

Varför är räntorna så låga?

Trots den globala konjunkturåterhämtningen är de långa obligationsräntorna mycket låga (se diagram 56). Den låga nominella räntenivån kan bara i mindre utsträckning förklaras med fallande inflationsförväntningar. Det låga ränteläget beror i stället främst på att realräntan har fallit påtagligt under de senaste åren. Det tydligaste uttrycket för detta är den låga realräntan på långa realobligationer. Realräntan på en svensk realobligation med ca 10-års löptid har minskat från drygt 3,5 procent år 2001 till ca 2 procent i början av 2005. Räntan på långa realobligationer har utvecklats på ett likartat sätt i euroområdet och i USA (se diagram 57).

Dessutom har räntan på företagsobligationer fallit mer än räntan på statsobligationer i såväl Sverige som euroområdet och USA. Detta innebär att riskpremien på företagsobligationer nu är mycket liten.

Det finns en rad faktorer som kan ligga bakom de fallande långräntorna under de senaste fem åren. I många länder kan den demografiska utvecklingen med en åldrande befolkning ha stimulerat sparandet och därmed bidragit till att pressa ner obligationsräntorna. De asiatiska centralbankernas stora placeringar i amerikanska obligationer bidrar också till att pressa ner de långa räntorna. Men dessa faktorer har varit på plats under en längre tid och räcker därför inte för att förklara det senaste årets förhållandevis stora fall i långräntorna. Inte heller den expansiva penningpolitiken räcker som förklaring, speciellt inte med tanke på att den generellt förväntas bli mindre expansiv framöver, vilket borde visa sig i stigande långa räntor. Orsaken till utvecklingen det senaste året måste sökas på annat håll.

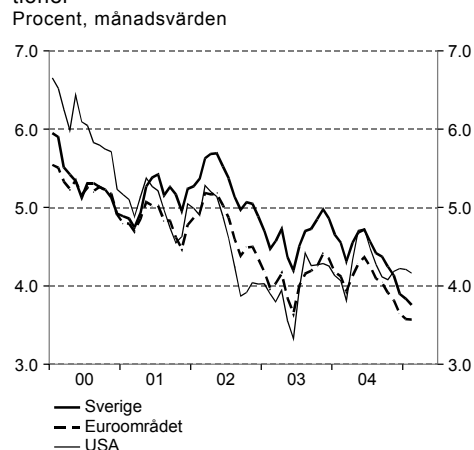
Låga investeringar i förhållande till företagens vinster

Att räntan är låg kan tolkas som att efterfrågan på investeringar är låg eller att utbudet av sparande är högt. Det relativa förhållandet mellan investeringsefterfrågan och utbudet av sparande är en viktig bestämningsfaktor för räntebildningen.

Den senaste tidens konjunkturutveckling kännetecknas av stigande efterfrågan på investeringar i bl.a. OECD-området, vilket i sig tenderar att pressa upp räntenivån. Samtidigt har vinsterna i företagen ökat snabbt. Om vinsterna ökar snabbare än investeringarna så ökar företagens finansiella sparande trots starka investeringar, vilket pressar tillbaka räntorna. En sådan utveckling ger företagen goda möjligheter att egenfinansiera investeringar, vilket kan antas dämpa utbudet av företagsobligationer.

Den senaste tidens utveckling av företagsvinster och investeringar i USA ger stöd för denna hypotes. Sedan början av 2000-talet har vinsterna i företagen ökat mycket snabbt och

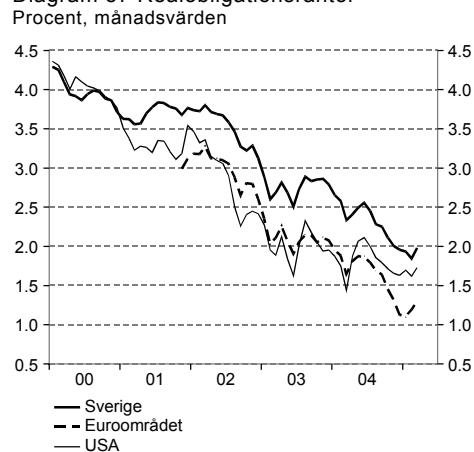
Diagram 56 Långa räntor, tioåriga statsobligationer



Anm. För euroområdet avses en tysk statsobligationsränta.

Källa: Riksbanken.

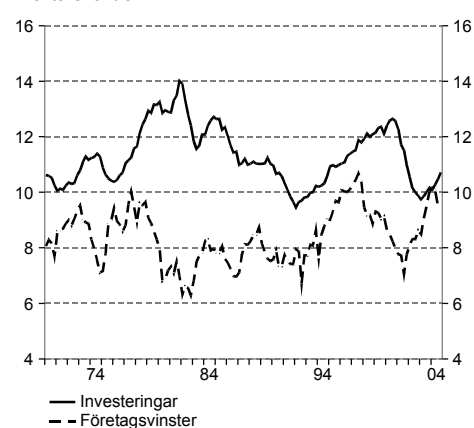
Diagram 57 Realobligationsräntor



Anm. För euroområdet avses en fransk realobligationsränta. Löptiden är ca 10 år.

Källa: Ecwin.

Diagram 58 Investeringar och vinster i USA
Procent av BNP, löpande priser, säsongsrensade kvartalsvärden

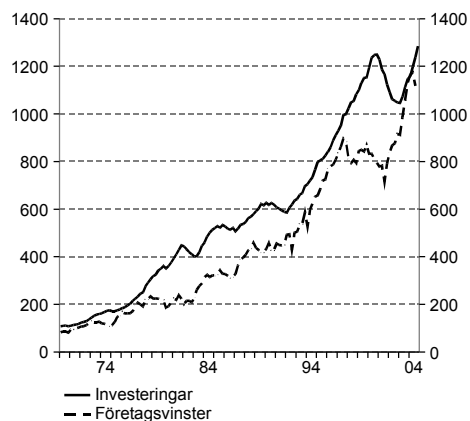


Anm. Näringslivets investeringar exklusive bostäder.

Källa: US Department of Commerce.

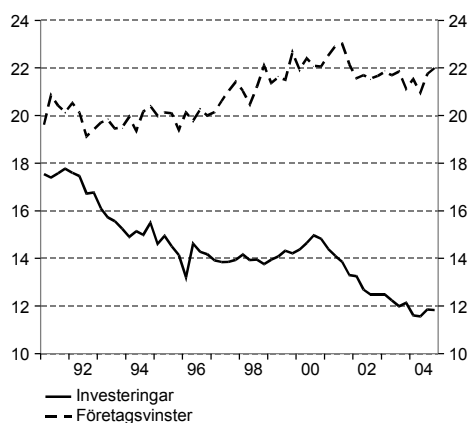
34 Finansmarknaderna

Diagram 59 Investeringar och vinster i USA
Biljoner USD, löpande priser, säsongrensade kvartalsvärden



Anm: Investeringar exklusive bostadsinvesteringar.
Källa: US Department of Commerce.

Diagram 60 Investeringar och vinster i förhållande till BNP, Tyskland
Kvot, löpande priser, säsongrensade kvartalsvärden



Anm: Investeringar exklusive bostadsinvesteringar.
Källor: Nationella källor.

vinsten som andel av BNP har stigit till ca 10 procent (se diagram 58). Även investeringarna har tagit fart men de är nu bara obetydligt större än vinsterna. Skillnaden mellan investeringar och vinster har sällan varit så liten tidigare under den senaste 30-årsperioden (se diagram 59). Sedan början av 1970-talet har det funnits ett kontinuerligt ”finansieringsgap” mellan nivåerna på investeringarna och vinsterna, men det är nu mycket litet.

Även i Tyskland är vinsterna höga i förhållande till investeringarna. Vinsterna i löpande priser har ökat i stort sett i samma takt som BNP under 1990-talet. Investeringarna som andel av BNP har däremot fallit, särskilt under de senaste åren (se diagram 60). Direktinvesteringar i utlandet är dock inte inkluderade i beräkningarna, vilket är viktigt att ha i åtanke. Det finns således en möjlighet att vinsterna har investerats utomlands.

Förändrade regler för pensionsförvaltning

Det pågår för närvarande ett arbete inom EU om förändrade regler för försäkringsbolag och tjänstepensionsinstitut.⁵ Arbetet berör kapitalförvaltningen och syftar till en bättre transparens genom en mer rimlig värdering av tillgångar och skulder, dvs. framtida pensioner, flexibla placeringsregler, samt ett större beaktande av risk i reglering och tillsyn.

I Holland har färdiga regelförslag för pensionsförvaltare redan presenterats, och detta har medfört en större efterfrågan från pensionsförvaltarna på obligationer med långa löptider. Detta har i sin tur bidragit till lägre räntor på långa obligationer. Motsvarande effekter har även konstaterats som en följd av regelförändringar i Danmark och Storbritannien.

Kapitalplaceringarna torde förvänta sig att de framtida reglerna kommer att gå i riktning mot ökad matchning mellan tillgångar och framtida pensionsåtaganden. Detta har rimligtvis redan medfört en större efterfrågan på långa placeringar och därmed bidragit till den senaste tidens fallande långa räntor.

Sammanfattningsvis kan de under fem år sjunkande långräntorna bero på den demografiska utvecklingen, asiatiska centralbankers placeringar samt svag konjunktur. De senaste årens snabbare fall kan bero på höga företagsvinster i förhållande till investeringarna samt ändrade regler för pensionsförvaltning.

⁵ För Sverige se: Placeringsutredningen (SOU 2003:84), delbetänkande av Försäkringsföretagsutredningen "Genomförande av tjänstepensionsdirektivet", SOU 2004:101.