

Utviklingen i rentemarkedet

Oslo, 10. oktober 2022

En refleksjon

“Usually, when people discuss the neutral rate, they are referring to policy rates. The problem is that policy rates are much less important to the economy than long-term bond yields. The latter ... are also what equity investors use to discount future cash flows.”

“Global Investment Strategy”, Peter Berezin, BCA Research, 30.09.2022

Konsekvenser av renteutviklingen for en langsiktig investor

Renteutviklingens betydning for en balansert, langsiktig investor har mange ulike aspekt.

For det første har aktivaklassen likviditet, som er kredittobligasjoner med svært kort løpetid, fått høyere løpende renteavkastning. Det har gjort aktivaklassen mer attraktiv for den delen av investeringsporteføljen som skal ha lav risiko.

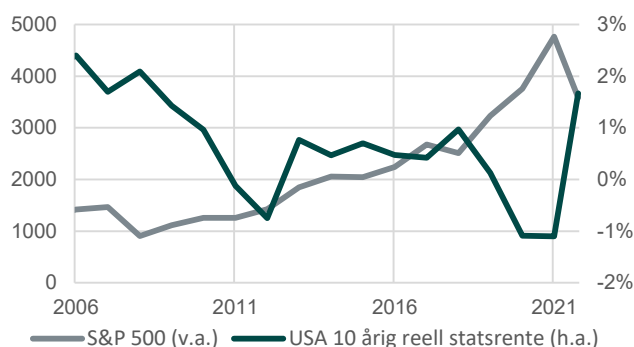
For det andre har verdien på obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon falt på grunn av den sterke renteøkningen. Investorer har undret seg over det uvanlige verdifallet for en aktivaklasse med lav risiko. På den annen side har disse obligasjonene nå høyere løpende renteavkastning enn på lenge, som gir dem et godt utgangspunkt for bidraget til avkastning i porteføljen videre. Det er også viktig å forstå kraften i den løpende renteavkastningen over tid. Norske obligasjoner med høy kredittverdighet, målt ved den mest brukte indeksen for ordinære norske obligasjonsfond, NBP NORM123D3, har mer enn doblet rentenivået de siste fire årene, men har likevel hatt positiv avkastning i samme periode.

For det tredje: Obligasjoner med høy kredittverdighet har også tjent som instrument for diversifisering i en klassisk balansert portefølje allokert mellom aksjer og obligasjoner. En av flere forklaringer til dette, er at når aksjemarkedet faller i dårligere konjunkturer, setter gjerne sentralbankene ned styringsrenten for å dempe nedgangen. Fallende styringsrente bidrar til løft i obligasjonsverdiene, som demper verdifallet i den totale porteføljen. Det var sterkere innslag av denne effekten før finanskrisen. I perioden med ultraekspansiv pengepolitikk og svært lav løpende renteavkastning har avkastningen i obligasjoner og aksjer i større grad gått i samme retning, selv om obligasjonene med høy kredittverdighet likevel har hatt en dempende effekt på grunn av lavere risiko. Med renter snart på høyde med nivået fra før finanskrisen, har sentralbankene også gjenvunnet et handlingsrom ved framtidige nedgangstider som gjør at obligasjoner har gjenvunnet noe av sin kraft til diversifisering.

Til sist: For aksjeinvestorer, er gjerne obligasjoner det viktigste alternativet investor har, og rentenivået danner et avkastningskrav eller neddiskonteringsrate for verdsettingen

av aksjene. Figuren under viser utviklingen til den brede amerikanske aksjeindeksen S&P 500 som en grå linje og løpende realrenteavkastning til amerikanske 10-årige statsobligasjoner. I år har aksjemarkedet falt og 10-årige realrenter i USA steget kraftigere enn noen gang de rundt 25 årene Bloomberg har indeksdata for. Det er disse obligasjonene med lang løpetid Peter Berezin henviser til i refleksjonen over, som viktigere enn styringsrenten for fastsettelse av aksjenes verdier. Det er likevel ikke et tydelig en-til-en-forhold mellom renter og aksjer, da både rentenivå og aksjeutvikling drives av mer enn neddiskonteringsrate. Men vi har observert hvordan lavere lange renter etter finanskrisen og koronakrisen var et bidrag til at risikoaktiva steg i verdi den gang. Med ekstraordinær høy inflasjon nå, har de vestlige sentralbankene løftet rentenivået veldig raskt og sterkt. Dette slår over i forventninger til rentenivået over tid, som gir oss høyere lange renter og lavere aksjeverdier.

Realrenteutvikling og avkastning i aksjemarkedet



Kilde: Bloomberg, S&P

Gode selskaper har ikke dermed tapt denne verdien for alltid, da de fortsetter med å produsere gode produkter som også gir god framtidig inntjening i selskapene. Forvalter Tom Hancock m.fl. i GMO hevder også i sin «Insight» for oktober at markedet har tillagt veksten for stor betydning for verdsettingen av voksende kvalitetsselskaper. De mener derfor at markedet har overreagert i sin rentedrevne nedjustering av verdiene av denne type selskaper i forhold til markedet generelt.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 8,2 % hittil i år per 30. september, målt i NOK. For investorer som har søkt valutasikring har fallet vært større, med 23,3 % i samme periode for MSCI ACWI Hedged NOK. Oslo Børs Fondsindeks har falt 15,1 % i samme periode.

Energikrisen har gitt særdeles store avkastningsforskjeller mellom sektorene. MSCI ACWI Energy har steget 39,5 % hittil i år per 30. september, i NOK, mens den tidligere så sterke MSCI ACWI Information Technology har falt 19,6 %.

Råvarer har delt seg i to hovedgrupper hva prisutvikling angår. Energirelaterte råvarer som olje og naturgass, har steget. Industrielle metaller, derimot, har falt 16,2 % hittil i år, målt ved Bloombergs brede indeks i USD, som reflekterer lavere verdier for ISM Manufacturing PMI (USA) og JPMorgan Global

Manufacturing PMI. Også edle metaller faller. Gull har falt 9,2 % hittil i år, målt i USD.

Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP NORM123D3, har falt 4,4 % hittil i år, målt i NOK. På den annen side har løpende renteavkastning steget markant, fra 2,1 % ved nyttår til 4,5 % per 30. september. Underliggende statsrenter har steget, og kredittpåslaget har steget fra 36 til 106 basispunkter. Dette er et høyt kredittpåslag siden indeksens oppstart 31.12.14, høyere enn ved oljeprisfallet i 2015, men lavere enn ved koronakrisen i 2020.

Norske høyrenteobligasjoner har også høyere løpende renteavkastning, men det er hovedsakelig på grunn av underliggende statsrenter, og kredittpåslaget har ikke hatt en signifikant økning.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Det råder alltid en usikkerhet rundt hva som er det nøytrale rentenivået, som hverken virker ekspansivt eller kontraktivt. På tross av dette, er Federal Reserve sin egen oppfatning at rentenivået nå er kontraktivt, ved at de forventer at det på lang sikt vil være lavere enn dagens nivå. Diskusjonen går derfor rundt hvor mye og hvor lenge rentepolitikken vil bli ytterligere kontraktiv før den normaliserer seg igjen, og hvor mye markedet allerede har priset dette inn i aktivaverdiene. Det er i denne fasen det er ekstra viktig for de store sentralbankene å unngå feil kalibrering.

Samtidig har kontraktiv pengepolitikk og høyere rentenivå gitt fornyet oppmerksomhet og attraktivitet til tradisjonelle aktivaklasser som likviditet og obligasjoner med høy kredittverdighet. Figuren til høyre viser hvordan rentenivået for likviditet, kredittobligasjoner med svært kort løpetid, nå er det dobbelte av nivået forut for koronakrisen.

Verdsetting

Verdsettingen i aksjemarkedet har falt i tråd med økende rentenivå og tilhørende avkastningskrav som diskutert på forrige side. Den fortsetter å falle i takt med fallende

forventninger til framtidig inntjening. PMI for september indikerte nullvekst, globalt sett.

Løpende renteavkastning for likviditet



Kilde: Nordic Bond Pricing

Sentimentet er negativt, ved at brede aksjeindekser for USA og Europa har indeksverdier både under glidende 200-dagers, 100-dagers og 50-dagers gjennomsnitt. Det samme gjelder for Norge. Sentimentet blant investorer holder seg fortsatt negativt, som målt ved veletablerte American Association of Individual Investors.

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Sentralbanklikviditeten er nær et normalnivå. Det er usikkerhet knyttet til utsikter for en periode med kontraktiv pengepolitikk som skal temme inflasjonen.

Verdsettingen er lavere enn ved årsskiftet etter stigende renter og fallende forventninger til inntjeningen. Det er derfor knyttet spenning til videre utvikling i selskapenes inntjening og hvor mye av dette som alt er priset inn i markedene.

Sentimentet er, som nevnt over, negativt.

Vi gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 30. september 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	1 mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs / yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,2 %	0,4 %	0,6 %	0,6 %	1,7 %	3,1 %	2,41 %
NBP Standard Liquidity Index	0,1 %	0,4 %	0,6 %	0,7 %	3,1 %	6,1 %	3,62 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	0,5 %	-0,5 %	-4,4 %	-4,5 %	-0,2 %	3,4 %	4,51 %
NBP høyrenteobligasjoner	-1,1 %	2,0 %	1,7 %	2,7 %	12,8 %	23,1 %	9,86 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-3,6 %	-4,0 %	-12,8 %	-12,6 %	-9,9 %	-2,1 %	--
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-5,1 %	-2,2 %	-17,5 %	-17,9 %	-10,9 %	-7,0 %	--
Oslo Børs Fondsindeks	-12,6 %	-7,5 %	-15,1 %	-12,4 %	17,2 %	33,7 %	1 020,39
Oslo Børs Hovedindeks	-11,7 %	-5,8 %	-8,2 %	-5,2 %	24,4 %	40,8 %	1 102,79
Oslo Børs Small Cap Index	-12,1 %	-5,5 %	-13,0 %	-9,8 %	25,0 %	19,7 %	--
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-6,6 %	-4,8 %	-17,1 %	-4,8 %	45,8 %	80,2 %	--
VINX Benchmark Cap	-3,3 %	-1,9 %	-20,9 %	-15,5 %	32,2 %	44,9 %	--
MSCI ACWI	-0,9 %	2,9 %	-8,2 %	-1,3 %	33,5 %	69,8 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-9,3 %	-6,0 %	-23,3 %	-18,2 %	--	--	--
MSCI World	-0,6 %	3,6 %	-8,0 %	0,0 %	36,7 %	77,0 %	--
MSCI World Hedged NOK	-9,2 %	-5,5 %	-23,4 %	-17,4 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-3,3 %	-2,3 %	-10,1 %	-10,6 %	12,3 %	24,8 %	--
MSCI Frontier World	-0,6 %	3,3 %	-8,3 %	-7,0 %	15,0 %	28,4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	0,0 %	-0,8 %	-12,2 %	-6,5 %	13,5 %	28,4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	1,4 %	7,6 %	-21,2 %	-23,0 %	-5,1 %	14,3 %	--
MSCI Developed North America	-0,6 %	5,0 %	-7,2 %	2,7 %	48,3 %	104,1 %	--
MSCI Emerging Latin America	6,0 %	14,4 %	27,1 %	24,7 %	7,8 %	19,5 %	--
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan	-4,2 %	-3,6 %	-9,2 %	-9,1 %	15,7 %	32,4 %	--
MSCI Japan	-1,8 %	2,0 %	-9,2 %	-12,1 %	10,3 %	32,4 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-3,9 %	-5,0 %	-22,3 %	-22,9 %	11,3 %	33,1 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-1,2 %	7,4 %	-15,2 %	-9,3 %	32,6 %	76,5 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	1,3 %	3,1 %	3,7 %	13,2 %	23,8 %	59,1 %	--
MSCI ACWI Energy	-0,9 %	8,7 %	39,5 %	44,6 %	38,9 %	56,8 %	--
MSCI ACWI Financials	0,6 %	3,9 %	-2,7 %	1,1 %	22,9 %	42,1 %	--
MSCI ACWI Health Care	4,9 %	2,7 %	2,4 %	10,1 %	52,3 %	93,3 %	--
MSCI ACWI Industrials	-1,9 %	3,7 %	-8,7 %	-2,9 %	22,8 %	48,7 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-4,0 %	2,4 %	-19,6 %	-8,7 %	65,5 %	147,0 %	--
MSCI ACWI Materials	0,5 %	2,0 %	-6,1 %	1,4 %	38,1 %	57,1 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-4,2 %	-3,2 %	-12,1 %	-3,6 %	0,7 %	32,5 %	--
MSCI ACWI Utilities	-3,0 %	1,6 %	6,7 %	18,4 %	20,8 %	65,2 %	--
USDNOK	9,6 %	10,4 %	23,4 %	24,4 %	19,6 %	36,7 %	10,88
EURNOK	6,8 %	3,4 %	6,5 %	5,3 %	7,7 %	13,4 %	10,67
GBPNOK	5,4 %	1,5 %	1,9 %	3,2 %	8,8 %	14,0 %	12,17
SEKNOK	5,4 %	1,8 %	0,8 %	-1,8 %	6,1 %	0,5 %	0,98
Bloomberg Commodity	-8,1 %	-4,1 %	13,6 %	11,8 %	46,0 %	40,0 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-1,7 %	0,3 %	10,8 %	16,9 %	59,0 %	35,0 %	--
Bloomberg Industrial Metal	-6,3 %	-7,3 %	-16,2 %	-9,0 %	26,8 %	21,2 %	--
Brent Crude (ICE)	-8,8 %	-23,4 %	13,1 %	12,0 %	44,7 %	52,9 %	87,96
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-0,1 %	-33,7 %	-9,5 %	22,1 %	35,2 %	16,7 %	64,55
Gull spot	-2,9 %	-8,1 %	-9,2 %	-5,5 %	12,8 %	29,8 %	--
Aluminium spot	-9,1 %	-11,2 %	-23,2 %	-24,2 %	26,6 %	3,6 %	--
Kobber spot	-2,1 %	-6,9 %	-21,1 %	-14,1 %	34,9 %	19,4 %	--

Obligasjonsindeksene er oppgitt i NOK eller sikret til NOK. Aksjeindeksene, hvor annet ikke er angitt, er oppgitt i omregnet til NOK i åpen valuta. Bloombergs råvareindekser, oljeprisen og metallprisene er oppgitt 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.