

Er negative renter kommet for å bli?

Oslo, 8. oktober 2019

En refleksjon

"Time will tell if negative bond yields are indeed the "new normal". We need to see negative yields sustained outside of a growth slowdown to prove that thesis."

Robert Robis, Chief Fixed Income Strategist, BCA Research, 13. august 2019

Makro

Andelen av obligasjoner med negativ rente har økt kraftig de siste årene, spesielt i år.

Negative obligasjonsrenter er mulig når investorer er villig til å betale mer for obligasjoner enn pålydende og eventuelle framtidige kuponger.

Av obligasjonene i den brede obligasjonsindeksen Bloomberg Barclays Global Aggregate, som inneholder både stats- og kredittobligasjoner, var det per 30. september obligasjoner for om lag 15 000 milliarder USD som hadde negative renter, jf. figuren til høyre. Volumet utgjør 26 % av totalen i indeksen eller om lag 15 ganger verdien på Statens Pensjonsfond Utland. Volumet har mer enn doblet seg siste 12 måneder.

Obligasjoner med negativ rente gjelder ikke lenger bare japanske, tyske og franske statsobligasjoner. Per 30. september var det om lag 700 milliarder USD av selskapsobligasjoner med negative renter i den nevnte indeksen. Brorparten av dette har kommet i 2019.

Det er viktig å forstå årsakene til den negative renten for å ha et forhold til hvorvidt dette er en ny normal. Vi tok opp temaet med tre anerkjente analyseselskaper: BCA Research, TS Lombard og Alpine Macro.

Hva angår årsakene til negative renter, hadde svarene mange forklaringer, som gjerne reflekterer en bred debatt av makroøkonomisk utvikling, pengepolitikk og rentemarkeder.

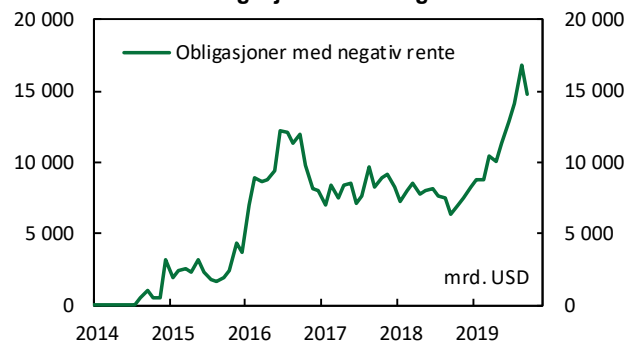
BCA Research svarte ved sin Global Fixed Income Strategy av 13. august at hovedårsakene til det store fallet i obligasjonsrenter siste år er klassiske drivere som svakere økonomisk vekst og inflasjon, utløst av:

- svakere global handel,
- svakere kapitalinvesteringer,
- effekter av mindre ekspansiv pengepolitikk og
- sterk USD.

BCA Research konkluderte med at obligasjonsrenter, globalt sett, er i tråd med vekstutsiktene. Selv om de synes amerikanske og tyske statsobligasjoner virker

å ha for lav rente, gjør usikkerheten rundt handelskrig og økonomisk vekst at de anbefaler en nøytral rentedurasjon.

Volum av obligasjoner med negativ rente



Kilde: Bloomberg

Alpine Macro, ved Chen Zhao, mener hovedårsaken til negative renter er at sparebehovet er større enn investeringsbehovet. Zhao legger likevel til en medvirkende årsak: at manglende finanspolitiske tiltak for å stimulere låneopptak og skattlegge sparing, har gjort at sentralbankene har måttet påta seg noe av denne oppgaven gjennom lavere styringsrenter.

Spørsmålet om negative obligasjonsrenter er kommet for å bli, er interessant for en langsiktig investeringsstrategi. Det generelle svaret fra de nevnte analysehusene er at selv om det kan forbli lave renter over lang tid, er ikke negative renter nødvendigvis en ny normal.

BCA Research kobler negative obligasjonsrenter til svekket økonomisk vekst, ikke til et nytt normalnivå. Derfor må det lave nivået vedvare i en periode med styrket vekst for å vise at det er kommet for å bli.

Alpine Macro ved Zhao kobler et framtidig skifte til sin kommentar om manglende inngripen via statsbudsjettene. Når eller hvis politikerne iverksetter en ekspansiv finanspolitikk, mener han det vil komme en reversering av relevante obligasjoners negative renter.

TS Lombard mener vi fortsatt vil ha lave renter, men viser også til ekspansiv finanspolitikk som mulig utløsende faktor for mindre negative obligasjonsrenter.

Om demografisk utvikling på lengre sikt gjør at forholdet mellom spare- og investeringsbehov igjen kommer mer i balanse, vil dette også medvirke til stigende obligasjonsrenter.

Pengepolitikken har i flere år hatt en svært framtreddende rolle i makroøkonomisk analyse. Det internasjonale pengefondet IMF har etterspurt sterkere bruk av finanspolitikken. I tråd med analysehusenes kommentarer over, kan det hende en mer balansert bruk av verktøy fra myndighetenes side og fornyet styrke i økonomisk vekst vil reversere denne perioden med negative obligasjonsrenter.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 30. september hadde indeksen steget 22,3 % målt i NOK og 17,2 % målt i lokal valuta hittil i år. MSCI Developed World steg i samme periode 23,8 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg 11,5 %, begge målt i NOK. Blant sektorene har IT hatt sterkest avkastning, men selv energi, med svakest utvikling, har gitt 12,3 % avkastning målt i NOK.

Hittil i år, per 30. september hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 12,3 %.

Løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 1,2 % per 30. september, mot 1,5 % ved årsskiftet. Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic

Bond Pricing (NBP) sin indeks NORM123D3, har gitt 2,1 % avkastning hittil i år per 30. september. Indeksens løpende avkastning var 2,1 % per 30. september, mot 2,2 % ved årsskiftet. Norske høyrenteobligasjoner valutastikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK har gitt 3,9 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 7,3 % siden nyttår.

Hittil i år, per 30. september har gullprisen steget med 14,8 %. Kobberprisen har falt 4,3 % og aluminiumprisen har falt 8,7 %. Oljeprisen har steget med 13,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år, per 30. september hadde USD og JPY styrket seg mot NOK med henholdsvis 5,3 % og 6,9 %, mens EUR er uendret og SEK har svekket seg mot NOK med 5,3 %.

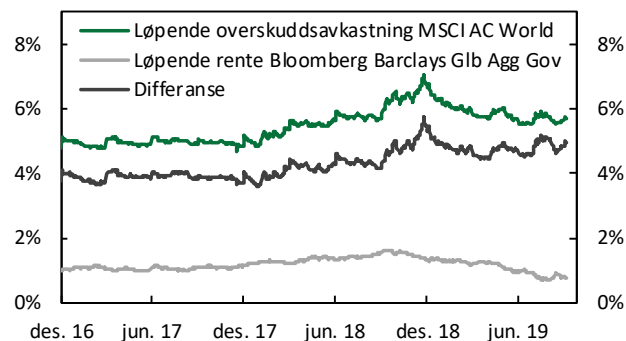
Likviditet, Verdi og Sentiment

Med lave og til dels negative obligasjonsrenter, er det naturlig å spørre seg hvor attraktive alternativene er.

Som framgår av figuren til høyre steg den løpende overskuddsavkastningen til den globale aksjeindeksen, MSCI AC World, som følge av sterkere inntjening fra 2016 til 2018. Det gjorde verdsettingen av aksjer noe mer attraktiv. Siste 12 måneder er dog inntjeningsveksten svakere. Verdsettingen har holdt seg, men usikkerhet har gitt volatilitet i avkastningen.

Med svekket inntjeningsvekst har den siste tidens dreining mot mer ekspansiv pengepolitikk vært viktig for aksjeverdiene. Verdsettingen vil framover være sensitiv for inntjeningen og renteutviklingen.

Aksjer gir fortsatt god løpende avkastning



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og den underliggende økonomiske veksten er svakere enn før. Det er forventninger om fortsatt vekst, men med en svakere veksttakt.

Verdsettingen er sensitiv til pengepolitikk, geopolitiske spenninger og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer og overvekt i høyrente.

Relevante markedsindikatorer per 30. september 2019

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.3 %	0.8 %	0.9 %	1.9 %	3.6 %	1.37 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.4 %	0.2 %	1.0 %	1.8 %	2.9 %	7.7 %	1.27 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.7 %	0.5 %	2.4 %	3.6 %	3.9 %	12.1 %	1.24 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0.4 %	0.6 %	2.1 %	2.8 %	5.8 %	--	--
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	-0.6 %	0.3 %	3.9 %	3.4 %	26.3 %	--	--
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0.5 %	2.3 %	7.8 %	9.0 %	8.4 %	20.9 %	1.53 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0.5 %	2.4 %	7.7 %	9.1 %	7.9 %	20.4 %	1.30 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0.6 %	-0.2 %	8.6 %	4.7 %	12.9 %	26.9 %	6.14 %
Oslo Børs Fondsindeks	2.5 %	2.9 %	12.3 %	-3.7 %	39.2 %	48.1 %	867.58
Oslo Børs Hovedindeks	2.9 %	2.5 %	10.9 %	-5.5 %	42.4 %	45.5 %	884.26
Oslo Børs Small Cap Index	3.5 %	-0.7 %	8.1 %	-12.9 %	11.8 %	-2.8 %	612.79
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	1.4 %	0.1 %	15.7 %	8.9 %	81.5 %	94.3 %	2 018.53
Oslo Børs Eiendomsindeks	2.8 %	6.5 %	19.1 %	18.5 %	34.5 %	90.3 %	--
VINX Benchmark Cap	1.9 %	3.4 %	14.6 %	4.9 %	34.2 %	67.7 %	423.49
MSCI All Countries (AC) World Local	2.2 %	1.1 %	17.2 %	2.5 %	34.9 %	47.2 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1.8 %	6.6 %	22.3 %	13.2 %	50.5 %	95.5 %	--
MSCI Developed World	1.8 %	7.2 %	23.8 %	13.7 %	52.6 %	100.4 %	--
MSCI Emerging World	1.6 %	2.1 %	11.5 %	9.4 %	35.7 %	58.9 %	--
MSCI Frontier World	-2.2 %	5.5 %	16.5 %	18.2 %	39.7 %	32.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	2.4 %	4.7 %	19.7 %	10.8 %	38.0 %	59.3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	1.5 %	2.2 %	15.8 %	17.5 %	43.4 %	38.7 %	--
MSCI Developed North America	1.5 %	8.1 %	26.5 %	15.5 %	61.4 %	123.1 %	--
MSCI Emerging Latin America	2.3 %	0.7 %	11.9 %	19.1 %	38.9 %	36.2 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.5 %	2.4 %	13.5 %	9.7 %	37.8 %	72.9 %	--
MSCI Japan	3.8 %	10.0 %	17.0 %	6.4 %	36.6 %	86.1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0.9 %	6.4 %	24.2 %	12.7 %	55.6 %	117.0 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.4 %	10.4 %	24.8 %	23.7 %	33.9 %	94.3 %	--
MSCI AC Energy	4.4 %	0.8 %	12.3 %	-4.9 %	21.0 %	17.5 %	--
MSCI AC Financials	4.5 %	5.4 %	19.1 %	11.3 %	51.5 %	80.6 %	--
MSCI AC Health Care	-0.5 %	5.2 %	13.6 %	8.8 %	42.1 %	90.4 %	--
MSCI AC Industrials	2.5 %	5.6 %	23.9 %	10.9 %	46.3 %	95.8 %	--
MSCI AC Information Technology	1.8 %	9.4 %	35.0 %	18.7 %	93.6 %	192.0 %	--
MSCI AC Materials	2.2 %	1.7 %	15.6 %	6.3 %	40.5 %	65.6 %	--
MSCI AC Real Estate	1.0 %	9.6 %	26.0 %	28.3 %	38.8 %	99.1 %	--
MSCI AC Communication Services	-0.1 %	7.0 %	21.3 %	20.6 %	23.0 %	56.1 %	--
MSCI AC Utilities	2.9 %	12.5 %	24.7 %	33.2 %	50.5 %	94.2 %	--
USDNOK	-0.3 %	6.6 %	5.3 %	11.6 %	14.0 %	41.7 %	9.07
EURNOK	-1.1 %	2.2 %	0.0 %	4.8 %	10.5 %	22.2 %	9.93
GBPNOK	0.9 %	3.2 %	1.5 %	5.4 %	7.9 %	7.4 %	11.16
SEKNOK	-0.4 %	0.6 %	-5.3 %	0.8 %	-0.8 %	3.7 %	0.93
Bloomberg Commodity	1.2 %	-1.8 %	3.1 %	-6.6 %	-4.4 %	-31.1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	4.7 %	-5.0 %	-5.2 %	-5.0 %	-20.7 %	-30.8 %	--
Brent Crude (ICE)	0.6 %	-8.7 %	13.0 %	-26.5 %	23.9 %	-35.8 %	61.91
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-7.9 %	-25.5 %	-18.0 %	-20.8 %	-10.6 %	34.7 %	48.62
Gull spot	-3.2 %	4.5 %	14.8 %	23.5 %	11.9 %	21.9 %	1 497.05
Aluminium spot	-1.3 %	-4.4 %	-8.7 %	-16.9 %	2.2 %	-11.8 %	1 716.75
Kobber spot	0.7 %	-4.8 %	-4.3 %	-9.1 %	17.5 %	-15.2 %	5 736.25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.