

Er dagens rentenivå en ny normal?

Oslo, 6. juli 2020

En refleksjon

Selv om utvalget er åpent for forventninger om en kommende global renteoppgang, er en ikke overbevist om at de faktorene som har gitt dagens lave renter uten videre er selvreverserende. Utvalget ser derfor ikke bort fra muligheten av at renter nær dagens nivå etter hvert kan bli ansett som en ny normal.

«Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland», Norsk Offentlig Utredning 2016:20

Makro

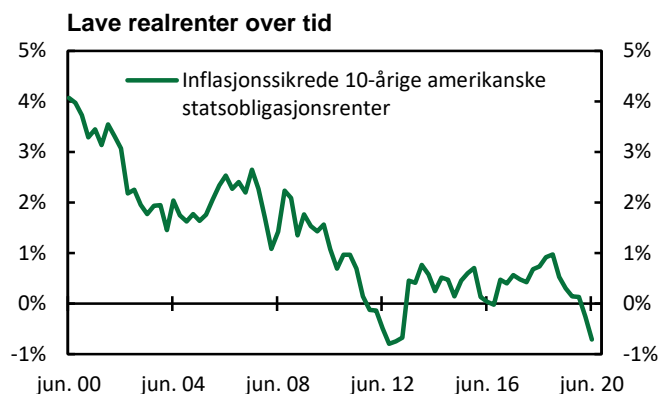
Helt siden rentetoppen på 80-tallet da Federal Reserve beseiret det daværende inflasjonsproblemet med stigende styringsrenter, har trenden i det amerikanske rentenivået vært fallende over tid. Figuren til høyre viser inflasjonssikrede 10-årige amerikanske statsobligasjonsrenter. Disse realrentene falt over flere tiår og har siden holdt seg mellom rundt 1 % og -1 % siste 10 år.

Fallende obligasjonsrenter har både gitt god avkastning på obligasjoner med en lengre rentedurasjon og bidratt til avkastning på aksjer på grunn av fallende diskonteringsrente.

Det er ingen sterk konsensus for årsaken til de lave rentenivåene, men flere ulike momenter framheves:

- 1) Lavere produktivitetsvekst per arbeidstime gir lavere forventninger til inntektsvekst og framtidig rentenivå.
- 2) Etterkrigsgenerasjonen (såkalte baby boomers) har over lang tid gitt en høy andel av befolkningen i arbeidsfør alder. I denne alderen sparer folk i gjennomsnitt mer enn ungdom og eldre. Dette har gitt høyere etterspørsel og tilhørende høyere priser på verdipapirer som obligasjoner, som igjen gir lavere rentenivå.
- 3) Spareraten tenderer til å øke med inntekten. Det vil si at de med høyere inntekt sparer en høyere del av inntekten sin enn de med lavere inntekt. Større ulikhet i inntekt kan derfor føre til at den gjennomsnittlige spareraten øker og rentene faller.
- 4) Reguleringer for pensjonsselskaper setter begrensninger på markedsrisiko og gjør at disse etterspør langsiktige og sikre investeringer, som for eksempel langsiktige statsobligasjoner. Økt etterspørsel medvirker til å presse obligasjonsrenter ned.

- 5) Sentralbankenes kvantitative lettelser består for en stor del av kjøp av statsobligasjoner. Intuitivt vil denne ekstra etterspørselen gi høyere priser på de etterspurte obligasjonene med tilhørende lavere rentenivå.



Kilde: Bloomberg

Mork-utvalget skrev i Norsk offentlig utredning 2016:20 at de ikke ville se bort fra muligheten for at de lave rentene kunne bli en ny normal. Realrentene har i hvert fall forblitt lave siden den gang.

På den andre siden kommenterte Jeremy Siegel, professor i finans ved Wharton School, den nye normalen i lys av koronakrisen i [intervju](#) på Bloomberg Radio 21. juni. Han påpeker et viktig element ved responsen på koronakrisen. Denne gang tilførte finanspolitiske virkemidler verdier rett inn i realøkonomien. Dette mener han i større grad vil være inflasjonsdrivende og potensielt kunne løfte langsiktige renter.

Fremdeles virker andre faktorer dempende på realrenter. Også gjennom de foregående tiår har det vært sykliske bevegelser i rentenivået med variasjoner innenfor en større trend.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 30. juni var 2,8 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var -5,3 %. Avkastningen fra årsskiftet til 23. mars var -20,4 % i lokal valuta, mens etter 23. mars har tilsvarende avkastning vært formidabelt 34,9 % per 30. juni.

Det er tydelige forskjeller mellom ulike typer aksjer. Mens forventet inntjening rullerende neste 12 måneder for globale helse- og teknologiaksjer er nesten uendret, har tilsvarende forventninger for industri- og energiaksjer falt henholdsvis 30 % og 70 %. Mens MSCI AC IT har hatt 23,0 % avkastning hittil i år per 30. juni i NOK, har MSCI AC Energy hatt -27,6 % avkastning.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 13,6 % hittil i år, per 30. juni.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,4 % per 30. juni, mot 1,4 % ved årsskiftet. Rentenivået for NBP norske obligasjoner

med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,1 % per 30. juni, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 8,8 % per 30. juni, mot 6,9 % ved inngangen til året.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 0,9 % i USD per 30. juni, mot 1,4 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 7,0 % i USD per 30. juni, mot 5,6 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 30. juni, har gullprisen steget med 17,4 %. Industrimetallene kobber og aluminium har falt med henholdsvis 2,3 % og 10,1 %. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) har falt kraftig og var per 30. juni USD 41,2, som er 37,7 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Valutamarkedet har vært preget av svært høy volatilitet. Hittil i år, per 30. juni hadde USD, EUR, GBP og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 9,6 %, 9,8 %, 2,5 % og 10,0 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

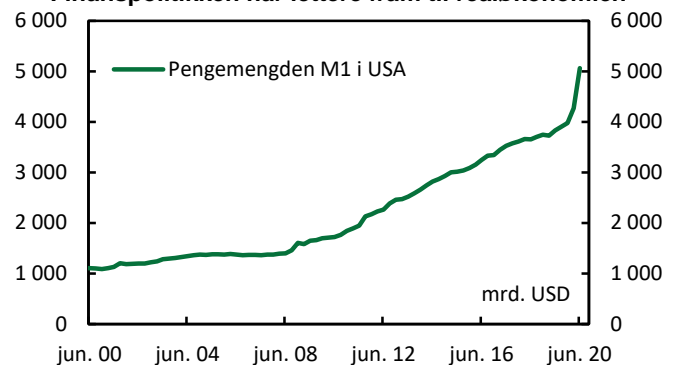
2. kvartal 2020 har vært et svært sterkt kvartal for aksjer. En velkjent forklaring har vært styrket sentralbanklikviditet ved fornyet ultraekspansiv pengepolitikk. Samtidig er det viktig å forstå virkekraften til den ekspansive finanspolitikken som svært tidlig i denne krisen ble vedtatt av myndigheter i mange land.

Etter finanskrisen og gjennom de mange år som fulgte etter denne, var hovedtonen svært ekspansiv pengepolitikk, blant annet i form av kvantitative lettelser. Mye av den økte likviditeten fra sentralbankene gikk dog til økte reserver hos bankene og ble ikke kanalisert ut i realøkonomien. Det internasjonale pengesystemet etterspurte lenge økt innsats gjennom finanspolitikken for å balansere og styrke tiltakene som skulle bringe fornyet økonomisk vekst, uten at dette skjedde.

I koronakrisen kom denne finanspolitiske responsen raskt på plass. Det kan argumenteres for at dette gav mye kraftigere effekt i tilgjengelige midler for videre konsum. Figuren viser, enkelt sagt, volumet i ordinære betalingskontoer. Dette har gitt en økning i likviditet i realøkonomien blant folk flest.

Verdsettingen av aksjer målt mot kommende 12 måneders inntjening har økt og reflekterer i høy grad den likviditetsdrevne børsoppgangen.

Finanspolitikken når lettere fram til realøkonomien



Kilde: Bloomberg

Sentimentet er tungen på vektskålen i denne situasjonen. Sentimentet har snudd til kraftig positivt på grunn av de forannevnte finans- og pengepolitiske tiltakene, samt delvis gjenåpning av samfunnet verden over. Sentimentet kan imidlertid også være sensitivt overfor en mulig forverring av koronakrisen.

Konklusjon

Positiv sentralbank- og markedslikviditet, høyere verdsetting og sensitivitet i forhold til sentiment gjør at vi i sum setter om lag nøytral aksjevekt.

Det norske kredittmarkedet med høy kredittverdighet og høyrentemarkedet virker relativt lavt priset, og vi har derfor en viss overvekt i disse aktivaklassene.

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2020

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.0 %	0.1 %	0.6 %	1.3 %	2.5 %	3.8 %	0.08 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.0 %	0.9 %	4.0 %	4.2 %	6.2 %	8.8 %	0.21 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.2 %	1.4 %	5.9 %	5.9 %	9.4 %	13.7 %	0.36 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.3 %	2.8 %	4.7 %	5.2 %	9.1 %	14.6 %	1.09 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	4.7 %	15.0 %	-6.5 %	-5.1 %	5.5 %	12.0 %	8.82 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.5 %	2.7 %	3.3 %	5.2 %	12.3 %	20.9 %	1.23 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.5 %	2.3 %	3.7 %	5.5 %	12.6 %	20.6 %	0.95 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	2.1 %	11.4 %	-6.5 %	-4.1 %	2.4 %	19.3 %	7.01 %
Oslo Børs Fondsindeks	0.3 %	14.3 %	-13.6 %	-5.6 %	15.7 %	30.0 %	798.59
Oslo Børs Hovedindeks	-0.2 %	12.5 %	-14.6 %	-8.0 %	13.8 %	26.4 %	795.22
Oslo Børs Small Cap Index	3.7 %	28.9 %	-22.6 %	-12.6 %	-11.6 %	-14.5 %	545.40
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.5 %	17.1 %	-7.3 %	-0.1 %	35.5 %	70.7 %	2 030.20
Oslo Børs Eiendomsindeks	-1.1 %	11.8 %	-12.7 %	3.9 %	24.5 %	62.1 %	--
VINX Benchmark Cap	1.6 %	11.3 %	8.0 %	20.3 %	29.5 %	60.1 %	492.11
MSCI All Countries (AC) World Local	2.9 %	18.3 %	-5.3 %	3.1 %	21.3 %	39.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	2.2 %	10.4 %	2.8 %	15.2 %	37.9 %	67.5 %	--
MSCI Developed World	1.7 %	10.5 %	3.3 %	16.0 %	40.1 %	71.0 %	--
MSCI Emerging World	6.3 %	9.3 %	-1.1 %	9.0 %	22.0 %	41.1 %	--
MSCI Frontier World	0.7 %	6.2 %	-7.7 %	0.2 %	9.3 %	21.7 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.1 %	6.7 %	-4.4 %	5.2 %	15.3 %	31.7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-0.3 %	7.4 %	-12.3 %	-6.1 %	14.3 %	22.7 %	--
MSCI Developed North America	1.3 %	12.5 %	6.4 %	20.6 %	53.1 %	94.1 %	--
MSCI Emerging Latin America	4.2 %	10.3 %	-29.0 %	-23.8 %	-7.9 %	4.0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	7.1 %	9.6 %	2.9 %	12.4 %	26.9 %	51.3 %	--
MSCI Japan	-1.0 %	3.3 %	1.8 %	16.3 %	25.9 %	45.2 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4.3 %	19.1 %	11.0 %	23.3 %	52.4 %	82.7 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-0.1 %	1.0 %	2.9 %	12.5 %	24.6 %	54.7 %	--
MSCI AC Energy	-1.1 %	9.1 %	-27.6 %	-25.5 %	-12.9 %	-13.1 %	--
MSCI AC Financials	2.2 %	3.7 %	-16.2 %	-7.1 %	2.7 %	25.2 %	--
MSCI AC Health Care	-1.7 %	6.8 %	12.0 %	29.3 %	52.5 %	69.4 %	--
MSCI AC Industrials	1.4 %	8.7 %	-5.1 %	3.9 %	19.6 %	54.2 %	--
MSCI AC Information Technology	6.5 %	20.4 %	23.0 %	48.7 %	110.7 %	206.6 %	--
MSCI AC Materials	3.1 %	16.3 %	0.3 %	7.6 %	25.3 %	50.7 %	--
MSCI AC Real Estate	1.1 %	2.8 %	-7.1 %	1.0 %	19.7 %	43.6 %	--
MSCI AC Communication Services	1.6 %	10.9 %	10.0 %	22.8 %	35.8 %	44.7 %	--
MSCI AC Utilities	-2.1 %	-1.3 %	-0.7 %	10.2 %	32.1 %	62.7 %	--
USDNOK	-1.0 %	-7.4 %	9.6 %	12.8 %	15.3 %	22.5 %	9.62
EURNOK	0.2 %	-5.8 %	9.8 %	11.5 %	13.3 %	23.6 %	10.81
GBPNOK	-0.6 %	-7.5 %	2.5 %	10.1 %	9.8 %	-3.2 %	11.93
SEKNOK	0.1 %	-1.8 %	10.0 %	12.2 %	4.2 %	8.8 %	1.03
Bloomberg Commodity	2.3 %	5.1 %	-19.4 %	-17.4 %	-17.3 %	-33.0 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.2 %	-5.4 %	-17.7 %	-17.3 %	-30.7 %	-40.2 %	--
Brent Crude (ICE)	16.5 %	81.0 %	-37.7 %	-38.2 %	-14.1 %	-35.3 %	41.15
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-9.9 %	0.1 %	-21.4 %	-7.9 %	-14.4 %	44.1 %	59.01
Gull spot	2.9 %	12.9 %	17.4 %	26.3 %	43.4 %	51.9 %	1 780.96
Aluminium spot	4.9 %	7.3 %	-10.1 %	-10.0 %	-16.3 %	-3.0 %	1 601.75
Kobber spot	12.2 %	21.6 %	-2.3 %	0.4 %	1.3 %	4.3 %	6 004.50

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), 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.