

Allokering med dagens rentenivå

Oslo, 9. oktober 2023

En refleksjon

“The fact that inflation was far more elevated last year than many investors expected led to negative performance from both stocks and bonds. That was a major departure from the better part of the past two decades, when government bonds provided portfolio protection during risky asset selloffs.”

“The US Stock/Bond Correlation, Inflation, And Asset Performance”, BCA Research, 25. mai 2023

Rentefølsomhet bidrar til diversifisering i dagens marked

Rentefølsomhet, også kalt rentedurasjon eller renteløpetid, indikerer hvor mange prosent verdien av en obligasjon stiger når løpende renteavkastning for den samme obligasjonen faller med én prosentenheter. For aktivaklassen obligasjoner høy kredittverdighet kan vi derfor observere:

- 1) Når rentenivået **stiger** mye, som i 2022 da inflasjonen kom, bidrar det til fall i verdiene på obligasjonene.
- 2) Når rentenivået er mer **stabilt og høyt**, som i 3. kvartal 2023, stiger verdiene på obligasjonene jevnt og godt.
- 3) Når rentenivået **faller** mye, som i 2020 under koronapandemien, bidrar det til høyere verdier på obligasjonene.

Verdien av obligasjoner er mer følsom for rentenivået når rentefølsomheten er større, det vil si at obligasjonene har lengre tid igjen av løpetiden eller av rentebindingen.

Formuende investorer kan sitte med store beløp på bankkontoer fra tiden hvor rentenivået var stabilt og lavt og verken bankkontoer eller obligasjoner gav avkastning. Når rentenivået i markedet stiger raskere enn i bankene, har første steget for noen vært å investere i aktivaklassen likviditet. Dette er obligasjoner med kort rentebinding og høy kredittverdighet, som målt ved Nordic Bond Pricing Liquidity Standard Index.

FIGUR 1: god avkastning obligasjoner med kort løpetid



Kilde: Industrifinans, Nordic Bond Pricing, Statistisk Sentralbyrå

Her er avkastningen sammenlignet med Statistisk Sentralbyrå sin gjennomsnittlige bankrente for ubundne bankkontoer. Se Figur 1.

Med høyere rentenivå, blir også obligasjoner høy kredittverdighet med ordinær rentefølsomhet mer attraktive. Selv om denne aktivaklassen har om lag samme løpende renteavkastning som obligasjoner med mindre rentefølsomhet, har den nå en sterkere nedsidebeskyttelse. Med dette mener vi at ved svakere markeder utløst av svakere realøkonomi, vil rentenivåene kunne falle og utløse den type rentefølsomhet som er beskrevet i punkt 3 i innledningen.

I større grad enn i årene med tilnærmet nullrente, har derfor nå obligasjoner en diversifiserende effekt på en balansert portefølje av aksjer og obligasjoner.

Figur 2 viser hvordan ulik rentefølsomhet påvirker obligasjonsverdiene, gitt ingen endring i kredittpåslag. Dersom også rentenivået forblir uendret får aktivaklassen en avkastning som indikert i raden for estimat dagens nivå med henblikk på Nordic Bond Pricing Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK. For lav rentefølsomhet som 3 mnd, vil høyere rentenivå bidra til høyere avkastning, som investorer har opplevd i 2022. For vanlig, 3-års norsk rentefølsomhet for obligasjoner høy kredittverdighet, vil høyere rentenivå bidra til

FIGUR 2: Rentefølsomhet og avkastning neste 12 mnd

Rentenivå:	Obligasjoner høy kredittverdighet - avkastning neste 12 mnd ved disse rentefølsomhetene:				
	3 mnd	1 år	2 år	3 år	4 år
1,0 prosentenheter høyere	5,5 %	4,8 %	3,7 %	2,7 %	1,6 %
0,5 prosentenheter høyere	5,4 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,4 %
estimat dagens nivå	5,3 %	5,3 %	5,2 %	5,2 %	5,1 %
0,5 prosentenheter lavere	5,1 %	5,5 %	6,0 %	6,5 %	6,9 %
1,0 prosentenheter lavere	5,0 %	5,8 %	6,7 %	7,7 %	8,6 %

Kilde: Industrifinans, Nordic Bond Pricing, Bloomberg

lavere avkastning. Med dagens rentenivå, vil moderat renteøkning kun gi redusert, ikke negativ avkastning. Dersom rentenivået faller, vil det bidra til høyere avkastning.

Løpende renteavkastning er summen av underliggende rentenivå, gjerne statsrenter og kredittpåslag. Derfor er avkastningseffektene av endringer i rentenivå, som illustrert i Figur 2, gitt at kredittpåslaget forblir uendret. Kredittpåslaget er den ekstra avkastningen investorer krever for å låne til en låntaker som ikke er staten. Dersom rentenivået faller ved

svakere realøkonomisk utvikling, vil investor ofte kunne vente at kredittpåslaget stiger på grunn av høyere risiko. Det gjør at den ellers indikerte gode avkastningen kan bli redusert.

I refleksjonen minner BCA Research oss om en av de klassiske grunnene til å ha både obligasjoner med en viss rentefølsomhet og aksjer i en balansert portefølje, da disse to aktivaklassene i dagens marked forventes å være negativt korrelerte og gi en god diversifisering.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 20,1 % hittil i år, per 30. september, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 10,1 %. MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value har gitt henholdsvis 28,4 % og 11,73 % hittil i år, per 30. september, målt i NOK.

Oljeprisen har steget 10,9 % hittil i år per 30. september, målt i USD, etter en kraftig økning spesielt i september. Oslo Børs Fondsindeks har steget 8,6 % i samme periode, målt i NOK. På tross av sterk oljeprisvekst hittil i år, har NOK svekket seg mot USD med 9,1 %.

Globale, børsnoterte eiendomsinvesteringer, målt ved MSCI ACWI Real Estate, har gitt 2,2 % avkastning hittil i år, målt i NOK. Nordiske, børsnoterte eiendomsinvesteringer, målt ved VINX Real Estate, har gitt -8,1 % avkastning i samme periode. Den globale indeksen har bedre avkastning også for siste 3 og 5 år under ett.

NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged har hatt et relativt stabilt kredittpåslag uten de store svingningene eller høye nivåene i 2023.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Likviditeten er stram. De amerikanske statsrentene steg kraftig årets første syv måneder, da Federal Reserve (Fed) sin styringsrente steg mer enn forventet, fra 4,375 % til 5,375 %. Statsrenter med lengre tid til forfall, steg dog ikke særlig. De siste par månedene har også rentenivået for statsobligasjoner med 10 års løpetid fra 4,0 % til 4,6 %. Se Figur 3.

Dette har nok flere årsaker. En årsak kan være forventninger om at rentenivået nå har gjort et skift, slik at det skal forbli høyere. En annen og mer markedsorientert årsak er økende utstedelse av amerikanske statsobligasjoner og reduksjon av Fed sin beholdning av disse. Dette øker tilbudet og reduserer verdien, som igjen tilsier økt rentenivå.

Verdsetting

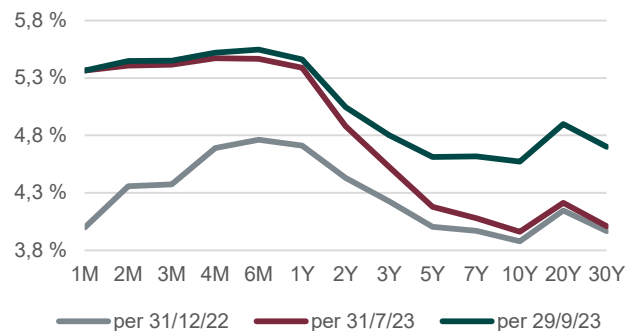
Verdsettingen spriker mellom ulike segmenter av markedet. Inntjeningen har ikke steget, men forventningene stiger.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram.

FIGUR 3: Statsrenter i USD har steget over hele kurven



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet

Sentimentet blant institusjonelle investorer har vært stigende, med unntak av europeiske investorer. Sentimentet målt ved glidende gjennomsnitt, er negativt i Europa, USA og Norge.

Inntjeningsveksten har flatet ut, men forventningene stiger.

Sentimentet er svakt.

Vi har samlet nøytral vektning og gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 30. september 2023

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,40 %	1,34 %	3,21 %	4,32 %	5,78 %	9,33 %	5,27 %
	NOGOVD3M	0,30 %	0,92 %	2,37 %	3,00 %	3,71 %	5,70 %	4,11 %
	NORM123D3	0,23 %	1,14 %	-0,01 %	2,42 %	-2,94 %	5,04 %	5,23 %
	NOHYNH	0,58 %	2,56 %	7,93 %	11,63 %	28,39 %	30,16 %	10,62 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-1,81 %	-2,13 %	-0,15 %	0,58 %	-12,68 %	-1,15 %	
	Bl. Global HY H. NOK	-1,15 %	0,11 %	3,97 %	10,16 %	-1,02 %	2,76 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	2,04 %	4,60 %	8,50 %	18,69 %	40,02 %	33,89 %	
	OSEBX	2,82 %	6,33 %	8,58 %	17,07 %	50,80 %	37,59 %	1291,0
	OSEEX	-1,46 %	-0,55 %	10,71 %	24,56 %	76,35 %	97,79 %	
	OBX ESG	3,02 %	4,60 %	10,90 %	23,54 %	32,85 %	30,96 %	
	OBX ESG ex O&G	1,68 %	2,49 %	7,34 %	20,73 %	20,60 %	36,98 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-1,74 %	-4,74 %	9,62 %	20,72 %	22,95 %	67,47 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-5,93 %	-0,47 %	-8,11 %	-0,73 %	-25,62 %	18,98 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	-3,52 %	-3,82 %	20,06 %	18,74 %	40,04 %	79,47 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	-3,52 %	-2,93 %	10,11 %	17,79 %	21,87 %		
	MSCI World NR	-3,70 %	-3,87 %	21,20 %	19,87 %	44,76 %	86,28 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	-3,72 %	-3,02 %	11,13 %	18,99 %	26,01 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-3,36 %	-5,36 %	17,77 %	26,64 %	41,36 %	59,33 %	
	MSCI Developed North America	-4,03 %	-3,63 %	22,93 %	18,51 %	48,61 %	103,11 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-1,67 %	-5,16 %	23,16 %	17,32 %	74,69 %	50,72 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-2,08 %	-3,78 %	8,60 %	9,69 %	8,98 %	39,18 %	
	MSCI Japan NR	-1,47 %	-2,01 %	21,32 %	23,77 %	24,59 %	45,31 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	-1,99 %	-3,34 %	11,08 %	9,79 %	8,82 %	34,90 %	
	MSCI ACWI Communication Services	-2,54 %	0,03 %	37,46 %	26,85 %	18,24 %	70,29 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	-4,68 %	-5,25 %	28,28 %	14,71 %	14,78 %	71,39 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	-4,13 %	-6,62 %	6,10 %	6,29 %	24,32 %	62,80 %	
	MSCI ACWI Energy	3,27 %	10,22 %	17,95 %	25,15 %	178,18 %	65,25 %	
	MSCI ACWI Financials	-1,34 %	-1,28 %	12,06 %	15,44 %	63,81 %	57,93 %	
	MSCI ACWI Health Care	-2,55 %	-3,11 %	6,68 %	8,75 %	32,81 %	80,24 %	
	MSCI ACWI Industrials	-4,37 %	-5,57 %	17,39 %	24,26 %	44,01 %	69,24 %	
	MSCI ACWI Information Technology	-5,90 %	-6,56 %	40,15 %	33,56 %	48,90 %	162,38 %	
	MSCI ACWI Materials	-3,32 %	-4,16 %	9,66 %	14,80 %	38,41 %	68,44 %	
	MSCI ACWI Real Estate	-5,56 %	-7,03 %	2,22 %	-2,47 %	7,82 %	26,01 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Utilities	-4,35 %	-9,01 %	-1,07 %	-1,69 %	20,24 %	58,15 %	
	MSCI ACWI Growth	-4,89 %	-5,30 %	28,91 %	22,28 %	28,09 %	96,18 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	-1,53 %	-2,92 %	10,38 %	7,88 %	26,15 %	57,48 %	
	MSCI ACWI Momentum	-3,78 %	-3,10 %	9,23 %	11,19 %	10,68 %	64,96 %	
	MSCI ACWI Quality	-4,08 %	-3,15 %	28,40 %	26,53 %	40,34 %	110,64 %	
Valuta	MSCI ACWI Value	-2,01 %	-2,18 %	11,73 %	14,97 %	51,46 %	59,45 %	
	USDNOK	0,64 %	-0,43 %	9,09 %	-1,71 %	14,65 %	31,23 %	10,7
	EURNOK	-1,92 %	-3,50 %	7,68 %	5,88 %	3,28 %	19,44 %	11,3
	GBPNOK	-3,26 %	-4,43 %	9,91 %	7,17 %	8,08 %	22,82 %	13,0
Råvarer	SEKNOK	0,92 %	-1,62 %	4,10 %	-0,13 %	-5,98 %	6,84 %	98,0
	Brent Crude (USD/Boe)	9,73 %	27,25 %	10,94 %	8,36 %	132,75 %	15,22 %	95,3
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-3,70 %	-2,18 %	3,13 %	11,89 %	-0,87 %	57,55 %	1870,5
	MSCI ACWI Commodity NR	1,48 %	6,55 %	3,66 %	22,68 %	100,69 %	32,05 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	0,08 %	-14,01 %	2,97 %	19,18 %	51,53 %	30,06 %	76,9
Andre indekser	S&P Goldman Sachs Commodity	3,75 %	12,32 %	9,02 %	-1,40 %	99,61 %	64,53 %	
	Dow Jones	-2,80 %	-2,52 %	12,07 %	17,09 %	46,53 %	85,13 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-5,51 %	-6,24 %	3,77 %	-0,10 %	16,68 %	23,31 %	
	Hang Seng	-1,93 %	-4,60 %	1,16 %	5,48 %	-5,55 %	-0,95 %	
	NASDAQ 100	-4,41 %	-3,27 %	47,68 %	32,94 %	50,93 %	164,55 %	
S&P 500	-4,16 %	-3,69 %	23,35 %	19,48 %	52,83 %	110,43 %		

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Avkastningen er ikke annualisert. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra indeksadministrator.

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.