

Ridån går upp för räntemarknaden

Mycket har förändrats sedan vår senaste strategirapport. Plötsligt finns det räntor att tala om som vi inte sett på nära nog ett decennium och detta öppnar upp möjligheter för bra avkastning på räntebärande tillgångar framöver. Det fina med obligationer är den i förväg definierade kupongen och att obligationerna normalt, med vissa undantag, återbetalas med ett givet värde, nämligen par 100 vid en fastställd tidpunkt. Kompensationen för att ta risk i räntemarknaden har de senaste åren inte varit särskilt generös med komprimerade kreditspreadar och med underliggande räntor runt noll eller som till och med varit negativa. Detta har under det första halvåret 2022 ändrats.

Scenförändring 1

”The only way is up” var en av underrubrikerna i ränteförvaltningens föregående strategirapport. När den rapporten skrevs i slutet av januari låg Riksbankens styrränta på 0 och även Stibor 3 månader låg runt nollan. Räntan på en 2-årig statsobligation var negativ(!) och 10-åringen låg på beskedliga 0,35%. Riksbanken gjorde som bekant sedan en kovändning. I vintras var deras uppfattning att inte höja sin styrränta förrän 2024, men den svenska centralbanken har nu istället redan hunnit höja 2 gånger till en nivå på 0,75%. Stibor 3 månader har stigit till runt 1,4% vilket betyder att ytterligare styrräntehöjningar i närtid är prissatta på räntemarknaden. Räntan på 2-åringen har stigit cirka 200 punkter till 1,8% och var i juli uppe och nosade på 2%. Den 10-åriga statsobligationsräntan har stigit litet mindre med knappt 100 punkter. Hastigheten i utvecklingen, framförallt den stora uppgången i korta räntor, var inte ett scenario vi var helt förberedda på. Idealt hade vi fångat upp detta och varit tillräckligt säkra på vår sak för att ta en position på kraftigt stigande räntor, vilket vore en position som kostar att hålla och därför kräver en högre övertygelse. Vi har i alla fall via en kort till neutral ränteduration (känslighet för rörelser i underliggande räntor) ändå lyckats undvika att portföljerna tagit mycket skada av ränterörelsen. Ett långt svenskt statsobligationsindex har däremot i år tappat 7,3% efter att på senare tid ha hämtat tillbaka en del av det tidigare tappet. I mitten på juni var samma index ned med över 11% sett sedan årsskiftet. Att indexet gått ned beror på att kapitalförlusten som uppstår i en lång statsobligation när räntorna stiger ha varit större än den löpande räntan på obligationen.

Scenförändring 2

Kreditspreadarna fördubblades därtill i många fall under perioden från årsskiftet fram till mitten av juli och i vissa segment hade de till och med trefaldigats jämfört med slutet av januari. Kreditspreaden är det extra räntepåslag som investeraren får för att ta kreditrisk. Sedan mitten av juli har kreditspreadarna sjunkit tillbaka något men är fortfarande väsentligt högre än i vintras. I vissa segment befinner de sig till och med på liknande nivåer som i mars 2020, när det var stor turbulens i samband med nyheten att covid spridits sig över världen, och i vissa fall befinner de sig på ännu högre nivåer. Ett exempel på det senare är obligationer utgivna av bolaget Castellum (Investment Grade rating, Baa3). En 4-årig FRN-obligation utgiven av Castellum indikerades i samband med turbulensen i mars 2020 på +240 punkter (spread över Stibor 3 månader). Samma obligation, som snart blivit 1,5 år kortare, indikeras nu på +280 punkter! Tittar vi däremot på mellanperioden så indikerades den så sent som i september 2021 på endast +56(!) punkter i kreditspread. Samtidigt som obligationen blivit cirka 9 månader kortare har kreditspreaden på densamma alltså ökat med över 200 punkter bara sedan september. Yieldmässigt är skillnaden mot september 2021 ännu större eftersom underliggande ränta stigit samtidigt som kreditspreaden ökat. Yelden har därmed gått från cirka 0,5% i september 2021 till över 4% i augusti 2022. Tittar vi på en obligation utgiven av Castellum som idag är 4 år lång indikeras den med en kreditspread på nästan +340 punkter och en 4,5-åring på +370.

Sverige STIBOR 3 månader



Källa: Swedish Financial Benchmark Facility

Castellum AB obl förfall 2024-03-28 kreditspread



Källa: Bloomberg

Detta har hänt

När ränteförvaltningens förra strategirapport skrevs i januari var inflationsproblematiken redan väldigt tydlig i USA och Storbritannien men knappt alls i euroområdet och i Sverige. Renstat för energi låg den svenska inflationen faktiskt fortfarande under Riksbankens mål. Nya pandeminestängningar i Kina och en invasion i Ukraina senare har inflationen blivit ännu högre i USA och i Storbritannien och har accelererat med besked även i Sverige och detta mycket till följd av utbudsbristerna på varusidan som förelagt. Under tiden har återhämtningen på arbetsmarknaden fortgått och situationen har därmed blivit mer ansträngd med brist på arbetskraft på många håll. Det innebär ett tillkommande bidrag till inflationstrycket.

Till följd av den allt högre inflationen började Federal Reserve och Bank of England redan tidigare att signalera att de prioriterar trovärdigheten i penningpolitiken genom att stämma långsiktiga inflationsförväntningar i bäcken och bekämpa spridningseffekter även om mycket av inflationstrycket egentligen härrör från speciella och övergående omständigheter specifikt kopplade till pandemin. Dessa omständigheter har dock visat sig mer segdragna än väntat vilket ökar risken för spridningseffekter i form av prisuppgångar på fler varor och tjänster. Under våren har även Riksbanken och i viss mån också ECB sett sig tvungna att följa efter Federal Reserve och Bank of England. Utvecklingen på arbetsmarknaden har även den gjort att tiden för räntehöjningar mognat.

Inte bara underliggande marknadsräntor har stigit i ljuset av denna utveckling. Även kreditspreadarna har som sagt ökat kopplat till väntade högre arbets- och insatsvarukostnader och högre räntor för bolagen liksom ökad osäkerhet om omvärldsbilden efter invasionen av Ukraina och fortsatta covid-komplikationer i Kina i år. Dessa breda kreditspreadar tar nu höjd för väsentligt ökade risker för betalningsinställelser. Den stramare penningpolitiken med centralbanker, inte minst ECB, som backar från sina företagsobligationsköp, får också direkta effekter på kreditmarknadens prissättning och funktions sätt och på riskapiten i största allmänhet.

I föregående strategirapport togs 2018 som exempel på en period med stramare penningpolitik. Europeiska centralbanken rullade då tillbaka sina obligationsköp. Det blev inget bra år för europeisk High Yield. År 2018 gav de underliggande räntorna i Bloombergs europeiska HY index ett mer eller mindre neutralt bidrag, men rörelserna i kreditspreadarna kostade nästan 7% i form av sjunkande obligationskurser. Det senare kompensades till viss del av den extra löpande ränta som kreditpåslaget trots allt ger och avkastningen som helhet slutade på minus 3,8%. I år har ett europeisk High Yield-index tappat både på spreadrörelsen

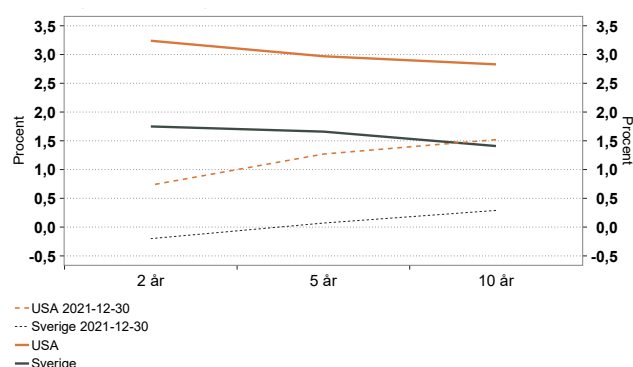
(cirka 8%) och på uppgången i de underliggande räntorna (cirka 3,9 %) vilket bara delvis kompenseras av den löpande portföljräntan. Totalt innebär det en nedgång i index på 9,1% i år.

Nästa akt

De senaste veckorna har fokus redan flyttats vidare från styrräntehöjningar i närtid till spekulationer om när räntehöjningscykeln kan tänkas vara klar. Utöver att centralbankernas höjningar varit framtunga och väntas bita på den reala ekonomin är ytterligare en ingrediens i spekulationerna den att hushållens köpkraft gröpts ur rejält till följd av prisökningarna på varor och tjänster. Det är något som väntas få påtagligt negativ effekt på slutefterfrågan och det förekommer till och med tankar om att vi kan vara på väg in i en recession.

Med ovan tankegångar som kuliss har den amerikanska avkastningskurvan inverterat och förblivit inverterad under större delen av juli, det vill säga varit nedåtlutande då långa räntor är lägre än korta. Tidigare i år har den vid ett par tillfällen inverterat (10-åringen gentemot 2-åringen) eller varit nära att invertera, men så länge det handlat om att den korta änden stigit till följd av inprisning av styrräntehöjningar samtidigt som den långa änden varit i en stigande trend tycker jag inte att det varit rätt att se det som inprisning av en recession. Nu har detta förhållande emellertid ändrats eftersom räntan på 10-åriga amerikanska statsobligationsräntor fallit tillbaka sedan mitten på juni. Den svenska 10-åringen vände ned i mitten på juli medan motsvarande 2-åring åkt litet berg-och dalbana. Sedan mitten på juli har hur som helst även den svenska avkastningskurvan (10-åringen gentemot 2-åringen) varit inverterad i kombination med sjunkande 10-årsränta. Vi skulle nu kunna tolka detta som att räntemarknaden börjar prissätta en betydligt svagare konjunktur med lägre inflation och styrräntor.

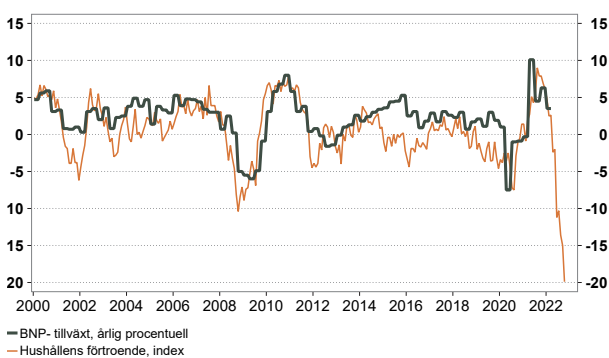
Avkastningskurvor statsobligationer 2-10 år



Källa: Macrobond och U.S. Department of Treasury

Ska vi utgå från hur hushållen i Sverige ser på livet när det gäller det ekonomiska är de inte alltför muntra. I dessa enkäter ser vi även att hushållen på sistone blivit mer negativa kring utsikterna på arbetsmarknaden. Faktum är att så här pass deppiga har de svenska hushållen inte varit sedan början på 90-talet då vi i detta land hade en egenhändigt skapad inhemsk trippelkris (finans-konkurrenskrafts- och skuldkris) vars efterarbete i form av stålbad slog mycket hårt på hushållen. Inte nog med att penningpolitiken stramades åt mitt i krisen. Den svenska statskulden sanerades sedan med en sådana kraft att man sällan skådat dess like innan eller efter. Lättnaden den gången kom så småningom i form av en svagare krona som stimulerade exporten vilket gynnade företagen och så kunde hjulen börja snurra igen. Tack och lov har budgetdisciplinen därefter varit så pass god att finanspolitiken av statsfinansiella skäl inte har behövts stramas åt vare sig i samband med Lehmankrisen eller covidpandemin med alla sina ekonomiska efterverkningar.

Sverige BNP och hushållens förtroende



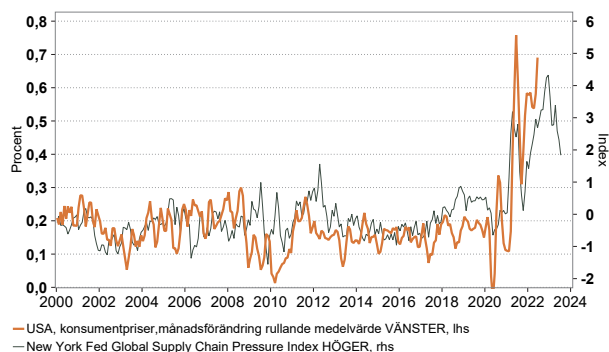
Källa: European Commission (DG ECFIN) Statistics Sweden (SCB)

En svagare efterfrågan kan i sin tur genom växelverkan dämpa inflationstrycket på varu- och tjänstemarknaderna och i förlängningen även på arbetsmarknaderna, men anpassningen på arbetsmarknaden sker ofta med betydande eftersläpning. Dels tar det tid innan arbetsmarknaden svalnar, dels torde det finnas en vilja att lönemässigt kompensera sig för de stora prisökningar på varor och tjänster som vi redan sett. För att reallönerna inte ska ha eroderat krävs annars att varu- och tjänstepriserna faller och inte bara slutar att öka.

Det är emellertid inte bara inprisning av en svagare efterfråga och BNP-tillväxt som trycker ned marknadsräntorna. Det finns även indikationer på att problemen i leverantörskedjorna, som drivit upp inflationen, är på väg att lätta. I alla fall om man ska tro anekdotisk information och New York Feds Global Supply Pressure index. Indexet är uttryckt i standardavvikelse i bilden. Nivån är

alltså fortfarande 2-3 standardavvikelse högre än "normalnivån", men var uppe på över 4 standardavvikelse runt årsskiftet. Det är fortfarande i mångt och mycket denna utbudsproblematik, illustrerad av den höga nivån på indexet vid årsskiftet, som har varit med och drivit inflationen till de höjder vi sett under våren.

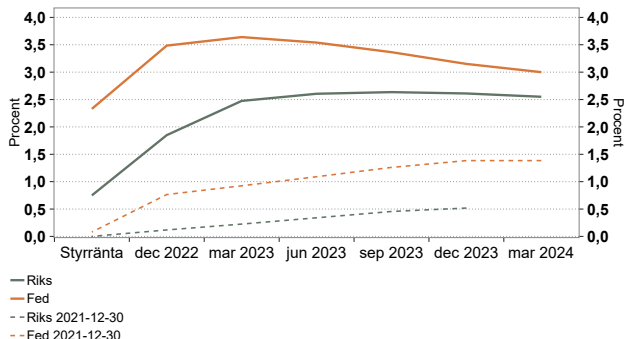
Inflationstryck, leverantörskedjor



Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) Federal Reserve Bank of New York

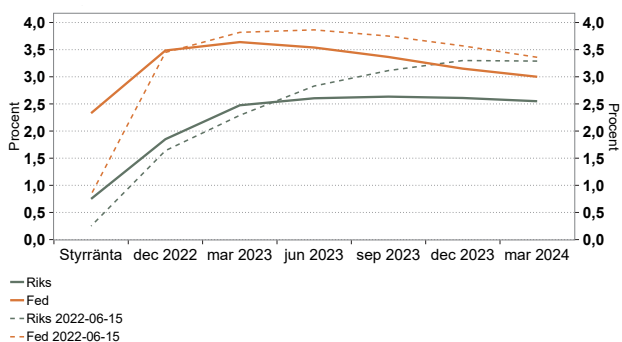
Det är rimligt att tänka sig att denna räntehöjningscykel blir kort och intensiv. Om det sedan är rätt att prisa in att Fed och Riksbanken är klara och redan börjar sänka under första halvan av 2023 kan diskuteras. En fullskalig recession behöver inte heller bli fallet. En hastigt försvagad konjunktur kommer att påverka hur centralbankerna väljer att göra och då kan de välja att stötta konjunkturen. Problematiken i leverantörskedjorna är å andra sidan svårbedömd då vi inte har någon liknande situation att jämföra med, men NY Feds index är uppmanande. Blir det tydligt att inflationstrycket från leverantörskedjorna dämpas vore det välkommet och skulle i så fall också påverka centralbankernas agerande eller i alla fall ge dem mer utrymme att agera vid omfattande konjunkturförsvagning. Den svenska räntemarknaden har de senaste veckorna modererat prissättningen på hur mycket styrräntehöjningar som egentligen kommer i närtid. Europeiska Centralbanken (ECB) för sin del har även att beakta att kreditpremier mellan olika medlemsstater gjort att statsobligationsräntorna stigit mer i vissa länder i euroområdet än i andra vilket innebär att en extra åtstramning där.

Förväntningar centralbanker



Källa: Nasdaq OMX Nordic CME Group

Förväntningar centralbanker

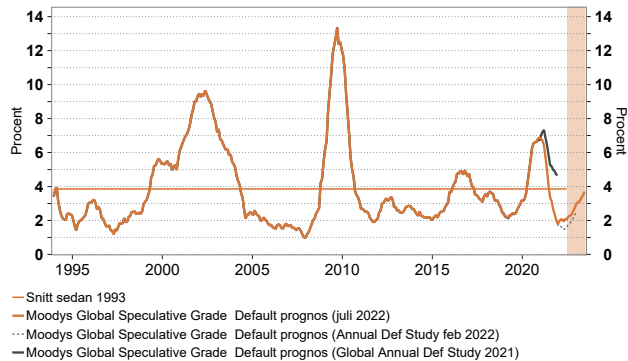


Källa: Nasdaq OMX Nordic CME Group

När ungefär 100 punkters höjning från Riksbanken vid kommande möte, och ytterligare höjning därefter, redan är diskonterat är det svårt att se hur svenska korta räntor ska kunna lyfta väldigt mycket högre än där de låg i juli innan de sjönk tillbaka något. Möjligtvis kan räntehöjningarna bli mer utdragna än vad marknaden just nu räknar med.

Vad betyder då denna räntemiljö för konkursrisker i ekonomin och för risken i placeringslaget företagsobligationer? Högre räntor, marginalpress och lägre tillväxt är inte en strålande inramning för företagen. Moody's har följaktligen reviderat upp sitt huvudscenario för betalningsinställelserna.

Moody's prognos för betalningsinställelser, Speculative Grade

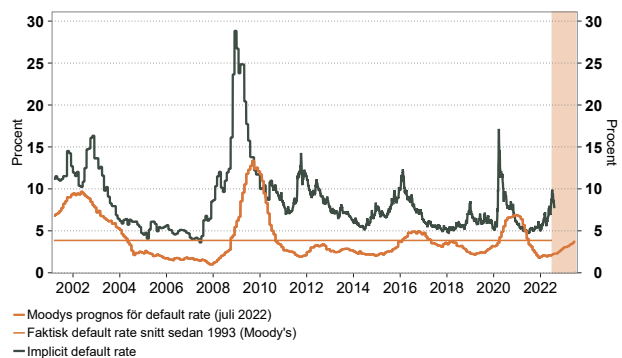


Källa: Moody's

Bilden nedan visar att marknaden prissätter ett ännu sämre scenario där andelen betalningsinställelser globalt stiger till en högre nivå än de nådde 2020 i samband med covidnedstängningarna, men inte en lika hög nivå som vid Lehman-krisen.

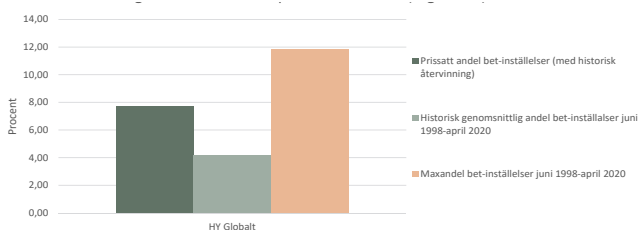
Betalningsinställelserna i samband med pandemin kulminerade på lägre nivå än väntat och föll även tillbaka snabbare än väntat tack vare den lätta finans- och penningpolitiken. Nu kommer penningpolitiken inte att vara riktigt lika lätt, men andelen betalningsinställelser bör ändå inte öka lika mycket som då även om vi får en sämre konjunktur, eftersom händelseförloppet 2020 var extremt. Risken är möjligen att en del företag inte har hunnit återhämta sig från nedstängningarna och av den orsaken just nu är extra känsliga för en vikande efterfrågan. Av bilden att döma finns det dock ett rätt stort gap mellan nuvarande andel betalningsinställelser och den prissatta vilket gör företagsobligationer som grupp prisvärda även med beaktande av viss uppgång i andelen betalningsinställelser.

Implicit och faktisk andel betalningsinställelser



Källa: Moody's Bloomberg Aktie Ansvar

Risk för betalningsinställelse Global Speculative Grade



Källa: Moody's Bloomberg Aktie Ansvar

Investeringsimplikationer

Det nya ränteläget har stor betydelse för fondernas avkastningspotential och för hur vi investerar i fonder. Fondernas portföljränta har ökat flera gånger om till följd av ett generellt högre ränteläge, men också till följd av att vi tagit upp risken i fonderna. Ränteuppgången har inneburit att riskkompensationen för att gå ut på avkastningskurvan till 2-3 årspunkten och ta ränterisk, alltså att göra fonden mer känslig för rörelser i underliggande räntor, blivit betydligt bättre. Vid denna högre ränta blir portföljen mer motståndskraftig om obligationsräntorna skulle stiga än vad den var när de underliggande räntorna låg runt 0. Därför har vi påbörjat en viss omallokering med litet mer ränteduration. Någon gång kommer räntecykeln att vända och räntorna falla och då kommer det att vara bra att ha ränteduration. Och under tiden får vi numer en löpande ränta att tala om och som adderar till avkastningen.

Som lök på laxen får portföljräntan nu även ett generöst bidrag från kreditspreadarna. Som nämndes tidigare i denna rapport tycker vi att krediter är köpvärda även med beaktande av en kommande högre andel betalningsinställelser. Vi har valt att öka löptidsrisken i kreditexponeringen vilket gör fonderna mer känsliga för rörelser i kreditspreadarna och vi strävar efter att ytterligare förlänga den. Det finns förstås en risk att kreditspreadarna ökar igen på eventuella negativa nyheter och sämre riskaptit och i så fall kommer fonderna initialt att tappa på det. Ofta tappar man mer på en ökning i kreditspreadarna ju längre löptid man har i kreditexponeringen. Vid nuvarande redan höga kreditspreadar har dock portföljen blivit mer motståndskraftig om kreditspreadarna skulle öka ytterligare eftersom kreditspreadarna samtidigt bidrar mer till portföljräntan.

Uppgången i underliggande räntor innebär också att våra fonder nu får en betydligt bättre ränta på de pengar som allokeras till fondens likviditetsbuffert. Fonden kan nu investera en större andel av denna buffert i mer likvida stats- och bostadsobligationer med AAA-rating och ändå få högre ränta än vad företagsobligationer av

FRN typ med en kreditkvalitet på mellan A och BBB-tidigare gav. Det är alltså inte bara aktier som blivit billigare det senaste halvåret. Statsobligationer så väl som företagsobligationer har också blivit det. För ränteplaceringar räcker det nu om räntor och kreditspreadar varken stiger eller sjunker för att avkastningen ska bli bra. För våra fonder med nuvarande positionering innebär det i det scenariot en potential på cirka 3,5-5,0%.

Yield Avkastningsfonden och Räntestrategi

Portfölj	Portföljräntan 2021-10-31	Portföljränta 2022-07-31
Aktie Ansvar Räntestrategi	1,8%	5,2%
Aktie Ansvar Avkastningsfond	0,5%	3,8%

Källa: Aktie-Ansvar

*Den här strategirapporten publicerades den 15 augusti 2022.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 8 augusti 2022.*



MARIA LJUNGQVIST

Maria Ljungqvist har 28 års erfarenhet varav drygt 23 år från kapitalförvaltning i olika roller. De senaste nio åren har hon arbetat med inriktning mot räntebärande placeringar och de senaste sju åren som förvaltare. Sedan hösten 2020 är Maria även portföljförvaltare och ansvarig för ränteförvaltningen på Garantum.

Vill du fördjupa dig ännu mer i Marias syn på marknaden?

Det gör du enklast via hennes månadsrapporter, strategirapporter samt via Aktie-Ansvars nyhetsbrev.

Senaste månadsrapporterna >

Senaste strategirapporterna >