

Tid for høyere rentefølsomhet

Oslo, 7. desember 2023

En refleksjon

“A lot of people with high IQs are terrible investors because they’ve got terrible temperaments. ... You need patience and discipline and an ability to take losses and adversity without going crazy.”

Charlie Munger, Kiplinger interview, 2005

Rentefølsomhet når effektive renter for obligasjoner er attraktive

Vi observerer at effektiv rente for nordiske statsobligasjoner (statsrentene) med medium rentefølsomhet er på et høyere nivå enn på minst 10 år, selv etter rentefallet den siste måneden. Vi vurderer dette rentenivået som attraktivt. Derfor søker vi i noe større grad å sikre dette rentenivået ved å øke rentefølsomheten for investeringene i obligasjoner høy kredittverdighet.

Dagens rentenivå kan observeres i figuren til høyre, hvor statsrentene beregnet for rentefølsomhet lik 4 er illustrert. Vi ser utviklingen siden like før finanskrisen til og med 30. november 2023. Danske statsrenter har fulgt samme mønster, men er utelatt på grunn av lite tallgrunnlag.

Noen ordforklaringer:

1. Rentefølsomheten sier noe om hvor mye verdien av obligasjonsfondene reagerer på en renteendring. Hvis rentenivået endrer seg vil rentepapirer med lang rentebindingstid bli mer påvirket enn rentepapirer med kort rentebindingstid. Konkret viser et rentefonds rentefølsomhet den umiddelbare prosentvise endring i fondets netto andelsverdi hvis effektiv rente for alle verdipapirene som inngår i fondets portefølje endres med 1 prosentpoeng.
2. Effektiv rente er den avkastningen investor får ved å investere i en obligasjon og holde den til forfall hvor alle utbetalinger skjer til planlagt tid.

Vi hevder ikke at effektiv rente snart vil falle, men vurderer at dagens nivå er attraktivt å kunne sikre i større grad for obligasjonsinvesteringene. Taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i obligasjoner, kan forenklet sammenlignes med å binde en attraktiv rente på lengre horisont. Skulle effektiv rente stige vil det isolert være negativt for en slik taktisk allokering. Skulle effektiv rente falle, vil det gi et ytterligere positivt avkastningsbidrag fra denne posisjonen.

Det nordiske rentemarkedet er naturligvis knyttet til det globale rentemarkedet. BCA Research publiserte nylig sin Outlook 2024: «The End Of The Easy Money Era». For det globale

rentemarkedet understreker de nettopp dette poenget med mulig videre renteoppgang. Men de anbefaler uansett overvekt rentefølsomhet for investorer som ser mer enn 12 måneder fram i tid.

Selv om vi øker rentefølsomheten for våre kredittobligasjonsinvesteringer, er det underliggende rentenivå vi søker å sikre i noe større grad. Kredittpåslaget er om lag det samme før og etter denne taktiske allokeringen.

Risikoen ved å ta høyere rentefølsomhet framgår for så vidt av selve begrepet: renteporteføljen blir mer følsom for bevegelser i effektiv rente. Investor kan også oppleve at kredittpåslaget blir større, slik at samlet effektiv rente faller mindre enn fallet i den rene, underliggende risikofrie renten.

Nordiske statsrenter med rentefølsomhet 4



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Charlie Munger, den legendariske investoren og mangeårige partneren med Warren Buffett, døde nylig og etterlot seg mye god, gammeldags investorvisdom og vittige sitater. Hans tanker i refleksjonen over om å beholde roen er også relevant for denne taktiske allokeringen. Med ny, styrket inflasjon og nye rentehevinger, kan posisjonen gi kortsiktig negativt bidrag, men inspirert av Munger beholder vi da i utgangspunktet roen og venter til rentesikringen har gitt positivt avkastningsbidrag.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 28,6 % hittil i år, per 30. november, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 15,3 %. Den ekstra avkastningen som indeksen i åpen valuta har over indeksen valutasikret til NOK skyldes i all hovedsak svekkelsen av NOK.

Oslo Børs Fondsindeks har hatt 9,9 % avkastning hittil i år per 30. november, svakere enn de fleste MSCI regionindekser, og

mer på nivå med andre sykliske regioner som MSCI Emerging Markets.

Effektiv rente for standard referanseindeks for norske obligasjoner, NBP RM1-RM3 Duration 3 Index, var 4,6 % per 30. november. Dette er høyere enn tilsvarende effektiv rente på 4,1 % ved nyttår. Det er det underliggende rentenivået som har gått opp, mens kredittpåslaget er om lag uendret.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Likviditeten er fortsatt stram, men forventes å normaliseres.

Som figuren til høyre viser, forventet Federal Reserve (Fed) sin rentekomiteé ved siste møte at det ville komme en ny renteheving, før styringsrenten ville gå nedover de kommende tre årene mot 2-3 %. Markedets forventninger har imidlertid falt, slik at det nå ikke forventer noen flere rentehevinger.

Den europeiske sentralbanken forventes heller ikke å heve styringsrentene ytterligere, men over de neste to årene å redusere denne til 2-3 %.

Den kinesiske sentralbanken håndterer et eiendomsmarked i trøbbel, og Moody's Investor Service endret 5. desember til et negativt syn på prospektene for kinesiske statsobligasjoner. Det har ikke kommet de store redningspakkene fra den kinesiske pengepolitikken, men gitt de økonomiske utfordringene i Kina, forventer vi ikke innstramning av likviditeten.

Inflasjonen svekkes gradvis. I USA har også lønnsveksten svekket seg gjennom 2023. BCA Research hevder i rapporten nevnt på side 1, at den svekkelsen i inflasjonen realøkonomien har sett til nå, har vært en konsekvens blant annet av at handelsruter og logistikk har kommet på plass igjen etter pandemien. De hevder også at en ytterligere svekkelse av inflasjonen vil være drevet av ny fase i konjunktursyklusen.

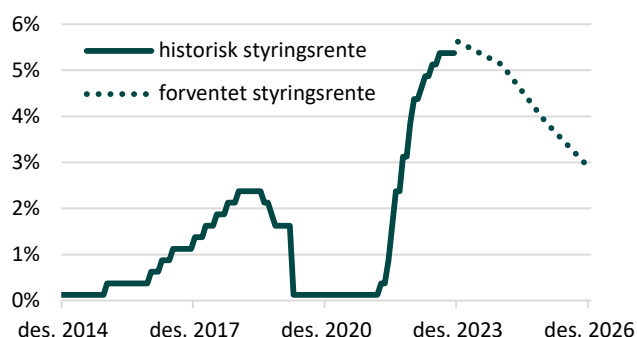
Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram. Inflasjonen svekkes, og pengepolitikken forventes å normaliseres over tid.

Inntjeningsveksten har flatet ut, men forventningene stiger.

Forventninger til amerikansk styringsrente



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Verdsetting

Verdsettingen spriker mellom ulike segmenter av aksjemarkedet. I sum er den ikke ekstrem i noen retninger, men har steget gjennom 2023.

Verdsettingen av markedet for obligasjoner høy kredittverdighet vurderer vi som attraktiv, jmfør diskusjonen på side 1.

Sentimentet

Sentimentet blant institusjonelle investorer er ganske enkelt sterkt. State Street Investor Confidence Index er positiv. Indeksene til American Association of Individual Investors hadde et tydelig skifte i november fra negativt til positivt. Sentimentet målt ved glidende gjennomsnitt, er positivt både i Norge, Europa og USA.

Sentimentet er sterkt.

Vi har samlet nøytral vektning i aksjer. Som det er argumentert for i månedsbrevet, tar vi nå en ny, taktisk allokering til noe høyere rentefølsomhet i relevante aktivaklasser for obligasjoner høy kredittverdighet. På denne måten søker vi i større grad å sikre det attraktive, underliggende rentenivået.

Relevante markedsindikatorer per 30. november 2023

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,48 %	1,38 %	4,20 %	4,68 %	6,66 %	10,22 %	5,11 %
	NOGOVD3M	0,33 %	1,01 %	3,06 %	3,31 %	4,44 %	6,29 %	4,25 %
	NORM123D3	2,08 %	3,09 %	2,66 %	3,91 %	-0,25 %	7,41 %	4,64 %
	NOHYNH	0,70 %	1,88 %	9,27 %	10,69 %	27,30 %	31,57 %	10,66 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	3,24 %	0,72 %	2,20 %	0,91 %	-11,11 %	1,15 %	
	Bl. Global HY H. NOK	4,49 %	2,21 %	7,49 %	7,43 %	-1,98 %	9,06 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	2,95 %	3,62 %	9,88 %	7,83 %	29,77 %	46,60 %	
	OSEBX	1,78 %	4,13 %	9,66 %	6,81 %	40,14 %	51,44 %	1303,9
	OSEEX	-1,50 %	-2,97 %	8,44 %	14,81 %	57,83 %	103,44 %	
	OBX ESG	4,88 %	5,48 %	13,17 %	13,17 %	25,69 %	43,10 %	
	OBX ESG ex O&G	6,31 %	2,77 %	8,21 %	8,58 %	14,35 %	41,64 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	7,91 %	5,32 %	17,97 %	18,13 %	29,01 %	91,54 %	
	VINX Real Estate NOK NI	19,88 %	12,80 %	8,37 %	11,02 %	-15,23 %	40,19 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	5,69 %	3,41 %	28,58 %	23,03 %	43,35 %	94,09 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	7,80 %	0,91 %	15,31 %	9,79 %	18,20 %		
	MSCI World NR	5,83 %	3,54 %	30,11 %	24,10 %	48,90 %	102,26 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	8,01 %	1,09 %	16,75 %	10,78 %	22,75 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	6,31 %	2,73 %	25,91 %	25,43 %	43,39 %	76,44 %	
	MSCI Developed North America	5,86 %	3,74 %	32,59 %	24,31 %	54,55 %	119,38 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	10,30 %	5,20 %	35,14 %	29,17 %	66,67 %	54,91 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	3,95 %	1,99 %	13,13 %	12,13 %	6,44 %	46,59 %	
	MSCI Japan NR	5,03 %	4,64 %	27,13 %	26,96 %	23,56 %	57,03 %	
	MSCI Emerging Markets NR	4,50 %	2,34 %	16,55 %	14,46 %	7,28 %	41,15 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	4,86 %	4,40 %	46,73 %	39,63 %	19,30 %	72,66 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	6,41 %	1,44 %	35,80 %	25,71 %	16,27 %	86,98 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	1,00 %	-1,04 %	9,95 %	7,93 %	29,73 %	60,70 %	
	MSCI ACWI Energy	-2,41 %	0,88 %	15,13 %	10,54 %	139,46 %	74,26 %	
	MSCI ACWI Financials	6,54 %	5,85 %	20,43 %	17,06 %	56,49 %	68,08 %	
	MSCI ACWI Health Care	2,31 %	-0,67 %	9,52 %	7,89 %	37,61 %	78,42 %	
	MSCI ACWI Industrials	6,72 %	1,88 %	25,08 %	22,03 %	42,78 %	86,44 %	
	MSCI ACWI Information Technology	9,87 %	7,71 %	59,34 %	46,27 %	64,67 %	215,20 %	
	MSCI ACWI Materials	5,40 %	2,45 %	16,02 %	12,47 %	38,68 %	88,20 %	
	MSCI ACWI Real Estate	7,69 %	2,04 %	10,60 %	6,50 %	14,78 %	28,05 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Utilities	3,32 %	2,88 %	6,95 %	6,53 %	26,47 %	57,68 %	
	MSCI ACWI Growth	7,40 %	4,16 %	40,92 %	32,56 %	36,34 %	121,70 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	1,56 %	2,55 %	15,10 %	12,38 %	32,60 %	58,39 %	
	MSCI ACWI Momentum	5,52 %	3,54 %	17,43 %	14,01 %	18,77 %	83,09 %	
	MSCI ACWI Quality	5,54 %	4,16 %	39,33 %	32,42 %	48,96 %	132,43 %	
Valuta	MSCI ACWI Value	3,83 %	2,59 %	16,99 %	13,78 %	48,40 %	64,59 %	
	USDNOK	-3,24 %	2,05 %	10,27 %	9,84 %	21,41 %	25,73 %	10,8
	EURNOK	-0,47 %	1,65 %	12,12 %	14,82 %	10,82 %	20,94 %	11,8
	GBPNOK	0,41 %	1,37 %	15,16 %	15,16 %	15,16 %	24,32 %	13,7
Råvarer	SEKNOK	3,00 %	5,39 %	9,43 %	9,81 %	-0,47 %	8,75 %	103
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	1,93 %	4,51 %	12,22 %	16,08 %	15,48 %	67,18 %	
	MSCI ACWI Commodity NR	2,40 %	-1,40 %	0,92 %	-2,03 %	68,74 %	45,50 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	0,29 %	8,64 %	11,78 %	7,06 %	75,18 %	55,11 %	83,5
Andre indekser	S&P Goldman Sachs Commodity	-6,80 %	-3,34 %	0,46 %	-1,72 %	74,99 %	71,89 %	
	Dow Jones	5,61 %	5,75 %	22,10 %	15,40 %	57,24 %	96,69 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	7,04 %	0,51 %	10,49 %	6,98 %	18,93 %	24,61 %	
	Hang Seng	-3,28 %	-4,65 %	-1,56 %	3,31 %	-13,75 %	-4,53 %	
	NASDAQ 100	7,22 %	5,51 %	62,06 %	45,33 %	62,35 %	200,84 %	
S&P 500	5,59 %	3,69 %	33,21 %	23,71 %	61,18 %	126,17 %		

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.