare realrentene.

Sparing i realrenteobligasjoner kan det ha noe for seg?

Hva vil skje med realrenten i årene fremover? Den skal opp, tror professor Jeremy Siegel ved Wharton School i Pennsylvania.¹ De lave nivåene som vi har sett i den senere tid, skyldes en stor grad av pessimisme og overdreven risikoaversjon, mener han. Når den økonomiske veksten tar seg opp, vil også realrenten stige.

På bakgrunn av denne analysen advarer professoren mot å legge for mye av sine sparte midler i realrenteobligasjoner. Han minner om at dersom du kjøper en lang realrenteobligasjon – i Storbritannia finnes "indexed linked gilts" som ikke forfaller før i 2055 – har du en stor renterisiko. Om realrentene stiger og du vil selge en slik obligasjon, blir prisen lavere enn hva du kjøpte den for. Selv om realrenteobligasjoner er ment å sikre mot inflasjon, sikrer de ikke mot renterisiko med mindre du holder obligasjonene frem til forfall.

Om du derimot handler realrenteobligasjoner med korte løpetider, som gjenspeiler tiden frem til du har tenkt å bruke pengene, stiller saken seg annerledes. Du er sikret en realavkastning, kanskje ikke så stor, men i hvert fall positiv. Og renterisikoen er liten om løpetiden matcher planlagt bruk. Ideelt, med andre ord, for pensjonister.

I Norge finnes det ikke rare markedet for realrenteobligasjoner. Men i Spania og Frankrike finnes slike papirer. For norske pensjonister ved Middelhavet har jeg alltid ment at en liten slump midler plassert i statlige realrentepapirer må være tingen. I disse dager, hvor staten ikke lenger er en sikker betaler, er jeg ikke lenger så sikker.

¹ Se hans artikkel i Wall Street Journal den 3. februar 2011, "Inflation-linked bonds face a headwind of many risks."

McKinsey-rapport: Farvel til billig kapital

Rapporten "Farewell to cheap capital? The implications of long-term shifts in global investment and saving", som McKinsey Global Institute gav ut i desember i fjor, er interessant lesning.² Tidligere la man vekt på at lave renter skyldtes høy sparing i land i Asia og Latin-Amerika. For verden sett under ett sank imidlertid spareraten i perioden 1970-2002. Men ettersom realinvesteringer sank enda mer, fremstod et globalt spareoverskudd. Resultatet var stadig fallende realrenter.

De fremvoksende økonomiene fører an i den oppgangen som vil komme. I rapporten sammenlignes utviklingen disse økonomiene står foran med situasjonen i Europa etter Den andre verdenskrigen. Oppbyggingen av infrastruktur, ny produksjonskapital og nye boliger, krevde enorme løft, etter fem års ødeleggelser. Noe tilsvarende står mange land i Asia, Latin-Amerika og Afrika nå overfor. Tenk bare på alle skyskraperne som skal reises. Alle kloakk- og vannrørene som skal graves ned. Alle veiene og jernbanesporene som skal legges. Alle flyplassene som skal bygges. Og alle havnene som skal utbedres og utvides. Analysene som McKinsey legger frem, tyder på at denne høye investeringsaktiviteten vil holde seg i flere tiår fremover.

Hva med sparingen? I vår del av verden vil husholdningene i noen land, som USA og Storbritannia, øke sin sparing. Men samtidig blir det stadig flere eldre. Det krever økt innsats fra det offentlige. Den samlede sparingen i de rike landene kan ikke dekke opp for de økte realinvesteringer i de fremvoksende økonomiene. Kapital blir en stadig knappere faktor. Og realrenten går opp.

Global rebalansering

En global rebalansering er på gang. Mens de fremvoksende økonomiene stod for 14 prosent av verdens industriproduksjon i 1990, hadde denne andelen steget til 34 prosent i fjor. Det oppsvinget vi står foran globalt vil driver realrentene opp. Om realrenten vender tilbake til gjennomsnittsnivået for de siste 40 årene, er det snakk om en økning på halvannet prosentpoeng fra nivået høsten 2010.

Gode tider for finansnæringen?

Med økt knapphet på kapital og høyere realrente blir det hyggeligere å være formuende. Nettopp hva Norge ved Statens Pensjonsfond – Utland er. Forutsetningen om en realavkastning på fire prosent som ligger til grunn for handlingsregelen, vil lettere la seg innfri.

For banker og andre finansinstitusjoner kan høyere renter føre til bedre marginer. Tradisjonelt er det nemlig slik at innskuddsrenter stiger saktere enn utlånsrenter. Det er også slik at med en

2

http://www.mckinsey.com/mgi/publications/farewell_cheap_capital/pdfs/MGI_Farewell_to_cheap_capital_full_report.pdf

brattere avkastningskurve vil institusjoner som funder seg kort og låner ut langt, få glede av større marginer.

En stadig økende andel av den globale økonomiske aktiviteten trolig vil foregå i Asia, Latin-Amerika og Afrika. Da blir det viktig for norske finansinstitusjoner å følge med og etter hvert også være til stede i land og områder som de til nå ikke har sett behov for å kunne så mye om.

14. februar 2011

Tidligere Månedsbrev finnes på min hjemmeside

<http://home.bi.no/fag87025/>