

LANGVARIG STAGNASJON OG LAVE RENTER LENGE?

KONSEKVENSER FOR PENGEPOLITIKK OG KAPITALFORVALTNING

Arne Jon Isachsen
Handelshøyskolen BI
28. august 2015

Del I: Langvarig stagnasjon og lave renter lenge

Økonomisk stagnasjon lenge – startet med konkursen til Lehman Brothers 16. september 2008.

Oktober 2008, IBM legger ut obligasjonslån på 4 milliarder dollar

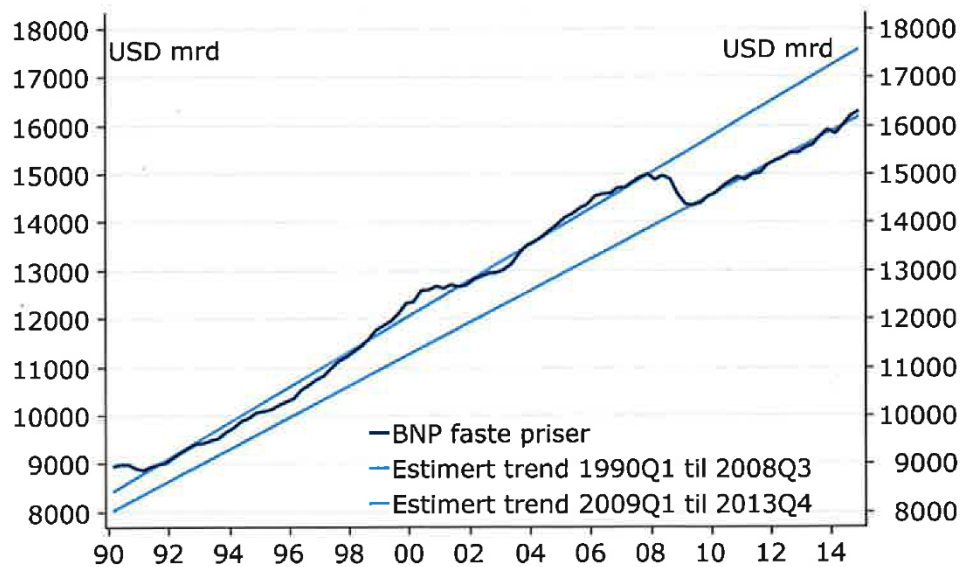
Mer enn 7 prosent rente på 10 år

Mer enn 8 prosent rente på 30 år

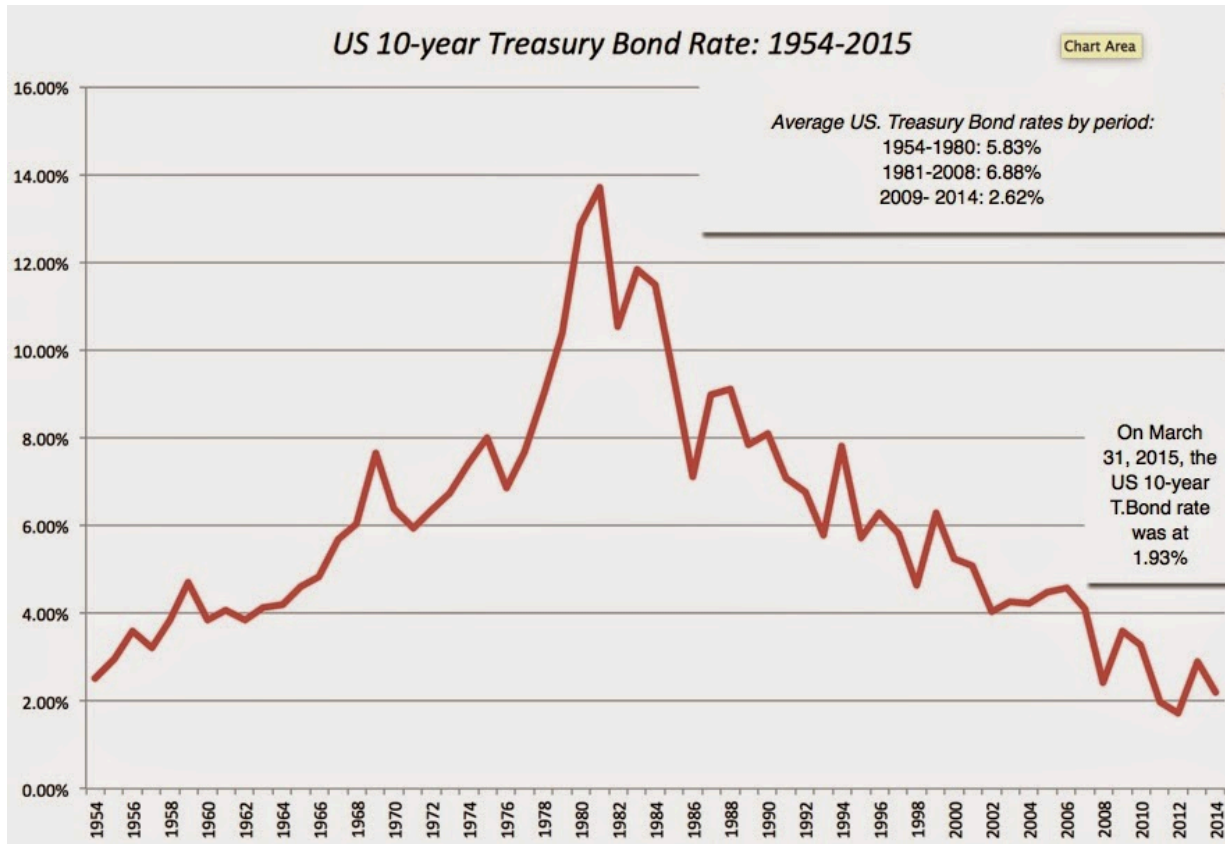
Nå handles 10-åringen til rundt 2 prosent. Dyr fornøyelse for IBM.

Secular stagnation – Varig tap i BNP i USA.

And even more so in other countries

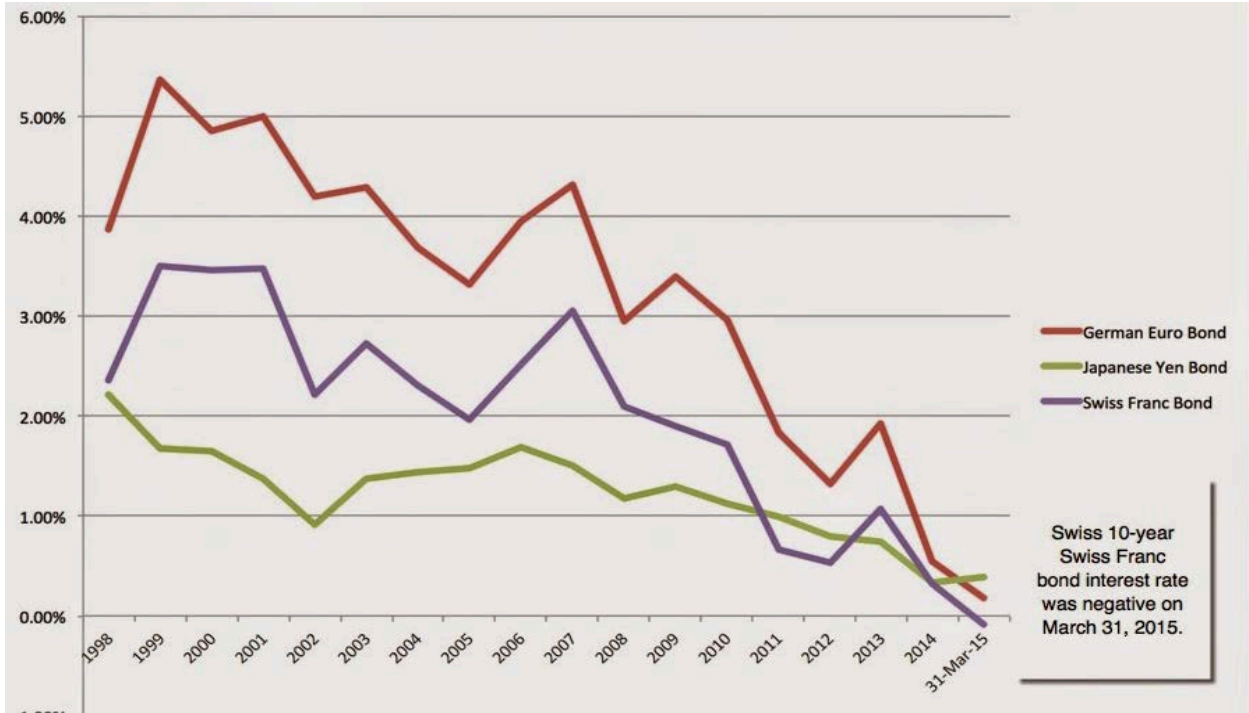


Kilde: Nordea Markets and Macrobond



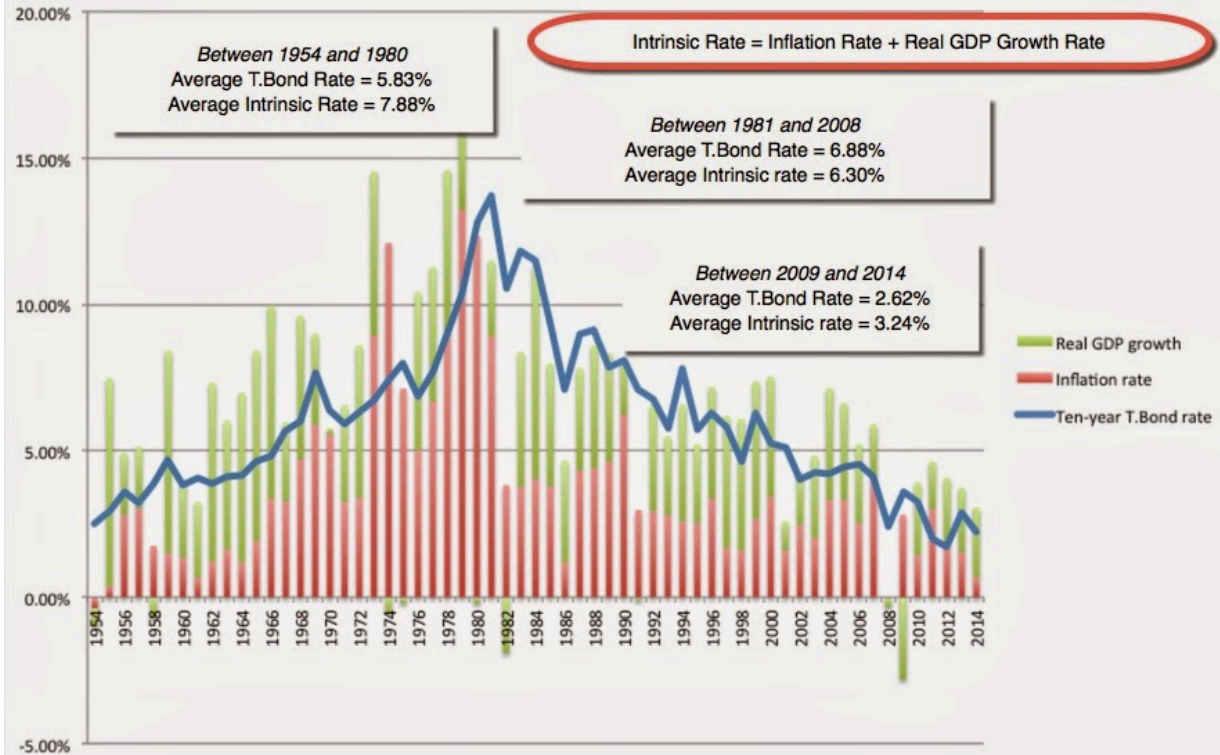
Source: <http://www.damodaran.com>

Euro, Yen and Franc Government Bond Rates (10-year):1998 to 2014



Source: <http://www.damodaran.com>

Interest rate fundamentals: T. Bond rates, Real growth and inflation



Source: <http://www.damodaran.com>

Risikofri rente er 10 år stat.

MEN: I noen land er ikke statsgjeld uten risiko

Det vet vi mer om nå

BIS jobber med vekting av Sovereign Debt i bankenes balanse.

Tabell: Intrinsic rente og 10 år stat for noen land (15. august)

	Vekst	+	Inflasjon	=	Intrinsic rente	-	10 år stat	=	Diff.	Realrente
USA	2.4		0.4		2.8		2.1		0.7	1.7
Tyskland	1.7		0.5		2.2		0.6		1.6	0.1
Norge	0.7		1.6		2.3		1.5		0.8	- 0.1
Sverige	2.5		0.2		2.7		0.6		2.1	0.4
Sveits	0.7		- 1.0		- 0.3		- 0.2		- 0.1	0.8
UK	2.6		0.2		2.8		2.1		0.7	1.9
Russland	- 3.6		14.8		11.2		11.0		0.2	- 3.8
Japan	0.9		0.7		1.6		0.4		1.2	- 0.3
Kina	6.9		1.5		8.4		3.3		5.1	1.8

Rom for høyere rente i åtte av de ni landene (positiv differanse).
Realrenter rundt null i Tyskland, Norge, Sverige og Japan.
Dessuten, unormalt lave realrenter (mellom 2 og 4 prosent vanlig).

Kina har problem med feil allokering av kapitalen som hemmer veksten.
Henger sammen med statsbankenes dominerende rolle og skjev
fordeling av inntekt.

Aldri hatt negative styringsrenter før, kfr. Sveits, Danmark og Sverige.
Nære på i USA i 1932.

Overdreven tro på hva sentralbanker kan gjøre.
Paradoksalt nok gir det dem stor effekt – på kort sikt.
Men de kan ikke bestemme lange renter på lang sikt
Kan i noen grad påvirke dem, ved QE og ved "forward guidance".

Om lange renter tar til å stige nå – lite Fed kan gjøre.

Fint om langsiktige realrenter i USA på vei opp? Hva mener du?

Larry Summers i Financial Times 24. august.

Tabbe av Fed om man nå hever renten.

Why? Fordi "secular stagnation" fortsatt gjelder.

Det betyr at likevekts realrente, forenlig med full sysselsetting, er nær null.

Ikke riktig å heve renten – bare fordi den er så LAV, vil folk ha den opp.

Mandag 24. august falt forventet to-års inflasjon i USA til 0.41 %, fra mer enn én prosent seks uker tidligere, basert på index-linked bonds.

Fem-års forventet inflasjon ned til 1.23 %, ti år til 1.59 % og 30 år til 1.79 %.

$$(1) \quad r = i - \pi \quad \text{Fisher – ligningen}$$

$r = \text{realrente}$

$i = \text{nominell rente}$

$\pi = \text{inflasjon}$

Anta at den realøkonomiske veksten over tid er lik realrenten. I så fall er andelen av verdiskapningen som tilfaller kapitalen konstant.

$$(2) \quad g = r$$
$$g = \text{realøkonomisk vekst}$$

Vi har da

$$(3) \quad r = g = i - \pi$$

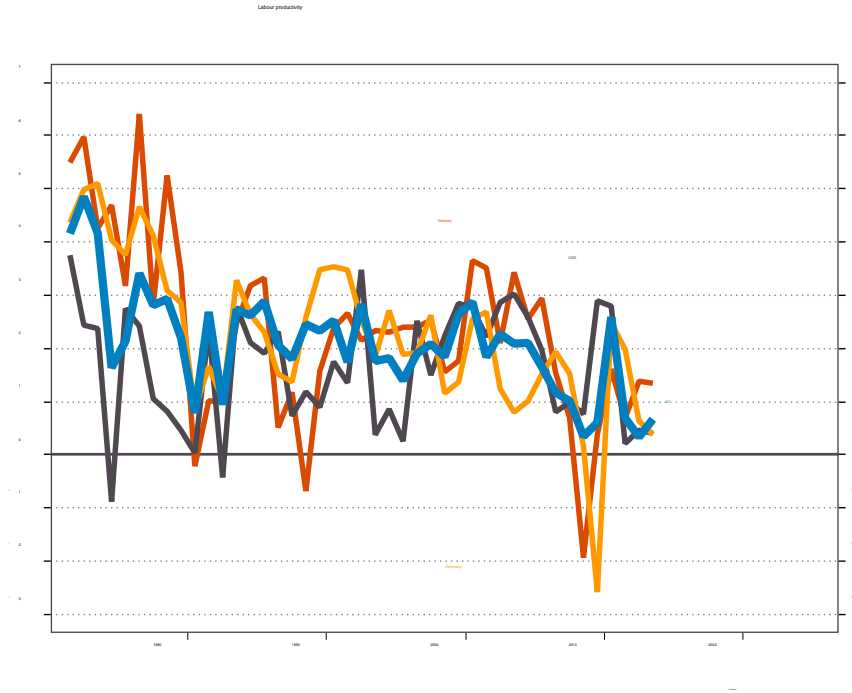
Bemerk at Thomas Piketty legger til grunn $r > g$.
Det fører til økende økonomiske ulikheter.

$$(4) \quad i = g + \pi \quad (\text{«Intrinsic rente» i tabell på side 7.})$$

Nominell rente = Nominell BNP-vekst

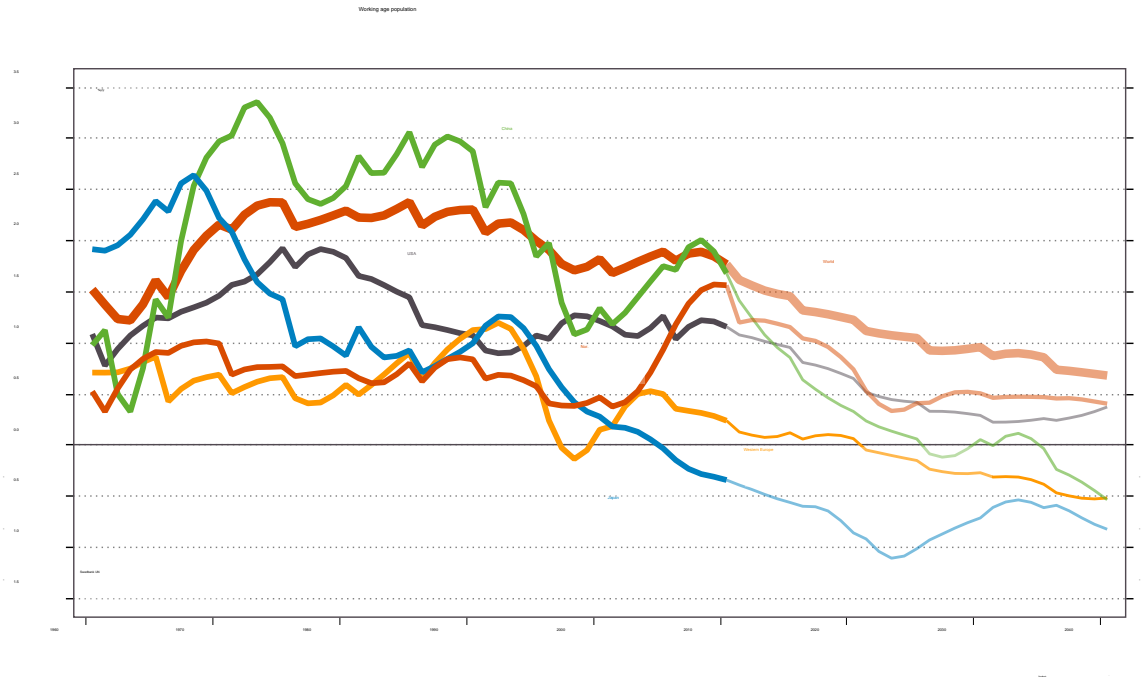
Synkende vekst i produktivitet

Alt annet like tar det den realøkonomiske veksten ned, og dermed også realrenten



Synkende vekst av folk i arbeidsfør alder

Alt annet like tar det den realøkonomiske veksten ned, og dermed også realrenten



Del II : Konsekvenser for pengepolitikk og kapitalforvaltning

Den 22. mai 2013 antyder Bernanke at Fed ville redusere kjøp av papirer i markedet.

Lange stat falt med 9,5 prosent. Her er mer. Basert på bond funds (Vanguard, Pimco, etc.)

	Durasjon	Endring i kurs	Korrelasjon med S & P 500 (2010-2012)
Junk bonds	4.3	- 5.2	0.71
Lange stat	15.3	- 9.5	- 0.72
Floating rate bonds	0.5	- 1.2	0.70
Inflation protected bonds	8.3	- 8.7	- 0.07
Total US bond market	5.3	- 3.9	- 0.35

Bernanke forutså neppe dette. Helt vilt, egentlig.
Gir inntrykk av at Fed kan bestemme rentene langt mer enn hva tilfellet er.

Bemerk, junk og floating ligner aksjer, se siste kolonne.
Lange stat god hedge mot aksjer.

Konsekvenser av "tapering speech", lange renter opp nesten 100 bp.

Pensjonsfond til de 1.500 største bedriftene i USA gikk fra 80 % "funded" til 93 %.

Why? "Discount rate" på fremtidige pensjonsutbetalinger justert opp.

Nå – primo august, tilbake til 83 %.

Realøkonomisk konsekvens: Lettere med M&A og tilhørende restrukturering i næringslivet når pensjonskassene ikke er noe problem, dvs. "fully funded".

Viktig i EU med renter opp, og M&A mer attraktivt og enklere. Italia, sterk økning i M&A i år.

Høyere renter – bra eller dårlig for aksjer?

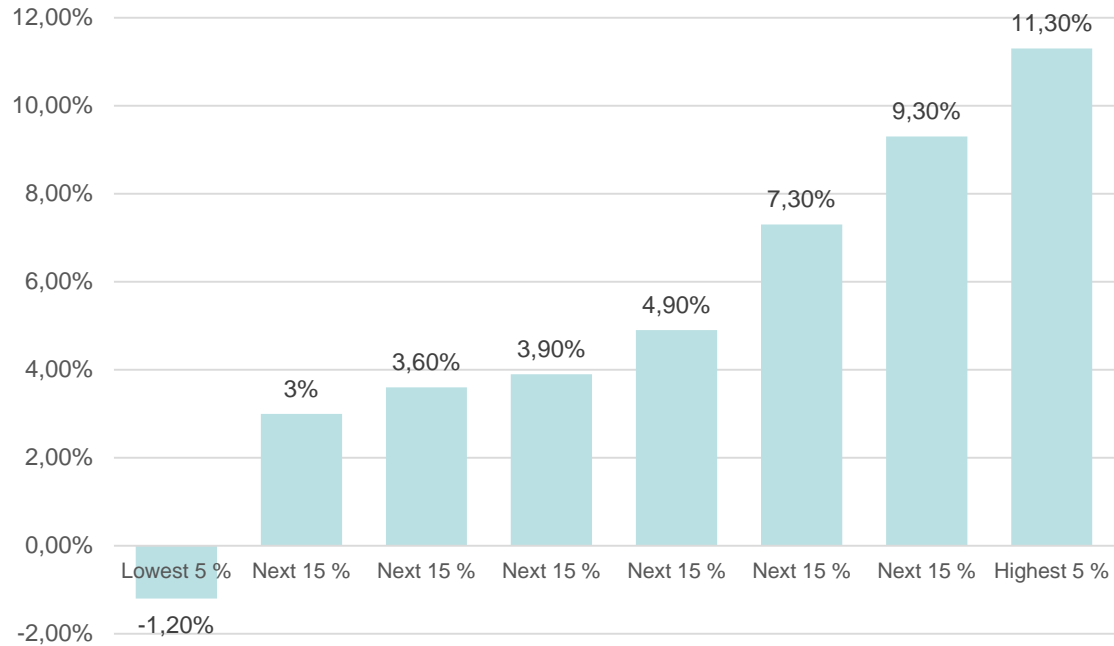
Avkastning på aksjer = Risikofri rente + Equity premium

Høy rente bra for aksjer.

Elroy Dimson, LBS, data for 20 land over 113 år (1900-2012).

He split the data into eight sections; the lowest 5% and the highest 5% of real rates and the six bands of 15% between. The figures below show the subsequent annualised real returns from equities over 5 years.

Returns



Lav realrente i dag, og liten avkastning på aksjer de neste fem årene?
MEN: Hva med standardavvik? Farlig å tro for mye på tabellen over.
Skille mellom "correlation" og "causation".

Lave renter og solide overskudd i amerikanske bedrifter.
Men beskjedne realinvesteringer.
Why? Management mer interessert i kurs på kort sikt og
kjøper tilbake aksjer i stor stil.

Kontinental-Europa med de laveste rentene.

Bunnen trolig nådd i april, da tysk tiåring (bund) ble handlet på 8 bp.

Unconventional Monetary Policy har vart lenger enn noen tenkte seg.
Negativ styringsrente i Sveits, Sverige og Danmark.

Har disse virkemidlene:

- Styringsrente
- Kvantitative lettelser
- Forward guidance
- Macroprudential regulation

Bankene lykkes med å presse frem lav EK.

Som i neste omgang nødvendiggjør macroprudential regulation.

Systemet blir mindre oversiktlig og mindre robust

Greenspan i Financial Times den 18. august.

Går for 20 % EK-krav i banker.

Will not suppress bank earnings and lending.

Viktig poeng: Med solid EK kan myndighetene slappe av på
"supervision and regulation". Bankene kan gjøre det de skal gjøre:

"... assist in the directing of the nation's scarce savings to fund
our most potentially productive investments."

Yellen knaller til om inflasjonen i USA tar seg opp.
Men gjør den det?

Svekket RMB (fra 6.20 yuan til 6.39 yuan mot dollar) og interest rate futures tok ned sannsynligheten for at Fed setter opp renten i september fra 62 prosent til 40 prosent. Svakere RMB demper inflasjonen i USA og svekker den amerikanske konkurranseevnen.

”Alle” forventer sterkere dollar mot euro.

Og likevel er renten på dollar høyere enn for euro.

Underlig. Udekket renteparitet glimrer med sitt fravær.

Virksomheter på kort sikt av lave renter og ekspansiv pengepolitikk

Lavere rente tar ned sparingen (opp konsumet) og opp realinvesteringer.

MEN: Tilbakekjøp av aksjer og mer dividende i stedet for realinvesteringer
Lave renter kan føre til økt sparing for pensjon – vil ha et visst beløp på et gitt tidspunkt

Dessuten betyr realrenten relativt lite for realinvesteringer.

Keynes' "animal spirit" viktig.

Som stimuleres av økonomisk vekst – som gjerne går sammen med høyere rente

Fastrentepapirer stiger i pris når renten faller.

Kan gi formueseffekt på konsum.

Men hva når renten stiger? Hvem tar tapene?

Search for yield – lettere å finansiere risikofylte prosjekter.

Er det bra?

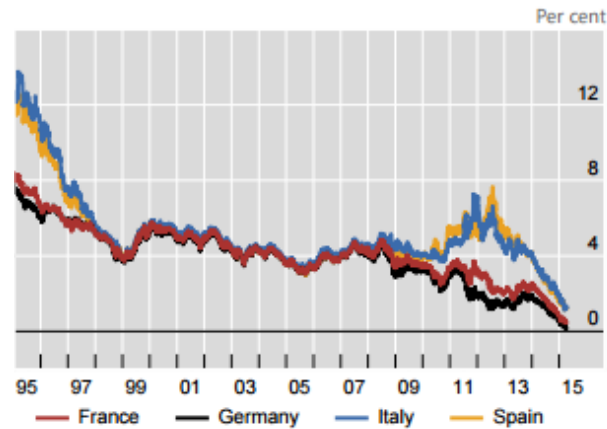
Sovereign credit spread har kommet ned igjen.

Er det bra?

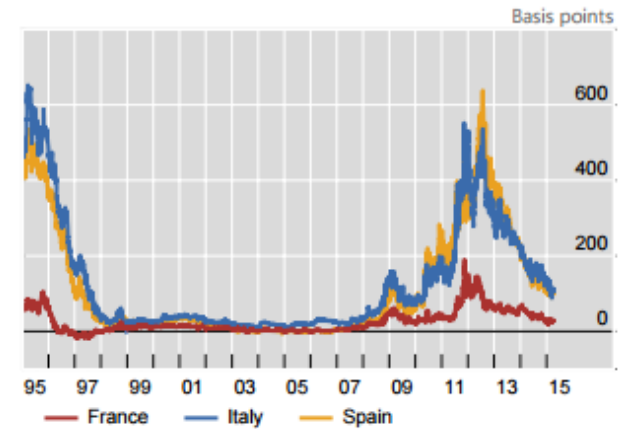
Euro area government bond yields and spreads

Graph 2

10-year government bond yields



10-year government bond spreads¹ (to German bund)



¹ Spread vis-à-vis 10-year German government bond yield.

Source: Bloomberg; BIS calculations.

Source: Hervé Hannoun ://www.bis.org/speeches/sp150424.pdf

Virkninger på lang sikt av lave renter og ekspansiv pengepolitikk

Problem med ukonvensjonell pengepolitikk – fullt av “unintended consequences”.

Allerede sett på ”tapering” i mai 2013.

Fristende å låne når renten er lav.

Nettopp hva nasjonalstater har gjort. Euro har skylda.

	2007	2015
Public debt eurozone	73 %	108 %
Net interest payment	2.5 %	2.2 %

Nesten en dobling av gjelden.

Men betjeningen av den lettere.

Lave renter svekker disiplin og handlingsevne hos myndighetene.

Jean-Claude Juncker, sjef for Kommisjonen i EU:

Vet hva som skal til. Men gjør man det, blir man ikke gjenvalgt.

Hvorfor annerledes nå?

Med felles mynt, flere å dele tapene på.

Og da vil ingen ta dem.

Forlenger ”debt-driven growth model”.

Endringer i den økonomiske politikken utsettes.

Balance sheet recession løses ikke ved pengepolitikk.
Behov for at tap tas, og at gode reformer iverksettes.

Monetary accomodation only to buy time.

Men må bruke den kjøpte tiden på god måte.

Nettopp hva Hellas og andre euroland ikke har gjort.

Asset price distorted om sentralbankens atferd får virke for sterkt inn,
kfr. Bernankes "tapering speech".

Overdreven tro på hva pengepolitikk kan utrette.
God finanspolitikk uteblir.

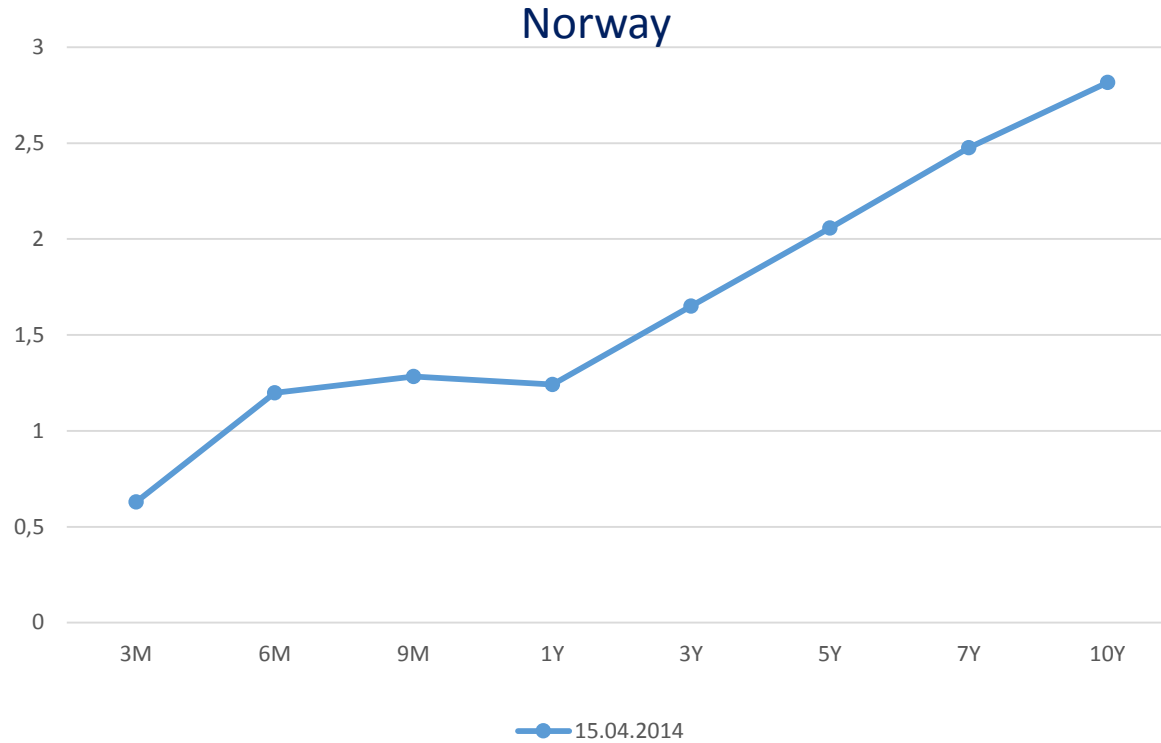
Kapitalforvaltning når rentene stiger

Litt av en utfordring

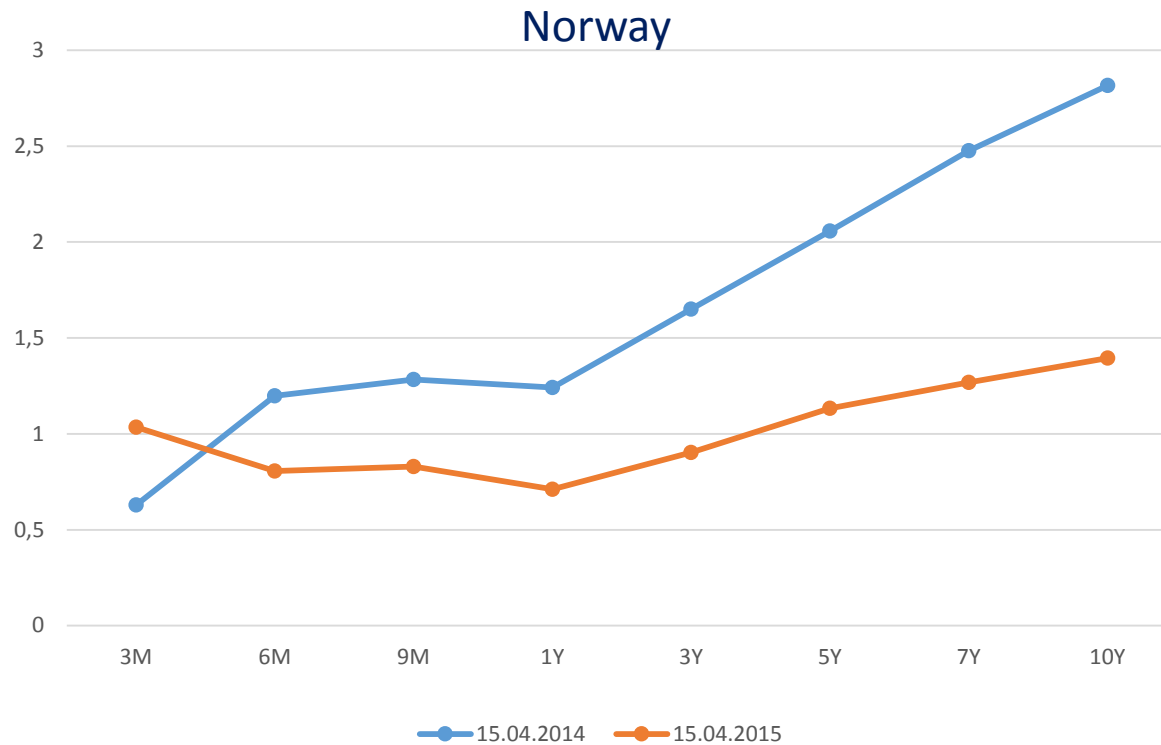
- Hva er passende fordeling på renter og aksjer?
- Hvilke land?
- Hvilke bransjer
- Hvilken durasjon?
- Hvilken risiko?

Nøye meg med noen rentekurver. Mye informasjon å hente i dem.

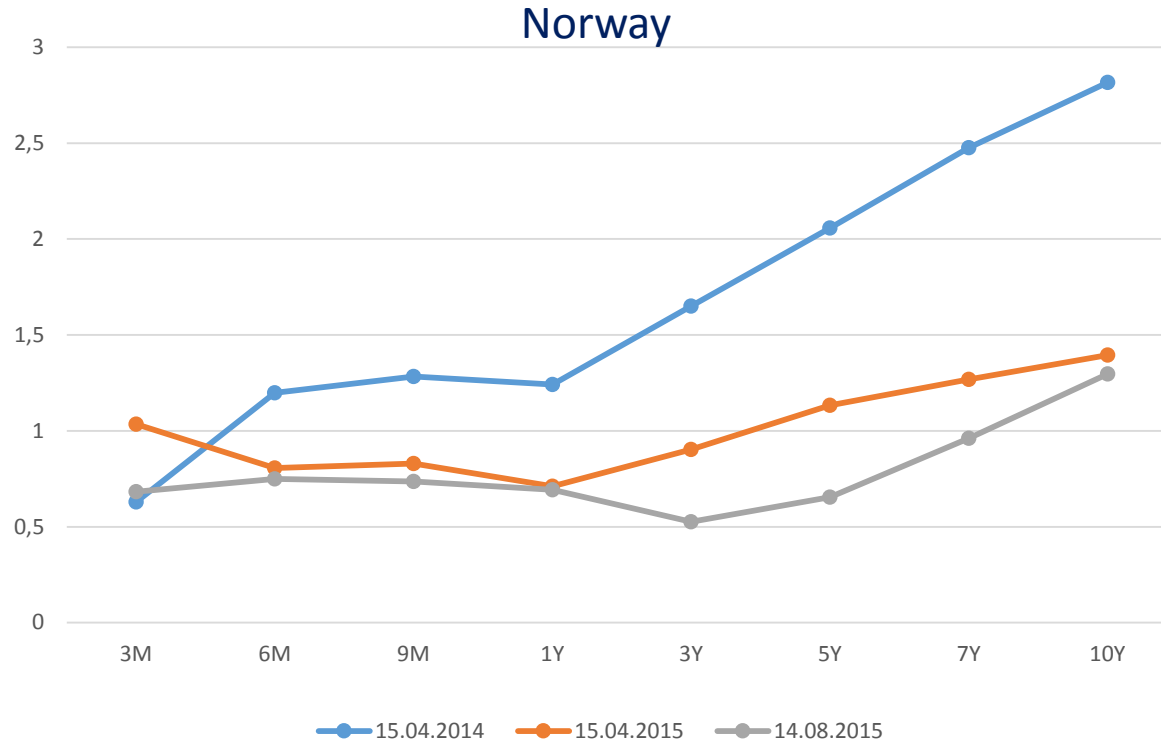
Den heldige og flinke kan alltid tjene godt med penger.



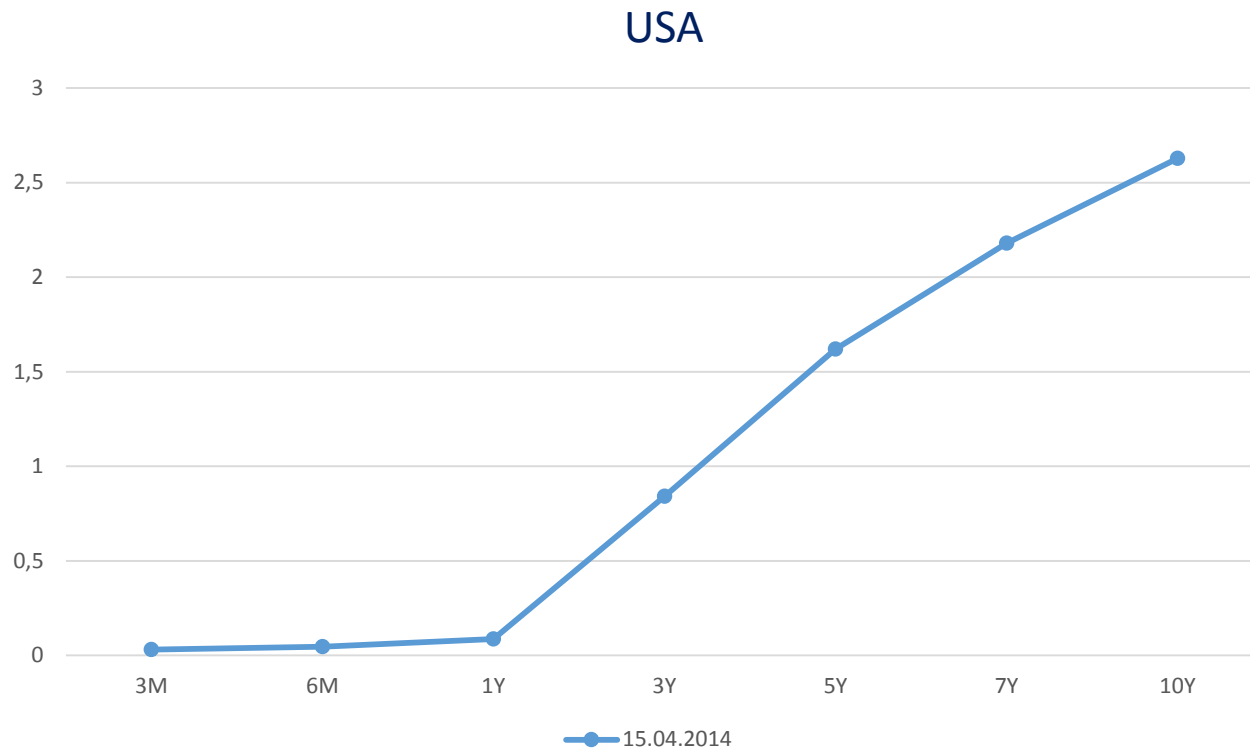
Source: Bloomberg



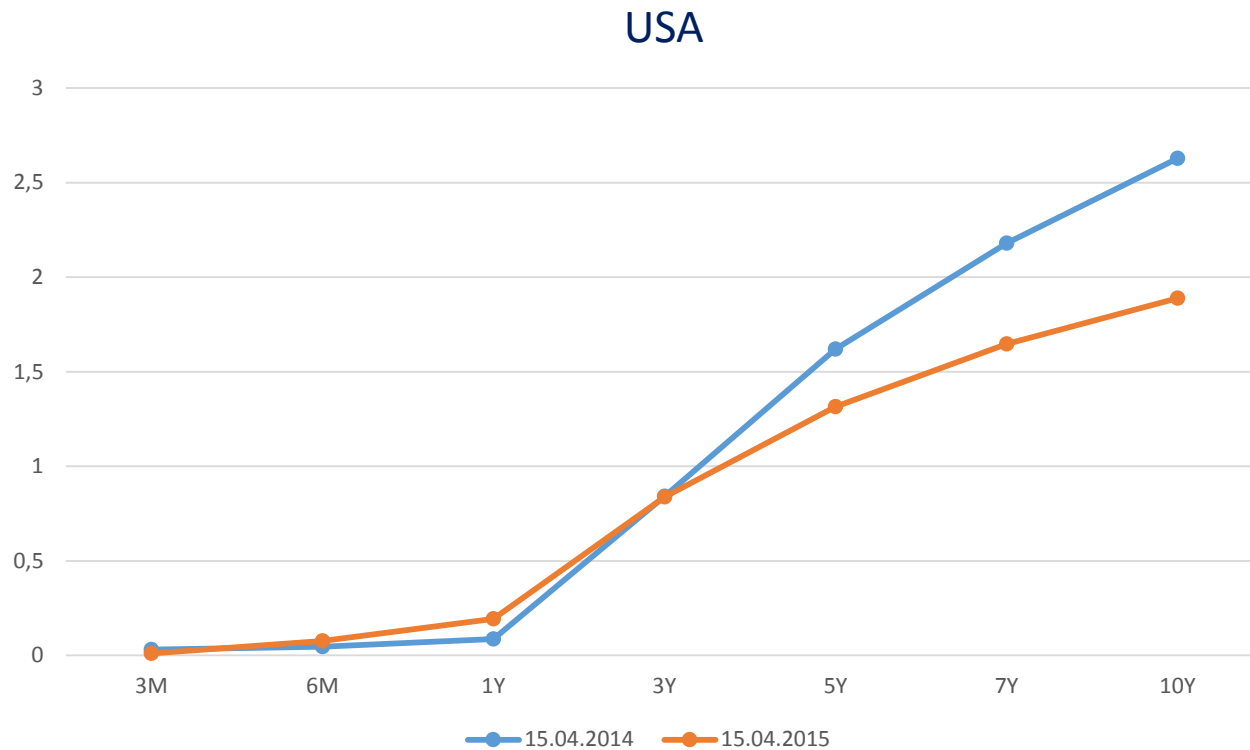
Source: Bloomberg



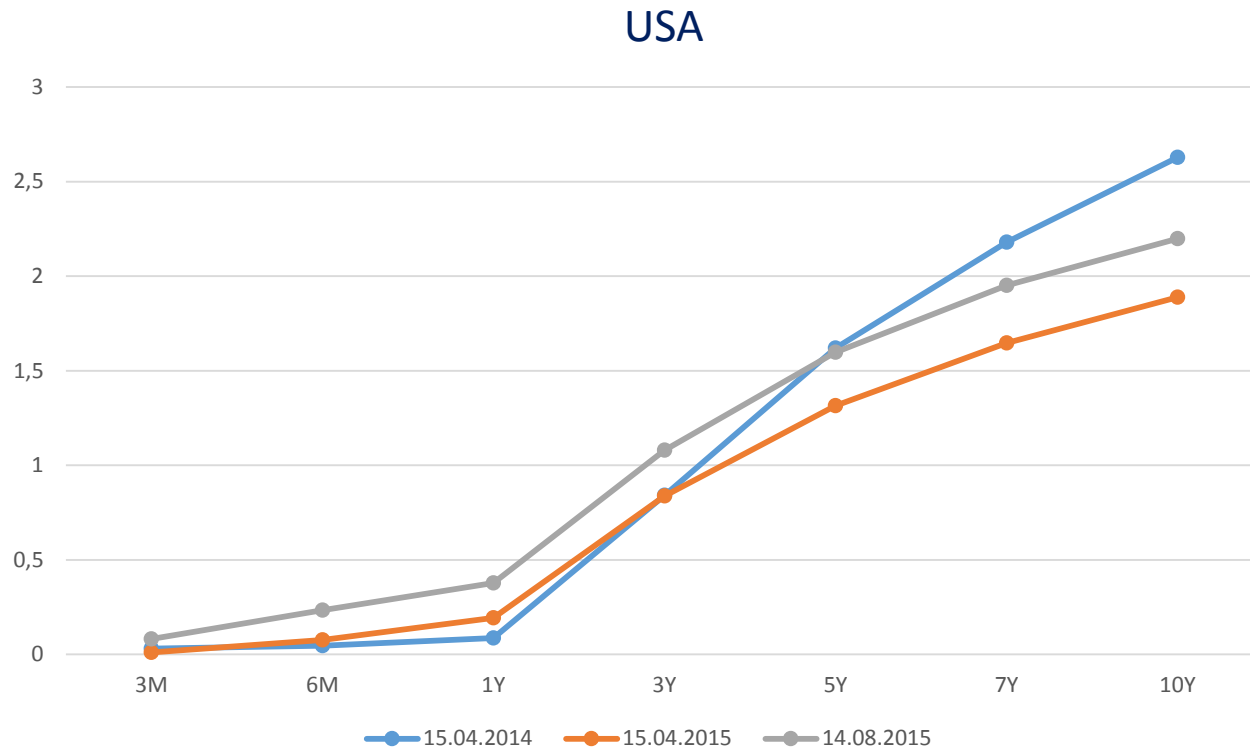
Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

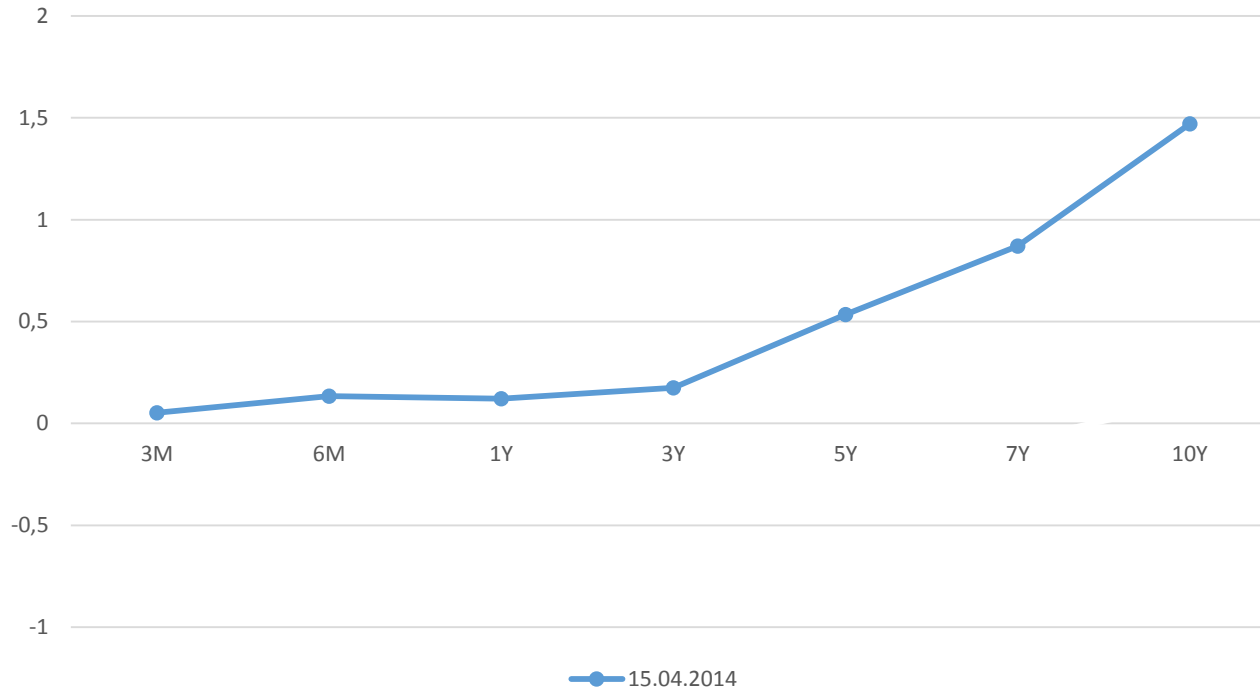


Source: Bloomberg



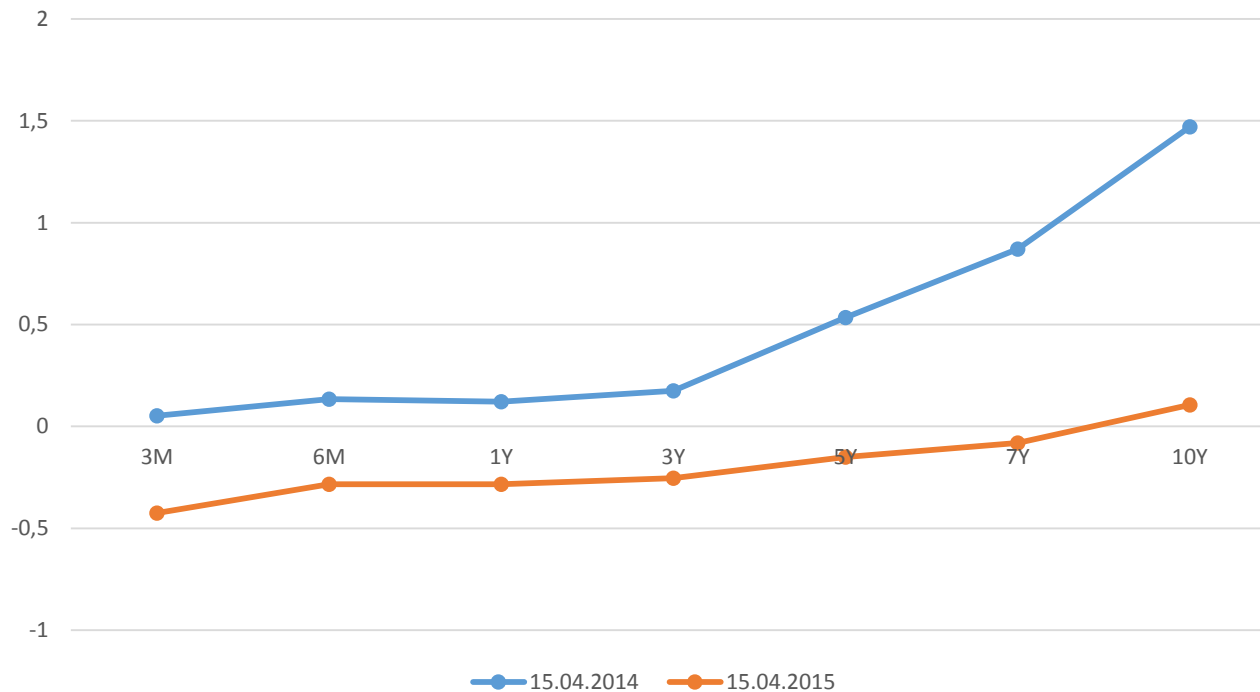
Source: Bloomberg

Germany



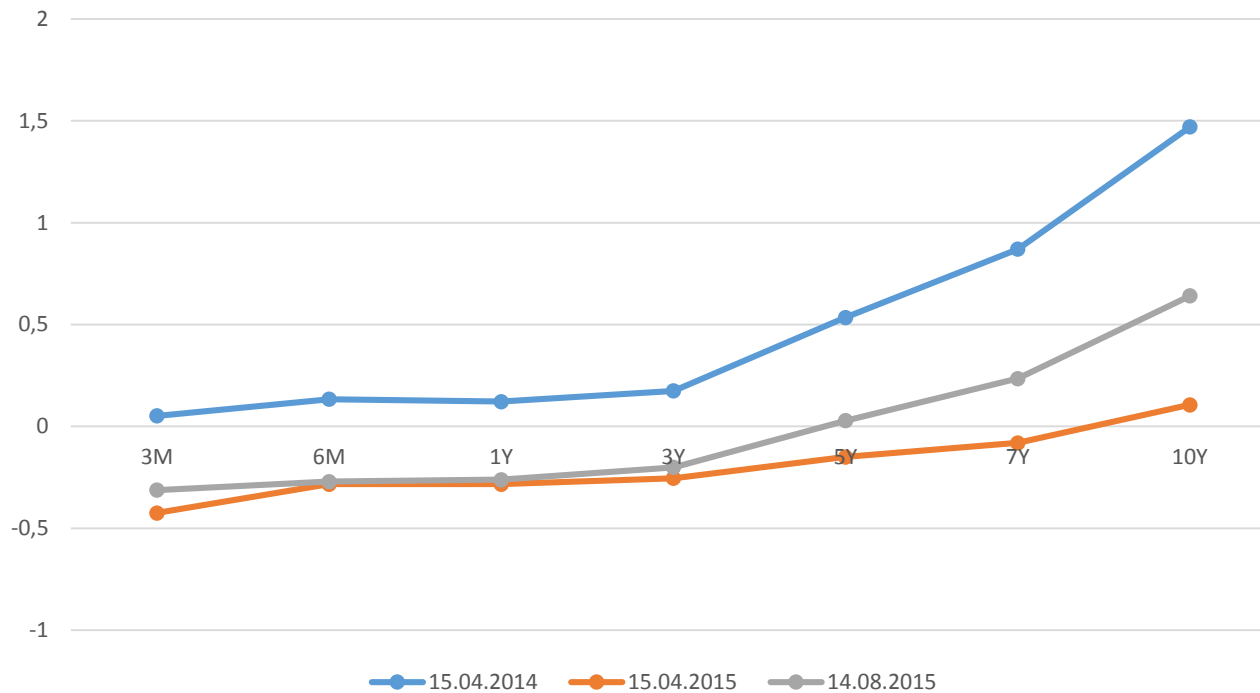
Source: Bloomberg

Germany



Source: Bloomberg

Germany



Source: Bloomberg