

Emittera realobligationer!

Avkastningen på realobligationer är riskfri mätt i konsumtionsenheter. En introduktion av realobligationer skulle göra det möjligt för långsiktiga sparare och investerare att undvika både ränterisk och inflationsrisk. I denna artikel hävdar Ragnar Lindgren att staten bör emittera långfristiga realobligationer, åtminstone om regeringen förväntar sig en framtida inflationstakt på under fem procent.

Målsättningen för långsiktigt sparande, såsom pensionssparande, är i allmänhet inte att spara ihop en viss mängd nominella pengar utan att möjliggöra en viss framtida konsumtion. För att spararen med störst säkerhet skall nå detta mål bör han investera i realobligationer, dvs obligationer vars nominella avkastning är knuten till konsumentprisernas utveckling så att den reala avkastningen, avkastningen i konsumtionsenheter, är säker.

Osäkerheten för den långsiktige investeraren i fastigheter, kraftverk och industriverksamhet blir också mindre, om han kan finansiera sig med långfristiga lån med bunden realränta, eftersom hyror och andra producentpriser på lång sikt har en tendens att samvariera med konsumentpriserna. På imperfekta kapitalmarknader underlättas också finansieringen om investeraren de första svåra åren får betala den lägre realräntan i stället för den högre nominella räntan. En fungerande marknad för reallån skulle

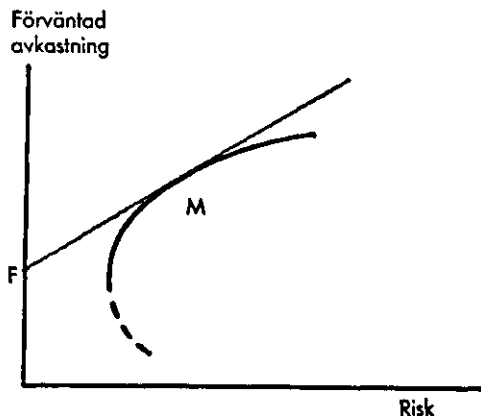
minska behovet av statliga bostadssubventioner.

Mot denna bakgrund har ekonomer sedan länge haft svårt att förstå varför realobligationsmarknaden ej fått en snabbare utveckling. Tänkbara skäl är politisk motvilja (ovilja att erkänna att det finns risk för framtida inflation och ovilja att avstå från inflationsskatter), svårigheter att hantera reallån inom ramen för nominella redovisnings- och skattesystem, svårigheter att skapa tillräcklig likviditet för nya finansieringsinstrument och allmän okunskap. I Sverige har ett avgörande hinder varit Riksbankens emissionskontroll, som inneburit förbud mot emission av realobligationer. Detta förbud upphävdes dock under hösten 1991. Det finns nu allt skäl för långsiktiga låntagare att seriöst överväga att ge ut reallån. Om politikernas inflationsprognoser är riktiga, blir kostnaderna väsentligt lägre än för nominella lån samtidigt som riskerna minskar.

I USA har tanken på reallån aktualiserats av Zvi Bodie [1990a, 1990b]. Aktuella svenska genomgångar av för- och nackdelar med reallån samt av problemen vid en marknadsintroduktion ger Lindh & Ohlsson [1992] och Alvenius & Wahlstedt [1992]. I denna artikel skall jag ge en mer översiktlig presentation och även driva mina egna åsikter hårdare än vad Riksbankens ekonomer och uppsatsskrivande studenter kan göra.

Ekon dr RAGNAR LINDGREN är verksam vid Institutionen för finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm. Han forskar om värdepappersmarknader och om skatters effekter.

Figur 1 Den effektiva fronten



Placerarens risk

I vanliga portföljvalsmodeller, såsom CAPM, härleder man placerarens portföljval som en avvägning mellan förväntad avkastning och risk. Den effektiva fronten, den konvexa kurvan i Figur 1, representerar de möjliga portföljer av riskabla tillgångar som ger högst förväntad avkastning för given risk. De placerare som är relativt ovilliga att ta risk, väljer en portfölj till vänster om marknadsportföljen M och får därmed lägre förväntad avkastning och risk; de mer riskvilliga väljer en portfölj till höger om M. I allmänhet antar man dock att det finns en riskfri tillgång, som representeras av F i figuren. Placerarna kan då välja portföljer som ligger längs tangenten från F till den konvexa kurvan. Om förutsättningarna för CAPM är uppfyllda, ligger tangeringspunkten i M. Alla placerare kommer därför att välja någon kombination av den riskfria tillgången och marknadsportföljen M. De som ej vill ta risk, placerar en relativt stor andel i den riskfria tillgången, under det att de riskbenägna har negativa innehav av den riskfria tillgången, dvs tar lån. Vi ser direkt, att existensen av en riskfri tillgång medför, att alla (utom de som väljer just portföljen M) får högre förväntad avkastning vid given risk och därmed högre nytta. Genom att komplet-

tera marknaden med en riskfri tillgång, som emitteras av en del marknadsaktörer och köpes av andra, kan man alltså öka samhällets välfärd.

Vad är då en riskfri tillgång? Teoretiskt är det en tillgång som ger samma reala avkastning, samma konsumtionsmöjligheter, i alla *states of nature*, dvs vid alla framtida utfall. Sådana tillgångar existerar inte naturligt, utan de måste emitteras av någon marknadsaktör. Skall man undvika kreditrisk, måste emittenten ha tillräckligt god soliditet för att alltid kunna fullgöra sina skyldigheter. I praktiken brukar man tolka det som statsobligationer med samma effektiva löptid, samma duration, som placerarens placeringshorisont. För pensionspararen skulle det kunna vara en portfölj av obligationer med upp till kanske 60 års löptid. Problemet är dock, att långa nominella statsobligationer inte är riskfria utan har stor inflationsrisk, vilket de som köpte obligationer under 1930-talet eller 1940-talet bittert fått erfaras. Detta har medfört att de flesta svenska obligationer nu har kort löptid så att räntan kan anpassas efter aktuella inflationsförväntningar. Men då tvingas placeraren i stället ta ränterisk. Vådan av detta får fastighetsägare nu uppleva. Det som saknas är långfristiga realobligationer, som ger skydd mot både ränterisk och inflationsrisk.

Såsom visas av Bodie [1990a] är avsaknaden av realobligationer i huvudsak ett problem för långfristigt sparande. På kort sikt kan man förutspå inflationstakten så pass väl att kortfristiga nominella statspapper i stort sett är riskfria. Men på längre sikt fungerar det ej. Ingen kan idag bedöma vad det blir för inflationstakt om tio eller tjugio år. Pensionsförsäkringsföretag har därför sökt substitut till realobligationer såsom fastighetsrenting och har också ökat sina investeringar i reallgångar såsom aktier och fastigheter. Men sådana substitut blir ofullkomliga. Rimligen finns det en latent efterfrågan på realobligationer från pensionsförsäkringsbo-

lag och andra långfristiga sparare. Även för stiftelser, som skall använda sin avkastning till forskning eller välgörenhet men bevara kapitalets köpkraft, bör realobligationer vara en lämplig placeringsform.

En utmärkt akademisk behandling av frågan om i vilka proportioner nominella obligationer respektive reala obligationer kommer att ingå i en placerares portfölj finns i Fischer [1975]. Han visar att nominella obligationer överhuvudtaget inte kommer att existera i jämvikt i modeller med sedvanliga förenklade antaganden. De fyller en funktion bara om exempelvis löner eller hyror är bundna genom nominella kontrakt. Sådana kontrakt brukar ju ej löpa på mer än ett eller två år och som vi tidigare konstaterat finns det på så kort tid ej något starkt behov av reala låneinstrument från risksynpunkt. Även av Fischers modell kan vi alltså dra slutsatsen att nominella obligationer kan fylla en funktion för placering med kort placeringshorisont men att realobligationer är lämpligare för den långsiktige spararen.

Investerarens risk

Även den långsiktige investeraren har behov av att minska sin ränterisk. Skall man bygga en fastighet eller ett kraftverk med 50 års livslängd, vill man gärna kunna överblicka sin kapitalkostnad under hela denna tid eller åtminstone under den del av den ekonomiska livslängden som långivare törs finansiera. I detta fall kan man dock inte räkna med att investeraren håller en väl diversifierad marknadsportfölj. Han kommer att se på den risk som skapas av dels hans fastighet, dels hans lån. Frågan blir hur fastighetspriset samvarierar med realräntan och inflationen. Allt tyder på att höjda realräntor medför sänkta fastighetspriser. Alltså bör fastighetsägaren säkra sig med långfristiga lån till fast realränta. Däremot finns det inget skäl att tro att ökad inflationstakt skulle påverka fastigheternas realvärde på

längre sikt. Lån till fast nominell ränta ger därför inget skydd. Den från risksynpunkt lämpligaste finansieringen är troligen mycket långfristiga reallån.

Investerarens likviditet och resultat

Reallån kan utformas på två olika sätt. En möjlighet är att dels den överenskomna realräntan, dels en kompensation för den gångna periodens inflation betalas på varje ränteförfallodag. I så fall återbetalas det nominella lånebeloppet på lånets förfallodag. Den andra möjligheten är att bara realräntan betalas successivt och att lånebeloppet uppräknas med inflationen.

I det förra fallet blir betalningsströmmarna och fördelningen av det redovisade resultatet ungefär densamma som för ett nominellt lån. Skillnaden är bara att inflationsrisken eliminerats. I det senare fallet, som är den vanligaste och väl också den konsekventaste utformningen av reallån, förändras räntebetalningarnas fördelning över tiden. Under inflationstider får man lägre räntor under början av en investerings livslängd och högre längre fram än med nominella lån. De reala utbetalningarnas fördelning över tiden blir också oberoende av den verkliga inflationstakten.

I och med att svenska bokslut inte korrigeras för inflationseffekter, kommer de nominella lånens höga räntebetalningar i början av investeringarnas livslängd att medföra negativa redovisade resultat även om de reala resultaten är positiva. Eftersom denna effekt är svår att förklara för långivare och aktiemarknaden, kan den medföra att de långsiktiga, kapitaltunga investeringarna minskar i inflationstider. I samma riktning verkar att man inte har några garantier för att inflationsdelen av räntan, som realt är en amortering, kan refinansieras. Med reallån av den andra typen undviks dessa effekter. Räntebetalningarnas tidsfördelning motsvarar då bättre investerarens

verkliga förmåga att betala ränta. Ett uppenbart exempel på denna problematik är marknaden för nybyggda bostäder, där staten ansetts vara tvungen att gå in och omfördela kostnaderna med räntebidrag och fastighetskatter. Som visats av Realbeskattningsutredningen [1982] skulle stora delar av behovet av statliga bostads-subventioner försvinna vid en övergång till reallån. Ett aktuellt alternativ är Socialdemokraternas förslag till räntelån, som kan ses som ett krångligt sätt att åstadkomma en motsvarighet till reallån. Om aktiemarknaden vore helt rationell och om kreditmarknaden vore perfekt, skulle antagligen detta motiv för reallån vara av mindre betydelse. I dagens ofullkomliga värld är det väsentligt.

Staten som låntagare

Staten kan normalt betraktas som riskneutral. När man diskuterar om staten skall finansiera sig med nominella lån eller med reala lån kan man därför bortse från riskaspekten. Däremot kan naturligtvis statens förväntade upplåningskostnad minska om man minskar långgivarnas risk genom att komplettera marknaden med reallån.

Direkt motsvarighet till likviditets- och resultatasppekterna finns ej heller för staten. Men det redovisade budgetunderskottet blir lägre med reallån och överensstämmer troligen bättre med det verkliga reala underskottet. Huruvida detta är en fördel eller en nackdel är svårt att bedöma. Med nuvarande redovisningsmetoder är ju budgetunderskottet överhuvudtaget svårtolkbart.

I diskussioner om huruvida staten skall ge ut reallån eller ej brukar man fästa stort avseende vid hur allmänhetens inflationsförväntningar kommer att påverkas. Reallån blir billigare än nominella lån för statskassan om inflationstakten blir lägre än marknaden förväntat sig. Därför kan utgivandet av realobligationer ses som en signal att regeringen avser att föra en låg-

inflationspolitik. Så resonerade Thatcher-regeringen när den emitterade de första brittiska realobligationslånen i början av 1980-talet (se exempelvis Wormell [1985, s 100]).

Till samma resultat leder litteraturen om tidskonsistens. Om staten har stora nominella långfristiga lån, kommer det alltid att vara lockande för regeringen att reducera värdet av denna skuld, att ta in en inflationsskatt genom att orsaka en ordentlig engångsinflation. Persson, Persson och Svensson [1987] visade att för att statens låginflationspolitik skall vara trovärdig, så bör statskulden ligga i reala obligationer och den utelöpande nominella sedelmängden balanseras av nominella fordringar.

Mot detta brukar politiker som inte tycker om reallån anföra att utgivandet av reallån skulle signalera att staten givit upp kampen mot inflationen. Denna slutsats strider dock mot alla principer för hur man kan använda signaleringsmodeller. Om staten givit upp kampen mot inflationen, har regeringen inget intresse av att signalera detta till marknaden genom att ge ut reallån. Då kan utgivandet av reallån inte vara en trovärdig signal att regeringen tror på hög inflation.

Enligt min bedömning är huvudskälet till att staten bör ge ut realobligationer att det förbilligar statsupplåningen om regeringen tror på sina egna inflationsprognoser. Detta är andra sidan av att placerarna annars begär en riskpremie för inflationsrisken och att utgivandet av realobligationer leder till en samhällsekonomisk vinst. För att bedöma vilken ränta som idag (juli 1992) skulle krävas för att emittera långfristiga realobligationer kan vi se dels på avkastningen på Handelsbankens indexaktier, dels på avkastningen på brittiska realobligationer. Indexaktierna ger cirka 6 procent. Med hänsyn till riskpremier och likviditetspremier bör avkastningskravet på statsobligationer vara minst 2 procent lägre. De brittiska statsobligationerna ger drygt 4 procent. Troligen skulle

det då krävas mellan 4 och 4,5 procents ränta för svenska realobligationer. Samtidigt ger de längsta nominella statsobligationerna 9,6 procent. Från denna synpunkt skulle alltså en emission av realobligationer vara lönsam om regeringen förväntar sig en genomsnittlig inflationstakt på högst 5 procent per år på lång sikt.

Skattekonsekvenser

Som nämntes i inledningen kan det faktum att reala lån inte passar in i ett nominellt skattesystem ha medverkat till att ingen reallånemarknad uppstått. Detta problem har dock avsevärt reducerats i och med att marginalskattesatserna sjunkit. Såsom visats av Lindh & Ohlsson [1992] blir inflationsrisken för ett reallån vid 30 procents skatt bara 9 procent av risken för ett nominellt lån. För försäkringsbolag m fl, som betalar 15 procent i skatt, blir risken ännu mindre och är i stort sett försumbar.

De totala förväntade skattekostnaderna (respektive avdragsmöjligheterna) under lånets löptid blir desamma för ett realt lån som för ett nominellt lån. För privatpersoner och andra som beskattas enligt kontantprincip kan däremot tidsfördelningen ändras så att långivarnas skattebetalningar skjuts framåt i tiden (jfr nollkupongobligationer). Om staten är låntagare bör dock den nackdel som de senarelagda skatteintäkterna innebär kunna kompenseras av en lägre låneränta. För långgivare och låntagare som beskattas enligt bokföringsmässiga grunder torde inte skattens tidsfördelning påverkas.

Marknadsintroduktion

Vad jag förstår är huvudproblemet vid introduktion av realobligationer att det saknas kunskap bland potentiella låntagare och att det är svårt att skapa tillräcklig likviditet för ett nytt instrument. Samtidigt innebär dessa hinder att en framgångsrik

pionjär kan tjäna pengar i form av låg ränta innan utbudet från konkurrerande låntagare kommer igång.

Både likviditetsaspekten och informationskostnaderna innebär att det finns väsentliga stordriftsfördelar. Marknaden bör skapas av en stor låntagare, som kan göra en rejäl emission och kan göra det troligt att han kommer att finnas kvar i marknaden. Denna beskrivning passar bäst på Riksgäldskontoret, dvs staten. Lånens löptid bör bli beroende av dels marknadens önskemål, dels Riksgäldskontorets bedömning av framtida realräntor. För att reallånens fördelar skall komma till sin rätt bör dock löptiden rimligen vara lägst 10 år.

Slutsatser

Introduktion av reallån medför samhälls-ekonomiska fördelar bland annat i form av lägre risktagande. Låntagare bör kunna utnyttja detta för att få lägre förväntade räntekostnader. För att skapa likviditet och kunskap på marknaden till rimlig kostnad bör de första lånen emitteras av en stor låntagare. Staten framstår som den lämpligaste pionjären.

Referenser

- Alvenius, T & Wahlstedt, J, [1992], "Kommer en marknad för realobligationer att uppstå i Sverige under 1990-talet?". Uppsats i finansiell ekonomi, Handelshögskolan i Stockholm.
- Bodie, Z, [1990a], "Inflation, Index-linked Bonds and Asset Allocation; the Gains to Investors from Index-linked Bonds". *Journal of Portfolio Management*, vol 16, s 48-53.
- Bodie, Z, [1990b], "Inflation Insurance". *Journal of Risk and Insurance*, vol 57, s 634-645.
- Fischer, S, [1975], "The Demand for Index Bonds". *Journal of Political Economy*, vol 83, s 509-534.
- Lindh, Y & Ohlsson, K, [1992], "Indexobligationer - en samhällsekonomisk analys". Ar-

betsrapport nr 5, Riksbankens arbetsrapportserie.

Persson, M, Persson, T & Svensson, L E O, [1987], "Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy". *Econometrica*, vol 55, s 1419-1431.

Realbeskattningsutredningen, [1982], *Realbeskattning*. SOU 1982:1-3. Allmänna Förlaget, Stockholm.

Wormell, J, [1985], *The Gilt-Edged Market*. Allen & Unwin, London.