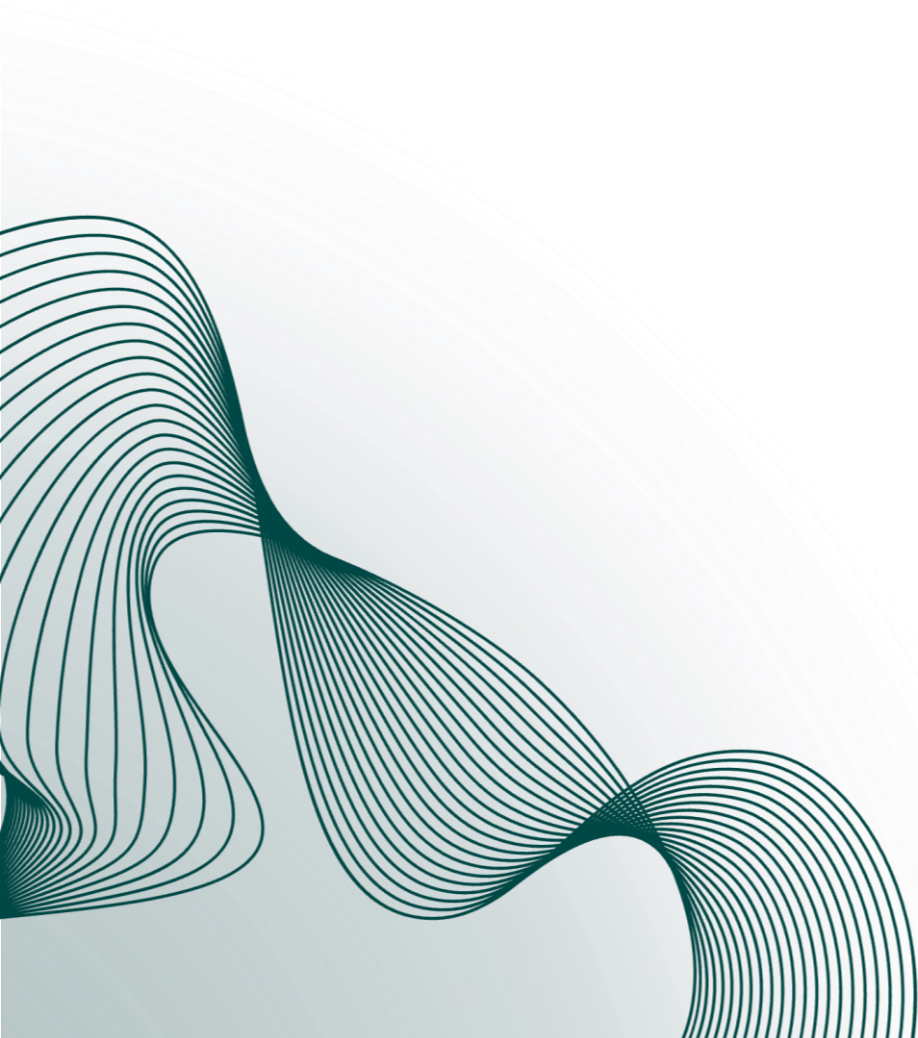


Månedsbrev mars 2024

Oslo, 7. mars 2024



En refleksjon

“Fondet har investeringer i et bredt sett av obligasjoner utstedt av stater og relaterte institusjoner, samt selskaper. Hovedformålet med renteporteføljen er å dempe svingningene i samlet fondsavkastning, bidra med likviditet og høste risikopremier i rentemarkedet.”

“Strategi 25”, Norges Bank Investment Management, 8. desember 2022

Hvilken plass har globale obligasjoner i en balansert portefølje?

Globale obligasjoner kan i disse tider med rette fange oppmerksomheten til norske investorer som er vant med obligasjonsinvesteringer i hjemlige trakter.

Hva innebærer det for en investor å bytte fra norske/nordiske obligasjoner med høy kredittverdighet til globale obligasjoner med høy kredittverdighet? Under er noen sentrale forskjeller.

- 1) Investeringsuniverset: Norden utgjør noen få prosent og Norge få promille av det globale obligasjonsuniverset. Valget står mellom et større utvalg av obligasjoner eller et fokus på velkjente selskapsnavn her hjemme.
- 2) Rentefølsomheten: [Den mest brukte referanseindeksen for norske obligasjoner høy kredittverdighet](#) fra Nordic Bond Pricing har en regelbundet rentefølsomhet lik 3, mens tilsvarende [Bloomberg referanseindeks for globale kredittobligasjoner](#) har den rentefølsomheten som de utestående papirene til enhver tid har. Denne rentefølsomheten varierer stort sett mellom 6 og 8. Avkastningen til den nevnte globale obligasjonsindeksen er derfor om lag dobbelt så følsom for endringer i det relevante rentenivået sammenlignet med den norske referanseindeksen.
- 3) Sektorsammensetningen: Mens den nevnte norske obligasjonsindeksen har over 53 % vekt i bank og finans, er det større diversifisering i den globale referanseindeksen. Dette er vist i figuren under til venstre.
- 4) Obligasjonstyper: Vi kunne også beskrevet hvordan ulike typer obligasjoner varierer i det globale markedet.

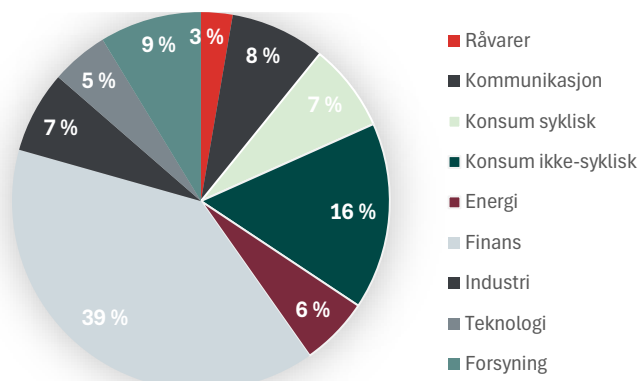
Noen elementer ved fond av globale obligasjoner med høy kredittverdighet avviker fra fond av norske obligasjoner:

- a) Det er en god andel fond av globale obligasjoner som kombinerer stats- og kredittobligasjoner i ett og samme fond. Den mye brukte referanseindeksen Bloomberg Global Aggregate er en slik kombinasjonsindeks.
- b) I Norge har vi tydeligere skille mellom fond av obligasjoner med høy kredittverdighet og høyrentefond. Den europeiske fondsforeningen [EFAMA](#) har egen fondsgruppe som tillater en viss andel av høyrenteobligasjoner.
- c) Valutasikring: Valutasikring til NOK gjennomføres i egne andelsklasser som bærer kostnadene for sikringen.

Figuren under til høyre viser Bloomberg Global Aggregate Index Total Return Hedged NOK, koblet til historiske estimater av det samme. 90-tallet hadde høye, men fallende renter, som gav god avkastning. Vedvarende lav rente etter finanskrisen gav lav avkastning. Reallokering fra norske til globale obligasjoner bar i den perioden høyere avkastningsrisiko om rentene skulle stige, på grunn av den høyere rentefølsomheten. Rentene steg i 2022 og gav svak avkastning, men nå er dagens rentenivå mer attraktivt for langsiktig investering.

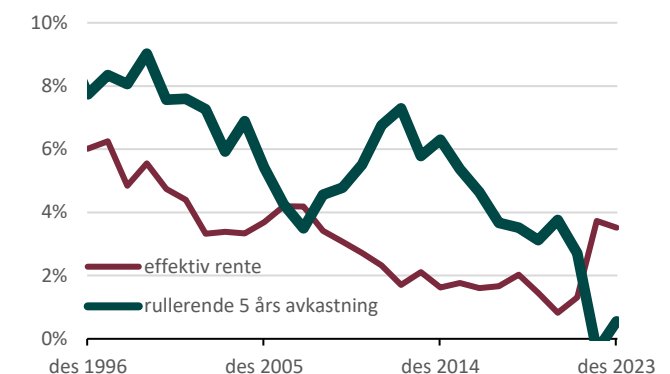
Dette brevet er ikke skrevet som en allmenn anbefaling, men for å gi noen elementer til investors vurdering av globale obligasjoner med høy kredittverdighet som langsiktig, strategisk allokering. Det taktiske elementet for rentefølsomhet dekker vi med vurderingen på neste side, og vi anbefaler ikke et taktisk bytte mellom norske og globale obligasjoner.

Sektorfordeling av Bloomberg Global Aggregate Corporate



Kilde: Bloomberg, per 31.12.2023

Avkastning globale obligasjoner høy kredittverdighet



Kilde: Bloomberg Global Agg. TR Hedged NOK (USD før '03)

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget 9,4 % hittil i år per 29. februar, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 6,0 %. NOK har stort sett svekket seg mot alle sentrale valutaer.

Det er investeringsstilen momentum som har hatt sterkest avkastning hittil i år. MSCI ACWI Momentum hadde 20,1 % avkastning hittil i år per 29. februar, målt i NOK. Verdiaksjer, som målt ved MSCI ACWI Value har gitt svakest avkastning med 6,8 % i samme periode.

Lakseprisene, målt ved Norway Salmon Export Fresh Price har steget 22,2 % hittil i år per 29. februar, målt i NOK. Brent Crude oljepris har i samme periode steget 8,5 % målt i USD og lå på USD 83,6 per 29. februar. Oslo Børs Fondsindeks har likevel falt med 1,3 % hittil i år per 29. februar, svakere enn de

fleste MSCI regionindekser, og mer på nivå med andre sykliske regioner som MSCI Emerging Markets.

Effektiv rente for NORM123D3, som måler norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, var 4,9 % per 29. februar mot 4,3 % ved nyttår. Effektiv rente for tilsvarende høyrenteindeks var 9,8 % samme tid, mot 10,8 % ved nyttår.

Effektiv rente for Bloomberg Global Aggregate TR NOK Hedged var 3,8 % per 29. februar mot 3,5 % ved nyttår. Denne referanseindeksen inneholder også statsobligasjoner, i motsetning til NORM123D3. Effektiv rente steg om lag halvparten så mye som for den norske indeksen for høy kredittverdighet, men indeksverdien falt om lag like mye, da rentefølsomheten er om lag dobbelt så stor.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Sentralbanklikviditeten er fortsatt stram. Både USA, eurosonen og Norge holdt styringsrenten fast i februar. Kina har lettere pengepolitikk etter realøkonomisk svekkelse.

Verdsetting

Som figuren til høyre viser, har rentenivået for nordiske statsrenter steget noe hittil i 2024. I det lange løp, ser vi dog at dette er variasjoner rundt et høyt nivå.

Verdsettingen av obligasjoner med høy kredittverdighet vurderer vi derfor fremdeles som attraktiv. Det gjør at vi opprettholder rentefølsomhet for relevante aktivklasser. Noen bruker også betegnelsen lengre rentedurasjon som alternativ til høy rentefølsomhet. Hensikten for den taktiske posisjonen er i større grad å sikre den høye effektive renten. Skulle rentenivået falle, vil det også være mer gunstig med en portefølje med noe høyere rentefølsomhet.

Verdsettingen i det globale aksjemarkedet stiger og er høyere enn på lenge.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram, og sentralbankene virker ikke å ha hast med å sette ned styringsrentene. Inflasjonen svekkes, og pengepolitikken forventes å normaliseres over tid. Verdsettingen stiger. Sentimentet er sterkt.

Nordiske statsrenter med rentefølsomhet 4



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet

Sentimentet målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt både i USA, Europa og Norge. Dette samstemmer også med at investeringsstilen momentum har sterkest avkastning hittil i år.

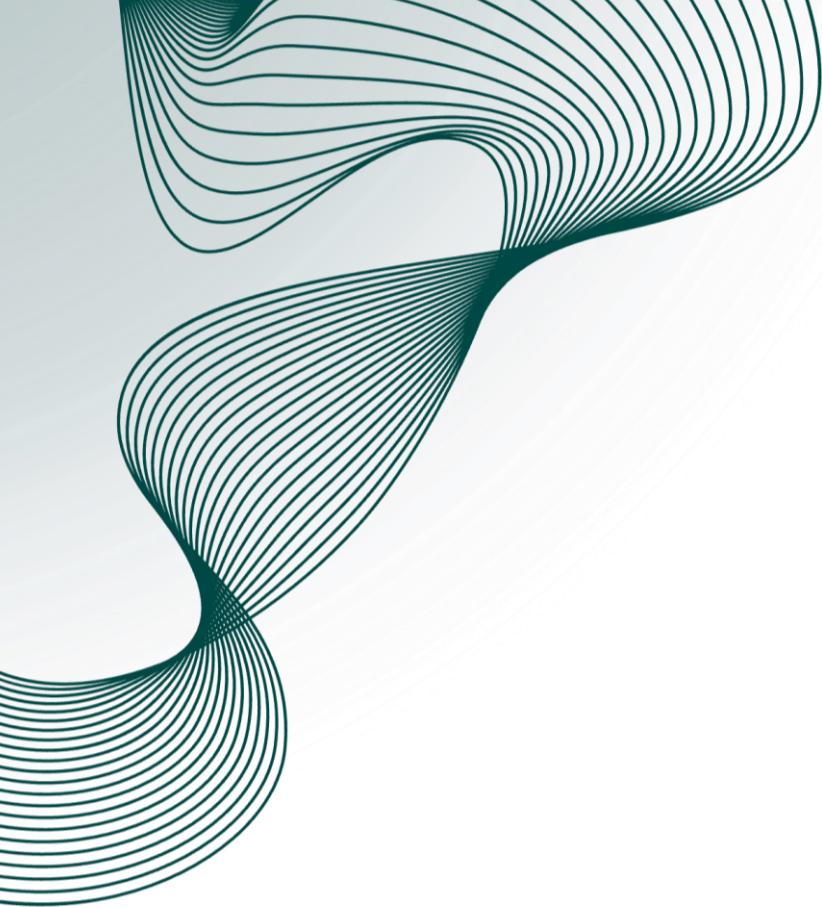
Vi har noe overvekt i aksjer som resultat av markedsutvikling.

Som det er argumentert for i dette brevet, opprettholder vi taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. På denne måten søker vi i større grad å sikre det attraktive, underliggende rentenivået.

Relevante markedsindikatorer per 29. februar 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,41 %	1,39 %	0,87 %	4,83 %	7,85 %	11,23 %	5,09 %
	NOGOVD3M	0,34 %	1,02 %	0,68 %	3,61 %	5,49 %	7,18 %	4,30 %
	NORM123D3	-0,76 %	0,42 %	-1,10 %	3,61 %	0,85 %	7,02 %	4,87 %
	NOHYNH	1,07 %	3,98 %	2,76 %	10,47 %	26,76 %	35,30 %	9,80 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-0,78 %	1,64 %	-1,06 %	3,72 %	-7,79 %	0,82 %	
	Bl. Global HY H. NOK	0,83 %	4,53 %	0,86 %	9,95 %	0,30 %	9,04 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	0,15 %	0,55 %	-1,34 %	3,19 %	19,93 %	45,56 %	
	OSEBX	-0,96 %	-2,09 %	-3,10 %	2,03 %	25,72 %	46,32 %	1266,1
	OSEEX	1,32 %	10,35 %	1,82 %	11,97 %	62,93 %	109,40 %	
	OBX ESG	1,15 %	4,25 %	1,00 %	8,44 %	21,11 %	47,16 %	
	OBX ESG ex O&G	0,81 %	3,80 %	0,15 %	4,41 %	9,86 %	47,21 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	3,47 %	7,25 %	4,33 %	13,61 %	33,32 %	95,43 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-5,46 %	2,40 %	-8,18 %	1,83 %	-8,11 %	36,12 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	5,73 %	9,74 %	9,35 %	25,76 %	49,05 %	104,13 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	4,67 %	10,54 %	5,95 %	21,49 %	22,52 %		
	MSCI World NR	5,68 %	10,46 %	9,97 %	27,61 %	56,93 %	114,96 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	4,63 %	11,22 %	6,50 %	23,31 %	28,90 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	2,96 %	5,97 %	5,74 %	14,99 %	45,62 %	76,17 %	
	MSCI Developed North America	6,57 %	11,59 %	11,14 %	31,92 %	64,40 %	136,99 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	1,21 %	2,84 %	-0,92 %	24,99 %	70,76 %	43,11 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	5,94 %	4,04 %	3,72 %	7,71 %	-0,16 %	40,92 %	
	MSCI Japan NR	4,42 %	12,08 %	12,32 %	29,63 %	33,84 %	75,76 %	
	MSCI Emerging Markets NR	6,20 %	3,68 %	4,13 %	11,04 %	0,68 %	36,02 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	5,78 %	10,12 %	12,01 %	40,31 %	21,33 %	84,82 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	9,31 %	9,57 %	9,59 %	26,16 %	22,50 %	95,92 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	1,93 %	3,42 %	4,79 %	6,43 %	39,92 %	62,70 %	
	MSCI ACWI Energy	3,15 %	1,91 %	5,68 %	10,70 %	104,63 %	70,38 %	
	MSCI ACWI Financials	5,09 %	11,03 %	9,20 %	17,25 %	55,35 %	79,82 %	
	MSCI ACWI Health Care	3,77 %	9,71 %	9,16 %	16,23 %	49,06 %	94,86 %	
	MSCI ACWI Industrials	7,30 %	13,18 %	9,67 %	25,24 %	55,81 %	97,49 %	
	MSCI ACWI Information Technology	7,62 %	13,85 %	14,18 %	53,59 %	75,26 %	236,58 %	
	MSCI ACWI Materials	2,96 %	2,24 %	0,13 %	6,22 %	30,09 %	78,67 %	
	MSCI ACWI Real Estate	3,04 %	4,75 %	0,96 %	4,44 %	17,00 %	25,64 %	
	MSCI ACWI Utilities	0,87 %	-0,20 %	0,70 %	4,76 %	33,03 %	47,51 %	
	MSCI ACWI Growth	7,40 %	11,37 %	11,86 %	36,72 %	46,16 %	134,55 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Minimum Volatility	2,87 %	6,32 %	7,14 %	15,51 %	42,45 %	61,65 %	
	MSCI ACWI Momentum	11,17 %	20,13 %	20,86 %	34,28 %	35,64 %	113,27 %	
	MSCI ACWI Quality	7,32 %	13,17 %	13,05 %	41,04 %	63,00 %	150,59 %	
	MSCI ACWI Value	3,99 %	8,05 %	6,77 %	15,12 %	49,55 %	71,89 %	
	USDNOK	0,95 %	-0,53 %	4,24 %	2,12 %	22,38 %	23,86 %	10,6
Valuta	EURNOK	0,92 %	-1,83 %	2,06 %	4,36 %	9,63 %	17,78 %	11,5
	GBPNOK	0,54 %	-0,94 %	3,62 %	7,37 %	10,99 %	18,10 %	13,4
	SEKNOK	1,36 %	-0,42 %	1,60 %	3,28 %	-0,27 %	10,52 %	102,4
	Brent Crude (USD/Boe)	2,34 %	0,63 %	8,54 %	-0,32 %	26,45 %	26,64 %	83,6
Råvarer	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-0,25 %	0,05 %	-1,46 %	12,25 %	17,51 %	55,26 %	2048,1
	MSCI ACWI Commodity NR	-0,04 %	-0,61 %	-3,49 %	0,91 %	38,91 %	37,41 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	6,48 %	33,22 %	22,21 %	-1,08 %	100,41 %	85,42 %	111,3
	S&P Goldman Sachs Commodity	1,90 %	-1,49 %	8,58 %	-2,08 %	43,14 %	62,09 %	
Andre indekser	Dow Jones	3,91 %	10,02 %	8,25 %	24,62 %	63,98 %	107,69 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	0,77 %	4,38 %	-0,55 %	2,58 %	17,59 %	22,63 %	
	Hang Seng	7,93 %	-3,55 %	0,69 %	-11,27 %	-23,86 %	-15,63 %	
	NASDAQ 100	6,86 %	12,52 %	11,96 %	54,32 %	75,27 %	229,19 %	
	S&P 500	6,79 %	11,84 %	11,65 %	33,22 %	71,50 %	146,92 %	

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.



Industrifinans

Tillit gjennom mennesker og prestasjoner

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.