

The Last Dance

Den amerikanska tioåringen handlas nu långt under 1 procent. Är den fyrtioåriga trenden med fallande långräntor på väg att nå sitt slut? Med enorma budgetunderskott vars storlek aldrig tidigare skådats under fredsperioder och centralbanker som åtminstone indirekt står för delar av finansieringen, är det många som tror att så är fallet. I Saxxum Aktiv minskades positionen i långa amerikanska statsobligationer i mars men har sedermera ökats och utgör alltså en betydande andel av portföljen. Detta trots att den förväntade avkastningen de kommande tio åren är negativ enligt Research Affiliates. I den här rapporten redogörs tankegångarna kring den framtida utvecklingen för världens viktigaste tillgång.

Efter att nyligen ha avslutat den fantastiska dokumentärserien om tidernas mäktigaste idrottsman Michael Jordan och hans lag Chicago Bulls, kändes ursprungstiteln till den här strategirapporten helt plötsligt rätt trist. Dokumentären tog sitt namn från det episka basketlagets sista säsong, vilken gick under benämningen "the last dance". Chicago Bulls hade vunnit serien fem gånger på sju år och för ovanlighetens skull var det allmänt känt att säsongen -97/98 skulle bli lagets sista försök att skriva historia. Situationen för amerikanska statsobligationer känns i skrivande stund inte helt olik. Så varför inte låna den catchiga amerikanska titeln för att liva upp stämningen lite? Räntemarknaden anses ju tråkig nog som det är.

Amerikanska statsobligationer är inte bara världens viktigaste tillgång, utan även det innehav i Saxxum Aktiv som har utvecklats bäst sedan den här förvaltaren tog över för knappt fem år sedan (kanske inte så tråkig ändå!).¹ Trettioårsräntan har under perioden sjunkit med över 1,8 procentenheter och tioårsräntan ungefär lika mycket. Merparten av avkastningen har skapats under de sista två åren när positionen dessutom inte har varit valutahedgad. Men hur lågt kan räntan sjunka egentligen? När är det dags att ta pengarna och tacka för sig? Det här beslutet kan vara minst lika viktigt som att tjäna en strategisk ökning i aktieexponeringen. Och precis lika svårt!

Sex sekel med fallande realräntor

Läget på obligationsmarknaden beskrivs ofta som extremt. En anomali konstruerad av centralbankerna i kölvattnet av den globala finanskrisen för tolv år sedan. Fast hur exceptionell situationen egentligen är beror lite på. Ibland behövs det lite perspektiv. I januari i år publicerade Bank of England (BoE) en ny studie på den globala ränteutvecklingen sedan början av 1300-talet.² Rapporten innehåller mycket information som är värd att kommentera, men det centrala budskapet är att trenden med fallande räntor är betydligt längre än 40 år, snarare 600 år. Den långa realräntan (nominell ränta justerad för inflation) har fallit

varje århundrade sedan 1400-talet. Den nominella räntan sjönk även den varje sekel med undantag för 1900-talet då inflationen var osedvanligt hög. Inflationstakten estimeras till ca 1,5 procent årligen sedan 1318 (BNP-viktad snitt). Det vill säga ungefär den takt som centralbanker och akademiker har hävdats ha varit farligt låg under senare år och därför krävt en rad ogenomtänkta penningpolitiska åtgärder.

I diagram 1 åskådliggörs utvecklingen för både den långa realräntan och den nominella räntan drygt 700 år tillbaka i tiden. I det här fallet har utgivaren av obligationerna förändrats över tid baserat på vilket land som ansetts säkrast vid varje givet tillfälle, det vill säga det land som har haft en status som "safe asset provider".³ Att nuvarande nominella räntenivå är den lägsta någonsin var ingen nyhet, men realräntan är inte ens i närheten av några tidigare bottennivåer. Realräntan har dessutom varit så volatil att BoE valde att använda ett sjuårigt medelvärde för att reducera bruset. Det är nästan omöjligt att säga vilken nivå som kan anses normal. Dagens realräntenivå på ett tiotal punkter verkar inte på något sätt onormal givet den längre trenden.

Lång obligationsränta (%) "Safe asset provider" 1314-2020

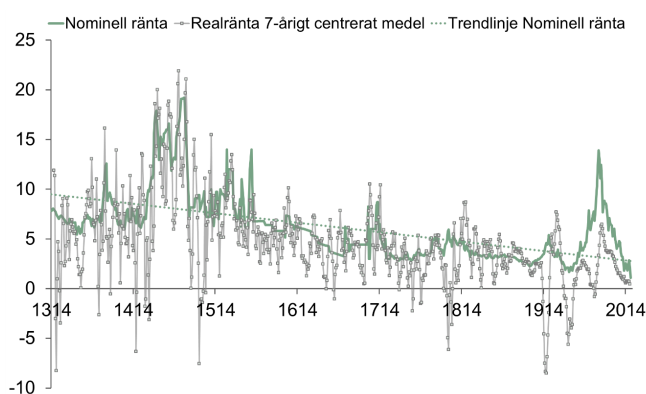


Diagram 1

Källa: Bank of England, St. Louis Fed & Aktie-Ansvar

¹ Positionen i fysiskt guld har gått ungefär lika bra om mätningen istället startar när den positionen initierades i december 2015. Guldpositionen har dock i genomsnitt utgjort en betydligt mindre andel av fonden.

² Paul Schmelzing, Staff Working Paper No. 845, "Eight centuries of global real interest rates, R-G, and the 'suprasecular' decline, 1311-2018", januari 2020.

³ I kronologisk ordning: ett hopplöck av Norditalienska furstendömen följt av Spanien, Amsterdam, Storbritannien, Tyskland, USA, Tyskland och USA. Inget land har ställt in betalningarna under sin tid som "safe asset provider" och inflationstakten har legat på låga 1,1 procent årligen. Trenden förändras inte om räntan istället är ett genomsnitt av flera utgivare vid varje tillfälle (BNP-viktad).

I genomsnitt har ca 20 procent av ”mogna ekonomier” haft negativ realränta årligen. Med det sagt så är nuvarande räntedepression den näst längsta i historien och tidigare har sådana perioder avslutats med realräntor som stiger flera procentenheter på bara några år.⁴ Realräntan kan dock stiga utan att den nominella räntan stiger, men för det krävs deflation – den moderna centralbankens mardröm.

Inflation eller Deflation?

Frågan är av yttersta vikt eftersom den allmänna prisutvecklingen är en avgörande faktor för ränteutvecklingen. De senaste 70 åren är den längsta perioden utan deflation sedan 1311 enligt Bank of Englands studie. Sett ur det perspektivet kanske penningpolitiken bör ses som en stor framgångssaga. Centralbankerna har verkligen fått jobba hårt på senare år och frågan är hur länge de kan kämpa emot. Varje desperat försök att skapa inflation åtföljs av negativa bieffekter (ett ämne som förtjänar en egen rapport i sig). En dag kanske dessa kommer att ta över debatten och centralbankernas förmåga att agera begränsas av den allmänna opinionen. Fast det ligger nog en bit fram i tiden. Enligt en Gallupundersökning i april hade ca tre av fem amerikaner förtroende för Fedchefens förmåga att ”göra det rätta för ekonomin” – den högsta siffran sedan Alan Greenspans glansdagar i början på 00-talet. Men även utan begränsningar kan penningpolitikens effektivitet ifrågasättas.

Diagram 2 illustrerar konsumentprisindex i USA sedan 50-talet. Det typiska mönstret är att inflationen accelererar inför och i början av en lågkonjunktur, för att sedan sjunka kraftigt i slutfasen. Ibland fortsätter till och med inflationen att falla en bra bit in i återhämtningen. Till och med under perioden med hög inflation på 70-talet var mönstret intakt. Coronakrisen är en typisk efterfrågeschock i det kortare perspektivet. Skillnaden den här gången är att inflationstakten var osedvanligt låg redan på toppen av konjunkturen. Det sannolika utfallet är därmed inte bara avtagande inflation, utan deflation.

Inflationen kollapsar i lågkonjunktur

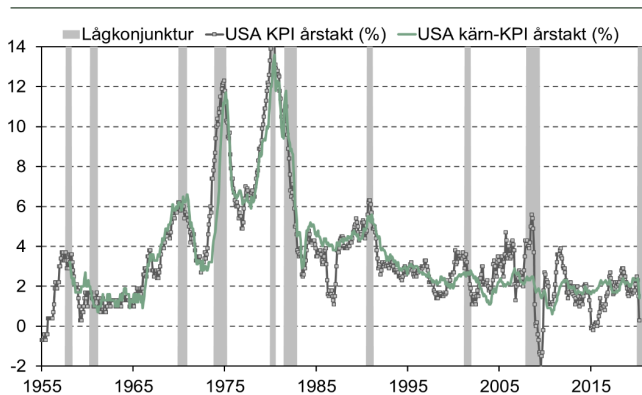


Diagram 2

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

⁴ Bank Underground via Albert Edwards (GSW 14/1-2020) på Société Générale

Det inflationsmått som Fed lägger störst vikt vid är Core PCE-deflatorn. Årstakten i det här inflationsmättet har i snitt fallit med över 4 procentenheter under de tre djupaste lågkonjunkturerna sedan andra världskriget enligt nationalekonomen Lacy Hunt. Givet årets kraftiga oljeprisfall skulle det historiska mönstret innebära en deflationstakt på 1 procent för Core PCE och 4 procent eller lägre för den bredare PCE-deflatorn (där mat- och energipriser ingår).⁵

Trots detta uppenbara deflationstryck är det ingen brist på kommentatorer som förutspår skenande inflation och därmed stigande långräntor. Argumentet är som vanligt stora budgetunderskott och hög skuldsättning i kombination med kvantitativa låtnader från Fed och andra centralbanker. Det är lätt att ryckas med. Speciellt den här gången när budgetunderskottet kan komma att närma sig 20 procent av BNP och Feds balansräkning ökar mer än så. Men det är värt att understryka att nedstängningen av ekonomin i andra kvartalet verkligen saknar jämförelse. Inte ens dessa budgetunderskott täcker efterfrågetappet (just nu i alla fall) och Feds totala räntesänkning på drygt 2 procentenheter är inte ens hälften så stor som snittet för tidigare räntesänkingscykler.

Diagram 3 belyser förhållandet mellan amerikanska statens skuldsättning och räntan på tioåringen. Istället för att högre skuldsättning har lett till stigande långräntor har förhållandet varit det motsatta. Precis som i Japan, i Storbritannien, och även i Euroområdet. Slutsatsen förblir oförändrad om skuldsättningsgraden byts ut mot en graf på budgetunderskottet. Underskotten var som lägst när räntan var hög. Diagram 3 innehåller också en graf på Feds balansomslutning i procent av BNP. Den säger oss inte heller så mycket. Räntan sjönk i nästan 30 år utan att det hände något med balansräkningen. Sedan finanskrisen är relationen tvetydig. Under tidigare program av kvantitativa låtnader har räntan stigit (efter att ha fallit inför), men i år när obligationsskopen är större än någonsin sjönk den.

Statens skuldsättning, Feds balansräkning & ränta

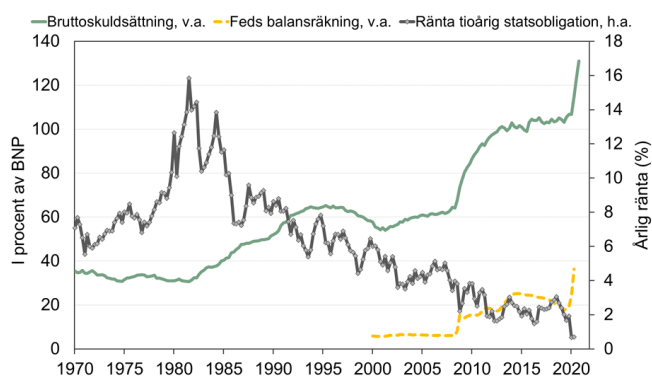


Diagram 3

Källa: Bloomberg, IMF & Aktie-Ansvar

⁵ Hoisington Quarterly Review and Outlook kvartal 1, 2020.

Samtidigt ökar penningmängden i den snabbaste takten på minst 60 år. I april steg M1 med 18 procent och M2 med 27,5 procent jämfört med ett år tidigare. Enligt skolboken leder en ökning av penningmängden till en ökning av den allmänna prisnivån. Skolboken antar dock att omloppshastigheten⁶ på pengar är hyfsat konstant, vilket inte stämmer. I diagram 4⁷ klargörs att omloppshastigheten faktiskt förändras över tid och att den förändringstakten har lett inflationsutvecklingen med ca ett och ett halvt år sedan 90-talet. I linje med tidigare diskussion antyder omloppshastigheten nu att kärn-KPI kommer att falla under noll inom en snar framtid.

Omloppshastighet på pengar leder inflationen

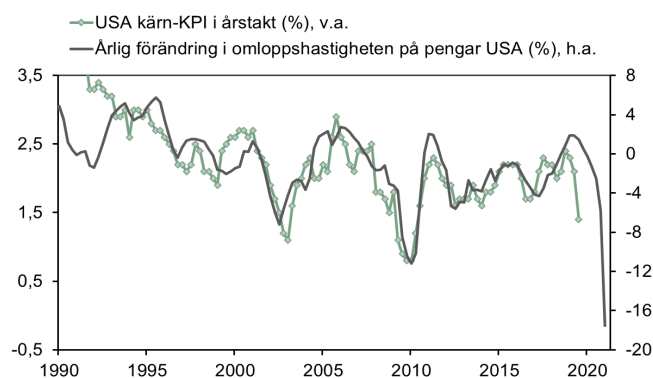


Diagram 4 Källa: Bloomberg, St. Louis Fed & Aktie-Ansvar

Omloppshastigheten är nu på liknande låga nivåer som under depressionen på 30-talet (och direkt efter andra världskriget). Varför den är så låg är komplicerat och får sparas till en annan strategirapport. En sak som känns ganska säker är att varken en ökning av skuldbördan eller nuvarande penningpolitik är lösningen på problemet – stimulanserna får liten effekt på den reala ekonomin. Marginalnyttan är kraftigt avtagande. Trots detta kan man nog förvänta sig mer av samma medicin, vilket bidrar till en relativt attraktiv avkastningsprofil för en lång amerikansk statsobligation, trots det låga ränteläget.

Konvexitet, negativitet och optionalitet

En obligations räntekänslighet beskrivs ofta lite förenklat som ett linjärt samband (duration). I vissa lägen och vid små ränteförändringar kan det vara okej, men i många fall är simplificeringen olämplig. Durationen på en "vanlig" obligation ökar normalt sett när räntan sjunker och faller när räntan stiger. Den är inte konstant. Detta innebär att obligationen alltid stiger mer i värde än vad den sjunker för samma absoluta förändring i räntenivån.

⁶ Omloppshastigheten definieras som nominell BNP delat med penningmängden (M2). Detta innebär att den minskar om nominell BNP faller eller om M2 ökar, eller både och som just nu.

⁷ Idén till diagrammet kommer från Andreas Steno Larsen på Nordea.

Fenomenet kallas konvexitet.⁸

Diagram 5 åskådliggör den totala avkastningen⁹ vid olika utfall för räntan för en investerare som köper den amerikanska trettioåringen (per den 28:e maj) och behåller den i ett år. I dagsläget skulle ett räntefall på 1 procent medföra en avkastningen på över 29 procent, medans motsvarande ränteuppgång endast orsaker en förlust på dryga 19. Om räntan istället skulle röra sig 2 procent ned eller upp blir förhållandet nästan 2:1, det vill säga att den potentiella vinsten är nästan dubbelt så stor som den potentiella förlusten. Fantastiskt. Men är det här resonemanget ens rimligt? En räntenedgång på 2 procent skulle innebära en nominell trettioårsränta på -0,5 procent!

Ettårsavkastning för en 30-årig amerikansk statsobligation vid olika ränteutfall

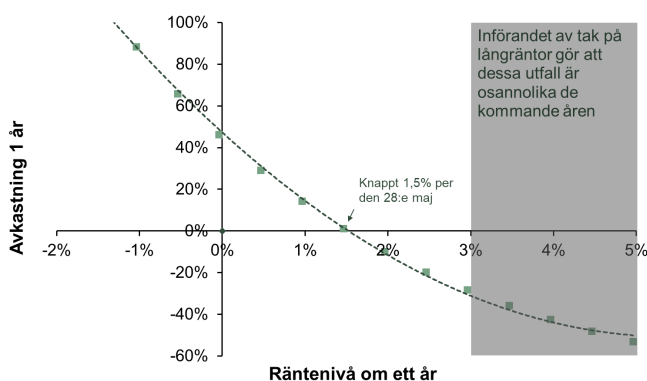


Diagram 5 Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

Varför inte. Den tyska trettioåringen har handlats på -0,5 procent som lägst och den japanska har varit nere nära noll. Sådana nivåer kräver troligen att Fed tar styrräntan till negativt territorium, vilket få experter räknar med i dagsläget. Donald Trump har dock vid upprepade tillfällen twittrat om hur oräddt det är att andra länder har negativa räntor och att Fed måste krypa till korset. Och det är värt att beakta att Trump i slutändan har fått allting han har bett Fed om hittills. Den inflytelserika Harvardkonomen Kenneth Rogoff argumenterade nyligen för en styrränta på -3 procent eller lägre.¹⁰ Än så länge är han ganska ensam med den åsikten. Men i ett scenario där paniken på finansmarknaden återvänder, dollarn stiger till nya toppnivåer och detta sker i ett läge där USA redan har deflation. Då kan Fed mycket väl bli desperat. Sannolikheten för "negativitet" är åtminstone inte försumbar!

Hittills har diskussionen fokuserat på den "roliga" vänstra sidan av diagram 5, men vad händer i ett positivt scenario där återhämtningen i ekonomin tar fart? Initialt stiger långräntorna

⁸ Både durationen och konvexiteten ökar ju längre löptid, ju lägre kupong och ju lägre det allmänna ränteläget. Detta innebär (absurt nog) att prisuppgången accelererar ju lägre räntan sjunker.

⁹ Avkastningen kan delas upp i kupong, prisförändring givet ränteförändringen samt 1 års minskning av löptiden.

¹⁰ <https://www.project-syndicate.org/commentary/advanced-economies-need-deeply-negative-interest-rates-by-kenneth-rogoff-2020-05>

precis som under de senaste två månaderna, men hur mycket? Fed brände sig rejält på de snabba ränteuppgångarna 2013 och 2018. Något liknande vill de inte återuppleva. Speciellt nu när skuldsättningen har blivit så hög. En ränteuppgång som riskerar en statsfinansiell kris (och därmed en bankkris) känns onödig mitt i en pandemi när det lätt går att undvika. Sannolikheten att Fed inför ett tak på långräntorna om de stiger för snabbt känns därför väldigt hög. Det har redan diskuterats flitigt av Fed-ledamöter och det har gjorts förr, 1941-51. Rimliga räntenivåer ligger gissningsvis på 1, 2 och 3 procent respektive för den femåriga, tioåriga och trettioåriga statsobligationen. Kanske lägre till och med. Detta innebär i så fall att nedsidan för en lång statsobligation är begränsad. Utfallen i den skuggade delen i diagram 5 bör därmed anses föga troliga.

Diagram 6 belyser räntedifferensen mellan den tioåriga och den tvååriga statsobligationen - ett mått på lutningen på den amerikanska avkastningskurvan. Differensen är endast 0,5 procentenheter trots att korträntan knappt är positiv, vilket är ett problem. Fed vill ha en brantare kurva, vilket gynnar banksektorn och kredittillväxten. Det går att föreställa sig en framtidsbild där korträntan sänks till en eller flera procent under noll och långräntorna får ett tak på knappt positiva nivåer. Kurvan skulle då kunna branta till en hälsosam nivå på runt 2 procentenheter. I det scenariot skulle Trump bli nöjd (i alla fall kortsiktigt). Finansmarknaden skulle inte behöva oroa sig för kraftigt stigande långräntor och bankernas lönsamhet skulle delvis skyddas. Låter det som planekonomi? Ja på gränsen till. Men galenskaperna har hållit på så länge nu att få saker förvånar en. Varför skulle det ta slut nu?

Långräntan bottnar först efter betydande brantning

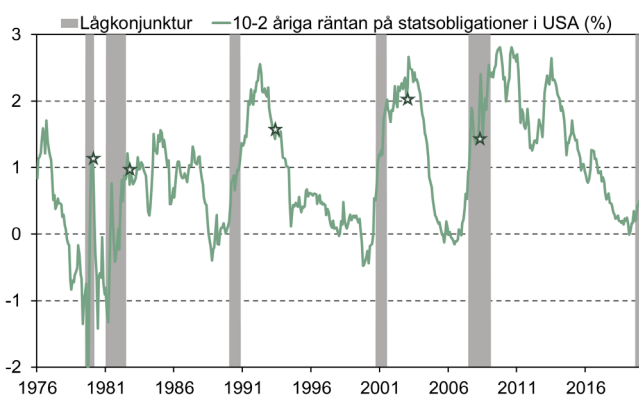


Diagram 6

Källa: Bloomberg & Aktie-Ansvar

För övrigt indikerar de små stjärnorna i diagram 6 när långräntan historiskt sett har bottnat efter en lågkonjunktur. Det normala verkar vara när räntedifferensen har ökat med minst 1,5 procentenheter. Det är vi inte i närheten av än.

Kombinationen av konvexitet och centralbankens rädsla för konsekvenserna av en stor ränteökning gör att en position i den långa amerikanska statsobligationen har betydande inslag av optionalitet. Den fungerar som en gigantisk sälloption på amerikansk ekonomi. Uppsidan är fortfarande tillräckligt stor för att ge en meningsfull avkastning samtidigt som nedsidan begränsas till sådär 20 till 30 procent. Skillnaden mot en vanlig option är att så länge räntan är positiv så förlorar inte positionen tidsvärde kontinuerligt, utan man får lite betalt för att sitta och vänta.

Risken på längre sikt

En betydande ränteuppgång de kommande åren känns därmed väldigt osannolik. Även på längre sikt är det svårt att se att långräntorna skulle tillåtas stiga i någon större utsträckning. Risken för statsobligationsinnehavare är inte stora nominella förluster, utan negativ real avkastning under lång tid. 1900-talet inleddes med några starka årtionden där den reala avkastningen var hög (10-talet undantaget), men i samband med andra världskriget ändrats förutsättningarna och investerare straffades med fyra decennier av negativ real avkastning. Lustigt nog har vi nu från 80-talet och framåt belönats med fyra decennier med fantastiskt real avkastning. Att lyckan på nytt skulle vända någon gång under 2020-talet bör därmed anses vara ett rimligt antagande givet de låga räntenivåerna (och skuldbördan). Mot bakgrund av vad som tidigare argumenterats bör detta ligga en bit fram i tiden. Gissningsvis ett par år. Men observera att den negativa utvecklingen till stor del kommer att ske på grund av negativa realräntor under lång tid, inte kraftigt stigande nominella räntor de kommande åren.

Avslutande reflektioner

Precis som när Chicago Bulls inledde den sista säsongen med en makalös historik så har även långa statsobligationer (inte bara amerikanska) belönat investerare med en avkastning som helt klart hade ansetts ouppnåelig för 40 år sedan. Frågan är om den långa statsobligationen kan avsluta på topp eller om glansdagarna redan ligger i det förflutna. Det finns ingen Michael Jordan på obligationsmarknaden, så mycket är säkert. Bara trista räntemänniskor. I skrivande stund prisar risktillgångar in en v-formad återhämtning. Om den återhämtningen skulle bli svag eller helt fallera kan dock obligationsmarknaden bli allt annat än trist.

¹¹ Niall Ferguson

Negativa korträntor kan då bli verklighet, vilket drar med sig den långa ändan ned. I annat fall bör nedsidan vara hyfsat begränsad de kommande åren.

Det finns ingenting som säger att en lång amerikansk statsobligation skulle vara attraktivt värderad på dessa nivåer. Förutom när räntenivån jämförs med den på statsobligationer i övriga mogna ekonomier förstås. I en bred tillgångsportfölj där andra delar kan prestera väl i ett positivt scenario fyller den dock fortfarande sin funktion. Nämligen att skydda portföljen mot ett elakartat deflationsscenario som i dagsläget är relativt sannolikt. Bedömningen blir således att en position alltså är motiverad, men i något mindre skala än för bara några månader sedan.

*Den här strategirapporten publicerades den 2 juni 2020.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 1 juni 2020.*



PEDER DU RIETZ, CFA
Ansvarig för global tillgångsallokering
hos Aktie-Ansvar