

Veckans tanke

Fredag 3 mars 2023

Tre mörka moln på himlen: vart är avkastningen på väg?

Världen befinner sig i ett extremt komplicerat, osäkert och farligt läge som påverkas av ett antal allvarliga kriser. Pandemin, kriget i Ukraina och klimatet är tre, delvis sammanlänkade, globala systemkriser som är katalysatorer för stora omvärldsförändringar. Systemkriser kräver, per definition, globalt samarbete och globala lösningar. Vi rör oss nu tyvärr i fel riktning, mot geoekonomisk, geofinansiell och geoteknologisk fragmentering.

Veckans tanke tar avstamp i den norska oljefondens senaste analyser av *dels* tre möjliga mörka framtidsscenarier, *dels* förväntad real portföljavgkastning. De ger oss också möjlighet att utvärdera våra tidigare tankar om t ex det långsiktiga globala "priset" på pengar. Vår slutsats kvarstår därmed: en långsiktig real ränta kan ligga på ca 0,5 procent. Samtidigt är vi ödmjuka inför de enorma omvärldsförändringar som nu pågår.



Robert Bergqvist

Senior Economist

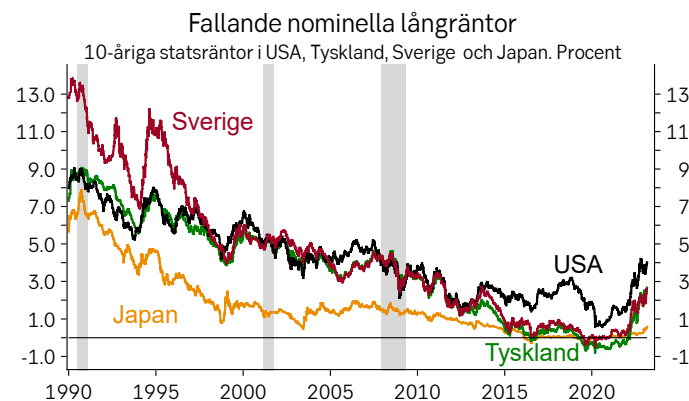
Phone: 070-445 14 04

E-mail: robert.bergqvist@seb.se

Twitter: @BergqvistRobert

Norges oljefond är en av världens största portföljförvaltare med placeringar i 70 länder och fyra tillgångsslag (aktier, stats- och kreditpapper samt fastigheter/infrastruktur). Fonden, vars officiella namn är Government Pension Fund Global (GPF), förvaltar tillgångar till ett värde av 1 268 miljarder dollar (2022). Dess uppdrag är att vara en långsiktig finansiell reserv som förväntas generera hög avkastning för dagens och framtidens generationer i Norge.

Oljefonden stresstestar sin portfölj utifrån tre hypotetiska och framåtblickande scenarier (se nedan) för att bedöma och kvantifiera portföljens motståndskraft i en starkt utmanande makroekonomisk miljö och den negativa inverkan på portföljens avkastning. En röd oroande tråd går genom de tre olika scenarierna: den höga globala offentliga skuldsättningen som byggts upp inte minst under pandemin. De tre scenarierna kan beskrivas på följande sätt, i rangordning efter storleken på den negativa portföljefekten:



De senaste decenniernas betydande långräntefall och stigande globala börskurser har skapat goda möjligheter att generera hög avkastning. Nu växer utmaningarna för fonden – och alla andra portföljförvaltare – på den nya globala spelplanen med tre sammanlänkade systemkriser. Därför är det extra intressant att ta del av fondens analyser och tankar om framåtblickande stress-tester och vad som kan anses som rimlig real portföljavgkastning.

En uppenbar nackdel med att enbart förlita sig på historiska simuleringar för att bedöma påverkan på avkastningen framöver är att framtida nationella och globala kriser sannolikt kommer att utvecklas på helt nya sätt. Det är ganska uppenbart att var och en av de 10-tal större kriser som träffat världen sedan mitten av 80-talet alla haft sin egen unika karaktäristika.

1. Eskalerande geopolitiska konflikter & fragmentering

Försämrat säkerhetspolitiskt läge förstärker utvecklingen mot rivaliserande ekonomiska handelsblock (= avglobalisering) vilket även leder till geofinansiell fragmentering. Global BNP-tillväxt påverkas negativt, riskpremier stiger och regeringar tar beslut om mer expansiv finanspolitik som ger en permanent uppgång i inflationsförväntningar.

2. Inflationsförväntningar stiger – inflationsmål ifrågasätts

Centralbankerna upphör alltför tidigt med att höja räntan och avstår från att agera på fortsatt hög inflation på grund av fördring av hög offentlig skuldsättning. Inflationsförväntningarna stiger till 4 procent.

3. Hårdlandning för tillväxten – stigande realräntor

Realräntor stiger vilket slår mot både hög offentlig skuldsättning och ekonomisk tillväxt. Den höga skuldsättningen förhindrar att mer expansiv finanspolitik kan dämpa tillväxtfallet.

Våra resonemang och slutsatser tar sin utgångspunkt i norska oljefondens framåtblickande stress-tester och tankar kring rimlig nivå på avkastning. Resonemang och slutsatser redovisas nedan.

1. Geopolitik & fragmentering – pågående process

Oljefondens stress-test för denna risk är högst relevant men samtidigt svårkvantifierad. Frågan som ställs allt oftare i företags styrelserum och i ekonomisk-politiska kretsar är: *hur hög är risken för permanent fragmentering, dvs att världen nu delas upp i olika och rivaliserande ekonomiska, finansiella och teknologiska block?* Det är uppenbart att ekonomisk politik idag används i en allt större ut-

sträckning för att bygga upp ett "nationellt försvar" genom ökad självförsörjningsgrad och strategisk autonomi, dels minskat beroende av rivaler, dels hindrandet av framväxten av nya ekonomiska och militära supermakter. Vi ser således konturerna av en simultan *geoekonomisk*, *geofinansiell* och *geoteknologisk* fragmentering vilka är ett uppenbart resultat av tre delvis sammanlänkade globala systemkriser (se bild nedan). Det är uppenbart att fragmenteringen får globala både reala och finansiella konsekvenser.



Den snabba och kraftfulla ekonomiska globaliseringen de senaste årtiondena har även medverkat till en parallell globalisering och integration av nationella finans- och kreditmarknader. Ökad global varuhandel, växande intresse för direktinvesteringar och allt större globala sparobalanser mellan utvecklade- och utvecklingsökonomier har ökat behovet av gränsöverskridande kapitalströmmar, riskreduceringsmöjligheter och överstatliga institutioner som verkar för ett välfungerande internationellt monetärt system som delvis styrts av t ex IMF och Bank for International Settlements BIS i Basel inom ramen för bl a G20. Nu förväntas även den globala finans- och kreditmarknaden gå i "fel riktning" vilket kan påverka såväl utbud som priset på kapital.

Pågående geopolitiska förändringar samspelar med växande ekonomiska utmaningar och teknologiska skiften på ett mycket kraftfullt sätt. De långsiktiga riskerna med, och potentiella kostnaderna för, ökad fragmentering är flera: sämre lönsamhet och resursutnyttjande, uppskjutna och överlag lägre investeringar, svagare innovationskraft och kunskapsspridning, lägre produktivitet och lägre sysselsättning.

Ekonomiska modeller har svårt att kvantifiera effekterna av den nya globala säkerhetspolitiska ordningen och fragmenteringen. IMF:s beräkningar av kostnaden för fragmenteringen varierar stort beroende på olika antaganden som görs om utvecklingen. IMF varnar för att kostnaden kan bli så hög som 7 procent av global BNP. Det är hela den årliga BNP-tillväxten för Japan och Tyskland. Det finns dock bedömningar som påvisar betydligt högre kostnader än så för fragmenteringen.

För mer analys och kommentarer av olika fragmenteringskrafter och effekter, se "Investment Outlook – Februari 2023" (s 19) samt kommande utgåva av "Ögat" (publiceras 8 mars 2023).

2. Inflationsförväntningar, inflationsmål & styrräntor

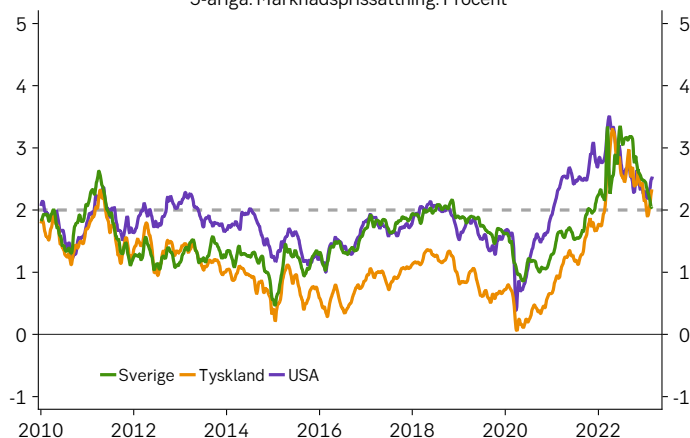
Förhoppningar finns om att inflationstoppen i de flesta länder är nådd – eller på väg att nås – men osäkerheten har ökat under inledningen på 2023. Samtidigt har räntorna åter stigit p g a dels fortsatt tydliga signaler från centralbanker om nya räntehöjningar, dels senareläggning av de första räntesänkningarna.

Inflationen väntas falla framöver av flera skäl: a) förbättrad balans mellan hög efterfrågan (minskar p g a höjda räntor) och beg-

ränsat utbud med färre produktionsstörningar, b) sjunkande inflationsförväntningar, c) prissänkningar när konsumenter och producenter substituerar bort dyrare varor, samt d) sk baseffekter som ger lägre årstal genom att månadsförändringarna 2023 väntas bli lägre jämfört med 2022.

Oroande tecken finns samtidigt att världen börjar anpassa sig till en ny inflationsvärld. Olika studier antyder att det kan finnas en "tipping-point" då inflationen nått nivåer då den börjar uppvisa tendenser till att bli självförstärkande. Studierna indikerar att en inflation över 3-4 procent kan vara en sådan möjlig "tröskelnivå". Därför är det viktigt att inflationen dels uppvisar en tydlig viktade trend, dels återvänder till 2-procentsmålen inom en snar framtid. Inflationsförväntningarna har överlag varit stabila och t o m backat tillbaka från höga nivåer. Men tre signaler oroar: 1. företags pris- och lönestrategier som i vissa fall går i fel riktning, 2. fackliga krav på lönekomensation för högre inflation och räntor, 3. ekonomer som förespråkar en uppjustering av inflationsmålen.

Inflationsförväntningar går i rätt riktning
5-åriga. Marknadsprissättning. Procent

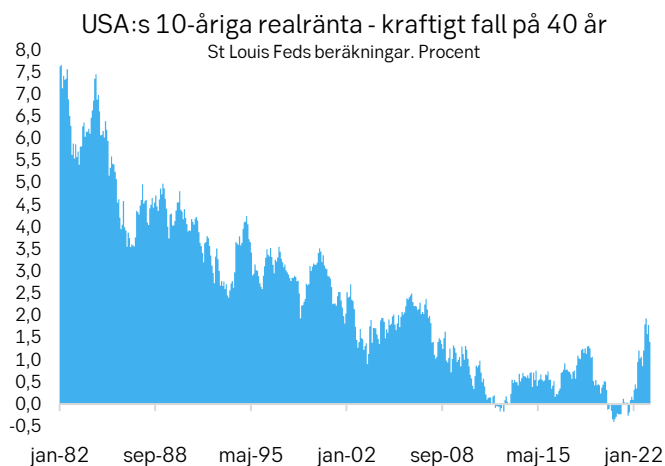


Risken för en penningpolitisk baksmälla ska inte underskattas.

Att penningpolitiken blir åtstramande med styrräntor över 2-2,5 procent gäller fortfarande och har bekräftats av IMF och centralbanker i olika publicerade analyser under 2022. Hög skuldsättning – nivå, löptid och bindningstid – påverkar olika ekonomiers räntekänslighet. Hur de finansiella förhållandena förändras när centralbankerna stramar åt påverkar realekonomin med viss eftersläpning. Fed publicerar sin sk proxyränta för att väga in t ex ränta, QT-politik och effekterna på kreditmarknaden. Proxyräntan ligger idag ca 1,25 procentenheter högre än styrräntan (4,75 procent). Bank of Englands Mann reste i ett tal nyligen frågor om dels hur expansiv brittisk penningpolitik egentligen är, dels hur förändringen av penningpolitiken påverkar den reala ekonomin. Visserligen är Mann en av räntehökarna på BoE men hennes tankar kring hur transmissionsmekanismen kan ha förändrats på senare tid, hur graden av monetär expansivitet kan bedömas, förtjänar uppmärksamhet.

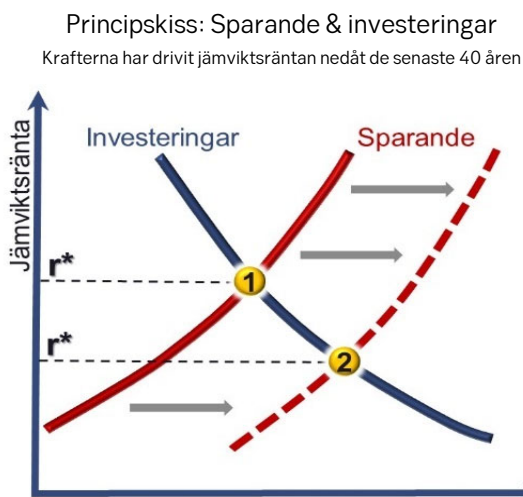
3. Hårdlandning & stigande realräntor

Realräntans utveckling de senaste 40 åren har varit tydlig; USA:s 10-åriga statsränta har fallit från 6,5-7,5 procent till ca 0 procent under pandemin 2020-2021. Enligt St Louis Feds senaste beräkningar – februari 2023 – ligger en 10-årig amerikansk realränta (statsobligation) på 1,4 procent; se graf ovan. Även korta realräntan följer i stort sett samma utveckling och har legat kring 0 procent under pandemin. Fallet i reala räntor är globalt och gäller således också för t ex Europa.



Vad är en jämviktsränta?

Jämviktsräntan är det pris på pengar som innebär att utbudet av sparande motsvarar marknadens efterfrågan på kapital. Utgångspunkten för jämviktsräntan är den neutrala ränta som inte är direkt observerbar. Neutrala räntan beräknas oftast i reala termer (d v s justerat för inflation). Neutral ränta ska motsvara en nivå som gäller då ekonomin befinner sig i balans (full sysselsättning och prisstabilitet). Därutöver kan investerare/låntagare addera riskpremier för att hitta det pris på pengar som balanserar utbud och efterfrågan på kapital.



En utgångspunkt är att se fallet i det globala priset på pengar

de senaste decennierna som en uthållig obalans mellan utbud och efterfrågan på globalt kapital. Drivkrafterna bakom räntefallet är välkända och tämligen accepterade av flertalet ekonomer:

- åldrande befolkning & långsam anpassning av pensionsåldrar
- ökad ekonomisk ojämlikhet
- hög skuldsättning
- svag produktivitet
- centralbankernas köp av räntepapper

Tillgången på globalt kapital blir sannolikt fortsatt god fram till nästa decennieskifte enligt beräkningar av centralbanker och IMF. Det talar för att t ex USA:s långa realränta kan komma att sjunka tillbaka till ca 0,50 procent. Även marknadens prissättning av olika europeiska realräntor indikerar nivåer på runt 0,50 procent. I en *Veckans tanke* från sensommaren 2021 drog vi slutsatsen att USA:s långsiktiga realränta torde ligga i intervallet 0-0,50 procent. Med en tänkt löptidspremie på 0-0,50 procent och en inflationsriskpremie på 1,5-2,0 procent drog vi slutsatsen att ett amerikansk 10-årig nominell statsränta långsiktigt kunde handlas till 2,25 procent \pm 0,75 procentenheter i snitt över en konjunkturcy-

kel. I dag finns det dock skäl att ompröva nivån på inflationsriskpremie även om marknaden hittills tror på drygt 2 procent.

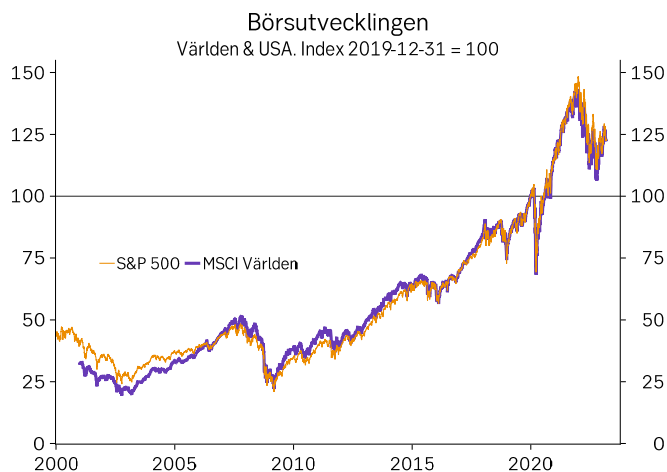
Nyckelfrågan nu är hur globala efterfrågan på kapital ser ut.

De närmaste åren ökar efterfrågan på kapital på grund av det växande behovet att genomföra stora investeringar för en nödvändig grön omställning, för utbyggnaden av försvar och säkerhet samt för förbättrad digital och fysisk infrastruktur. Att centralbanker samtidigt minskar sitt innehav av räntepapper riskerar också att pressa upp räntan även om den effekten sannolikt inte ska överdrivas.

För mer analys och kommentarer av räntornas drivkrafter, se **"Långsiktiga drivkrafter – vart är långräntan på väg?"**, Veckans tanke, 15 september 2021.

Norges Bank och förväntad långsiktig avkastning

I slutet av förra året presenterade norska oljefonden sina senaste estimat över förväntad avkastning på portföljen av aktier samt stats- och kreditpapper. Fonden har valt att lägga utgångspunkten för sina estimat på användningen av framåtblickande förväntningar utifrån finansiella priser och enkätbaserade undersökningar. Det är ett annorlunda angreppssätt jämfört med andra förvaltare som uppskatta framtida avkastning utifrån historisk utveckling. Det ligger dock väl i linje med fondens tankar kring framåtblickande hypotetiska stresstestar enligt ovan.



Oljefondens slutsatser kring långsiktig real avkastning är att den dels föll för olika tillgångsslag från globala finanskrisen 2007-09 och fram till utbrottet av pandemin (covid-19), dels har stigit därefter. Hösten 2022 beräknades den långsiktiga reala avkastningen på aktier och statsobligationer, och hela portföljen, vara:

Procent	Aktier	Statsobligationer	Totalt
Real avkastning	3,8	0,7	3,0

Källa: NBIM Dec 2022

Oljefondens förväntade reala avkastning på statsobligationer på 0,7 procent ligger således väl i linje med slutsatserna som vi tidigare redovisat och vad centralbanker och IMF presenterat under 2022. Oljefondens beräkningar är speciellt intressanta då det har gjorts efter pandemin och i ett nytt inflations- och ränteläge i ett tillstånd av krig i Europa och förändrad säkerhetspolitisk oro. Samtidigt är vi – och sannolikt också Norges Bank – ödmjuka inför de stora omvärldsförändringar som nu pågår.

Lästips

"01|2022: Expected returns on a multi-asset portfolio".

NBIM Discussion Note. December 19, 2022

"Stress testing 2022". NBIM. January