

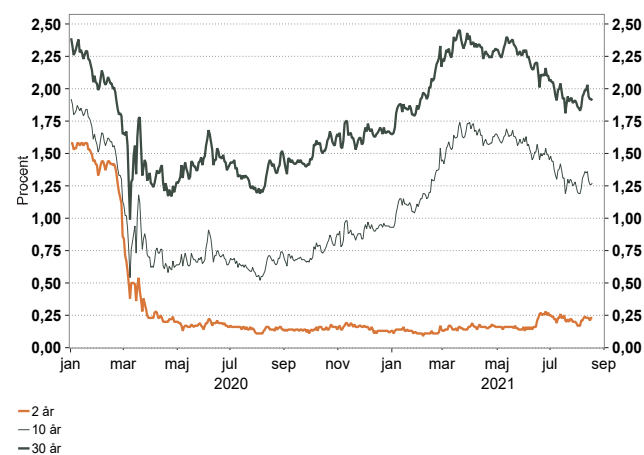
Sänk ribban!

Efter ett försenat sommar-OS där spelens kronjuvel friidrotten underhållit med fantastiska resultat är det lätt att ryckas med och dra upp förväntningarna på framtida resultat. Visst vore det roligt om Armand Duplantis kunde slå sitt världsrekord i stavhopp? Samma psykologi kan prägla synen på avkastning. När det kommer till avkastningen på räntemarknaderna skulle jag därför vilja komma med ett omvänt budskap: Sänk ribban!

Räntemarknaden inte orolig för inflation

De senaste kvartalen har bjudit på en intressant ”kombo” i form av fallande långa amerikanska statsobligationsräntor och kraftigt stigande konsumentpriser. I årstakt ligger amerikansk inflation nu på anmärkningsvärda 5,4% mätt med KPI. Jag argumenterade i förra strategirapporten (**Är marknaden vaccinerad mot kreditrisk?**) i mars i år för att inflationsuppgången vi dittills sett efter pandemiutbrottet delvis var tillfällig. Jag ansåg att det underliggande inflationstrycket från arbetsmarknaden fortfarande var svagt och att det huvudsakligen var tillfälliga flaskhalsar som drivit upp inflationen. Jag står kvar vid den ståndpunkten trots att inflationen stigit dramatiskt under våren. Jag menade också i den förra rapporten att vi inte skulle räkna med någon dramatisk ränteuppgång i närtid och att det mycket väl kunde komma nedgångsperioder under 2021 inte minst om smittspridningen kräver fortsatta och mer långtgående nedstängningar. Den amerikanska räntan hade dessutom fram till mitten på mars stigit väldigt mycket på kort tid och jag menade att det därför kunde vara upplagt för en viss korrigering. En korrigering fick vi och det med besked. Runt 45% av hela uppgången i amerikansk 10-årsränta sedan augusti 2020 raderades ut mellan sista mars och början av augusti i år. Det var mer än även jag väntat mig.

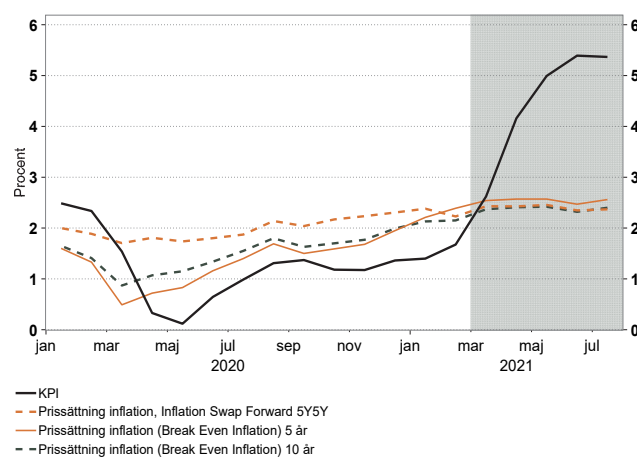
USA Statsobligationer



Källa: US Treasury

Jag har svårt att se att konsumentpriserna kommer att fortsätta att stiga månadsvis i samma takt som de gjort de senaste månaderna. Om så inte sker kommer vi snart att se baseeffekter som dominerar och trycker ned årstakten ett par procentenheter. Kanske är det just detta som räntemarknaden har tagit fasta på när den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan har handlats ned till under 1,2% i sommar. Sedan förra strategirapporten är det förvisso främst realräntan som har fallit på obligationsmarknaden. I samband med stora uppgångar i den uppmätta inflationstakten är det emellertid inte ovanligt att även marknadens kortsiktiga inflationsförväntningar dras med uppåt och i någon mån även de långsiktiga och mer trögrörliga inflationsförväntningarna, men här är det intressant att notera att medan den uppmätta inflationstakten stigit flera procentenheter i USA har räntemarknadens långsiktiga inflationspremier endast stigit mycket marginellt (litet beroende på vad man använder för mätt och tidsperspektiv).

USA, marknadens inflationsförväntningar



Källa: US BLS, Macrobond, Federal Reserve, Bloomberg

Med den här tolkningen, alltså att räntemarknaden förutser en fortsatt återhämtning följt av ekonomisk expansion, men samtidigt "ser igenom" de för närvarande höga inflationstalen (alltså uppfattar dem som tillfälliga), kan man tänka sig att det ändå finns en gräns för hur mycket statsobligationsräntorna ska falla här och nu. Detta gäller inte minst om centralbankerna nu efter sommaren börjar tala mer om en kommande omläggning av sin för närvarande mycket expansiva penningpolitik i Europa och USA. Vid en fortsatt återhämtning, följt av ekonomisk expansion, fortsätter arbetsmarknaden att stärkas och det underliggande inflationstrycket tilltar, vilket förr eller senare driver centralbankerna i denna riktning.

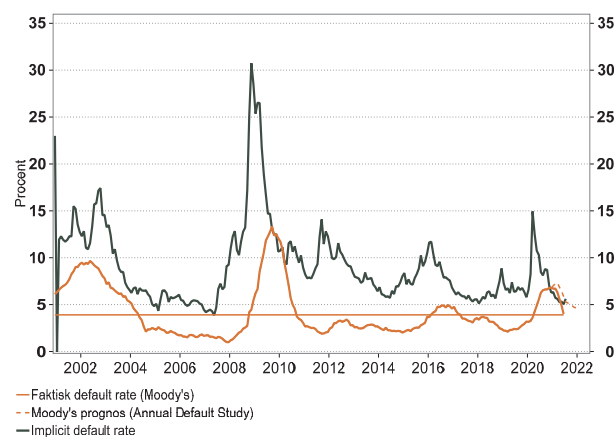
En annan tolkning

En annan tolkning av nedgången i statsobligationsräntorna kan vara att räntemarknaden fäster större betydelse vid pandemi-riskerna än vad aktiemarknaden gör och att räntemarknadens prissättning uttrycker en större oro för utbredningen av Covid i utvecklingsländer och för den nya deltavariantens framfart i Europa och USA. Enligt den här tolkningen skulle en till pandemivåg och en åtföljande ekonomisk avmattning delvis redan vara prissatt i statsobligationsmarknaden både genom en låg realräntan och de måttliga inflationspremierna. Vi ser också hur smittökningstakten tilltar, men i Europa och USA är det företrädesvis de yngre ovaccinerade grupperna som står för ökningen. Det är möjligt att det p.g.a. denna grupps dominans blir en lägre andel som insjuknar svårt och som hamnar på sjukhus eller i värsta fall avlider än vad vi sett i tidigare smittspridningsvågor under denna pandemi. Det får vi hoppas av humanitära skäl. Samtidigt skulle det i så fall mildra de ekonomiska effekterna. Det är ändå rimligt att tro att centralbankerna i en sådan situation väljer att avvakta med att kommunicera en omläggning av penningpolitiken i mer restriktiv riktning tills de har en tydligare bild. Detta skulle i så fall "förankra" avkastningskurvans korta ände på en fortsatt låg nivå.

En konjunkturförsvagning av det här slaget är å andra sidan inte alls prissatt i kreditspreadarna (extra räntepåslaget för kreditrisk) på räntemarknaden vilka är mycket sammanpressade. Kreditspreadarna prissätter idag en årlig frekvens på betalningsinställelser inom High Yield-segmentet (det mest riskfyllda segmentet) på ca 5%. Denna siffra är beräknad utifrån en historiskt representativ återvinning på 40% (dvs hela investeringen går ej förlorad). Skulle återvinningen bli lägre implicerar dagen kreditspreadar en högre frekvens på betalningsinställelserna. För enkelhetens skull antar vi fortsättningsvis i texten en återvinning på 40%. Här kan vi dock konstatera att det hänt en del jämfört med läget när förra strategirapporten skrevs. Då menade jag att om den positiva utvecklingen fortsätter borde vi snart se andelen betalnings-

inställelser (Moody's 12m trailing) bland obligationsutgivarna skulle vika nedåt. Vi kan nu konstatera att kreditmarknaden har tappat momentum och att den frekvens på betalningsinställelserna som prissätts idag endast är marginellt lägre än den som prissattes i mars, men intressant nog har den uppmätta frekvensen (12-månaderssnittet) faktiskt fallit rejält och är mycket lägre än ratinginstituten förutsåg i början av året. För mars 2021 rapporterades en andel betalningsinställelser på över 6% och denna hade i juli fallit ned till 3,3% enligt Moody's data. En nivå på 4% motsvarar ungefär det historiska genomsnittet. Prissättningen på marknaden kan förvisso antas vara framåtblickande, men utgångsläget vad gäller betalningsinställelserna är alltså enligt Moody's siffror bättre nu än det var i mars medan prissättningen å sin sida inte förändrats särskilt mycket. Det här kan tolkas som att prissättningen är litet mindre aggressiv nu än i mars. Det finns möjligtvis tom ett utrymme för betalningsinställelserna att stiga någon procentenhet eller ett par i det fall ekonomin skulle försvagas i spåren av ytterligare en smittspridningsvåg. Däremot finns inte någon betydande uppgång på flera procentenheter diskonterad i marknaden. En eventuell svagare återvinnig än 40% är också en faktor att beakta. Skulle den istället bli endast 30% är det snarare en frekvens på runt 4% och inte 5% som är prissatt nu.

Implicit och faktiskt defaultrate



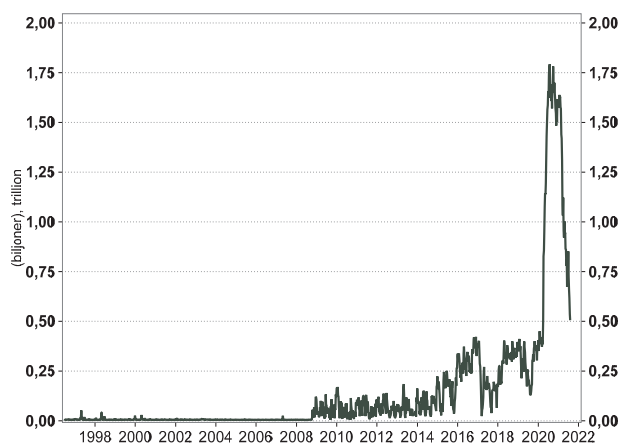
Källa: Moody's, Bloomberg, Aktie-Ansvar

Andra faktorer

Om vi går tillbaka till statsobligationsmarknaden en stund så finns ytterligare en faktor som skulle kunna förklara lång- räntenedgången i USA. I förra strategirapporten pekade jag på betydelsen av US Treasury välfyllda konto (TGA, Treasury General Account) hos den amerikanska centralbanken. US Treasury

hade inför 2021 i förväg lånat upp för att täcka en del av sina utlägg och placerat medlen på detta konto. Jag menade att detta borde hålla tillbaka utbudet av amerikanska statspapper under en del av 2021. Vi kan nu konstatera att så blev fallet. Blickar vi framåt kommer denna effekt dock att klinga av eftersom kontot inte längre är lika välfyllt.

USA, Treasury General Account



Källa: Federal Reserve

I Sverige finns också litet speciella omständigheter när det gäller utbuds- och efterfrågedynamiken på statsobligationsmarknaden. Dels har Riksbanken under det senaste året riktat in sina obligationsköp på säkerställda bostadsobligationer först och främst och i mindre grad på statsobligationer. Därför borde en framtida avveckling av köpen få sin största effekt på marknaden för bostadsobligationer. Vidare har prognosen för statens upplåningsbehov successivt reviderats ned. Detta beror på att de finanspolitiska stöden inte nått ut till mottagarna i väntad utsträckning och även på att den svenska ekonomin klarat sig bättre än väntat. Så även om finanspolitiken i stort under 2021 och 2022 leder till större skulder i offentliga sektorn och till ett större utbud av stats- och kommunobligationer så sker detta i Sveriges fall i mindre skala än väntat.

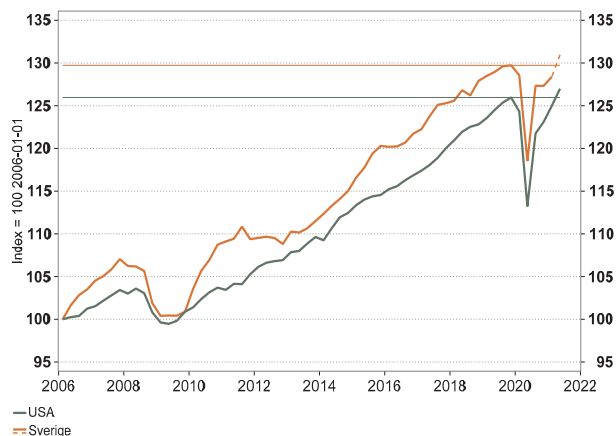
Bostadsobligation är en obligation som är säkerställd med ett bolåneinstituts bolåneportfölj. I Sverige har dessa obligationer normalt en AAA-rating

I förvaltarens huvud

Det är notoriskt svårt att som förvaltare försöka göra förutsägelser kring en pandemi. Man får helt enkelt med sina begränsade kunskaper i ämnet göra ett antagande som inte bedöms som helt orimligt och sedan vara beredd på alternativa scenarier. Det ligger också närmast till hands att välja ett huvudspår som det går att dra ekonomiska slutsatser av baserat på historiska erfarenheter.

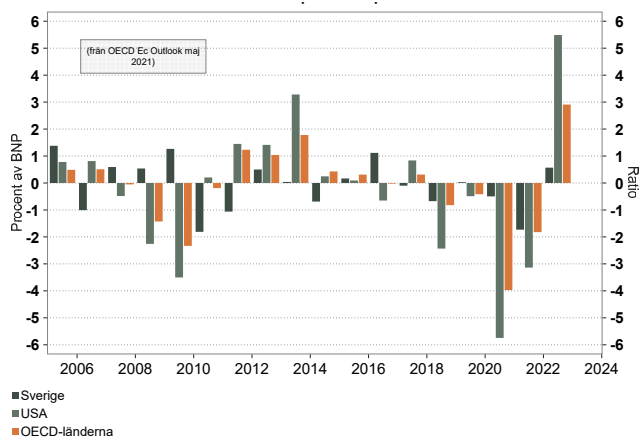
Mitt huvudspår är att den ekonomiska återhämtningen/expansionen fortsätter, men att inflationsuppgången vi nu ser ändå är driven av tillfälliga flaskhalsar och att inflationen därför dämpas de närmsta kvartalen. Jag tror vidare att vi, även om vi skulle slippa ytterligare en större pandemivåg, har lagt den mest dramatiska och snabba återhämtningsfasen bakom oss och att vi kommer att få ställa in oss på lugnare tillväxttakter framöver. Det faktum att BNP-nivåerna i länder som USA och Sverige i andra kvartalet i år passerat sin tidigare topp (i Sveriges fall beräknad nivå utifrån preliminära tillväxttal publicerade av SCB) talar för det. Vissa länder i Asien har också nått sin tidigare topp. Euro-området laggar däremot och har en del återhämtning kvar att göra för att komma tillbaka till sin tidigare topp för BNP-nivån. Blir det därtill ytterligare en större pandemivåg, vilket det finns en uppenbar risk att det blir, kommer detta att dämpa tillväxten ytterligare, men jag tror däremot inte att vi kommer att se samma dramatiska nedstängningar igen. De flaskhalsar vi ser utgör också en hämmande faktor liksom att tillväxtpulsen från finanspolitiken väntas klinga av, och i USA reverseras, såvida inte massiva nya åtgärder lanseras. I det här scenariot faller årstakten för den uppmätta inflationen tillbaka, men det underliggande inflationstrycket tilltar samtidigt och talar för en mer bestående inflation längre fram.

BNP-nivå



Källa: SCB, US BEA

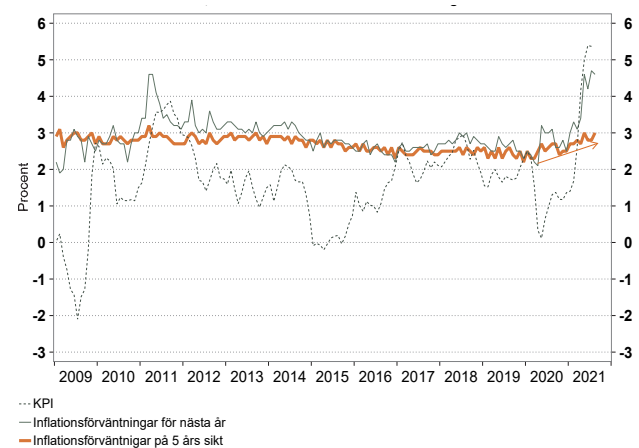
Stimulansimpuls finanspolitiken



Källa: OECD

De långa statsobligationsräntorna kommer i det scenariot inte att fortsätta att sjunka. I takt med att perspektivet flyttas framåt både vad gäller inflationen och penningpolitiken, kan man även tänka sig att de kan hitta tillbaka till den stigande trend de var inne i, men för att det ska ske redan i höst behövs att centralbankerna börjar förbereda marknaden på en framtida omläggning av penningpolitiken. Vad skulle kunna tippa centralbankerna in på det spåret? En fortsatt förbättring av arbetsmarknaden är en faktor. En annan faktor är att hushållens långsiktiga inflationsförväntningar, till skillnad från räntemarknadens, faktiskt har rört sig uppåt en bra bit och i maj nådde 3% för första gången sedan 2013.

USA, konsumenternas inflationsförväntningar



Källa: US BLS, University of Michigan

Om både de finans- och penningpolitiska stimulanserna klingar av eller dras tillbaka i detta scenario får företagen stå mer på egna ben. Det finns en risk att marknadens aptit på kreditrisk samtidigt avtar och företagets finansiering därmed fördyras genom högre kreditspreadar. Vi vet sedan tidigare att när centralbankerna signalerar nedskalning eller ett tillbakadragande av obligationsköp blir kreditmarknaden nervös och kreditspreadar tenderar att öka. Avtagande konkursfrekvens drar samtidigt åt andra hållet och skulle kunna hålla tillbaka en isärspridning. Jag tror inte att kreditspreadarna nödvändigtvis ökar dramatiskt i ett skede där konjunkturen är fortsatt rätt så god, men jag tror att osäkerheten kommer att öka även i mitt hyggligt positiva huvudscenario. Det kommer att synas i en något högre aktievolatilitet och i att kreditspreadarna åtminstone inte längre krymper. Tillsammans med en fortsatt förbättring av efterfrågan om än i lugnare takt, skulle stabila kreditspreadar innebära att företagen bör kunna hantera en viss uppgång i de underliggande räntorna.

Skulle istället pandemivågens effekter på sjukhusbeläggning och dödstal bli betydligt värre än jag antagit blir det däremot ingen långränteuppgång alls utan de långa räntorna skulle falla ytterligare om placerare flyr in i mindre riskfyllda tillgångar såsom statsobligationer. Eventuell oro för stigande underliggande räntor (som statsobligationsräntorna) som en fördyrande faktor för företagets finansiering tror jag i detta scenario inte är befogad. Dessa räntor torde i länder med hyfsat bra offentliga finanser inte stiga om konjunkturen blir mycket svag. Aktievolatiliteten och kreditspreadarna skulle däremot stiga dramatiskt och börsen skulle falla. Det är svårt att hävda att kreditspreadarna är generösa sett i ett historiskt perspektiv. Europeiska kreditderivatindexet för Investment Grade befinner sig nära de lägsta nivåer de nått endast vid några enstaka perioder sedan Lehman-krisen och dessa perioder har tidigare följts av ökande kreditspreadar. Att aktiebörserna är högt värderade bidrar också till risken för allmän marknadsturbulens.

Det finns vidare en viss oro att nedgången i betalningsinställelserna helt drivits av den expansiva ekonomiska politiken, som då kan ha hållit icke livskraftiga företag under armarna, och att problem bara skjuts på framtiden. Denna oro är till viss del befogad och förstärks av vetskapen att skuldsättningen bland företagen som är aktiva på den internationella obligationsmarknaden var historiskt hög redan innan pandemin, särskilt i USA. Samtidigt har det under en längre tid skett en generell försvagning av obligationsvillkoren på marknaden till nackdel för obligationsinnehavarna. Obligationsvillkoren kan ha väsentlig betydelse för återvinningen.

Investeringsimplikationer

Spararen bör ställa in sina förväntningar på en lägre avkastning på räntebärande tillgångar närmsta året. Ett bostadsobligationsindex med några års ränteduration har det senaste året givit en avkastning på ca 0,45%. Ett långt statsobligationer har givit en negativ avkastning på ca 0,35% under samma period. Med en fortfarande låg nivå på stat- och bostadsobligationsräntor i nuläget blir avkastningen låg vid oförändrade räntenivåer även framdeles. Skulle de långa obligationsräntorna stiga vid en gynnsam konjunktur-utveckling är det dessutom initialt negativt för avkastningen och motsvarar en kursnedgång på obligationerna.

Kreditrisk har däremot lönat sig bra senaste året. Ett globalt High Yield index med ca 3,5 års löptid har givit en avkastning på hela 9 % i USD-termer och avkastningen kommer då helt och hållet från kreditexponeringen, främst från minskningen i kreditspreadarna, medan indexets exponering mot rörelser i underliggande räntor bidragit negativt. Det är inte rimligt att för de kommande 12 månaderna förvänta sig en upprepning av de 9% som indexet givit det senaste året. Det extra räntepåslag som kreditexponering ska ge är rätt så ihoptryckt över hela rating-skalan, även inom Investment Grade-segmentet. Kreditspreaden i ett globalt High Yield-index har minskat med över 150 punkter senaste året till litet över 300 punkter. En 3-årsobligation utgiven i SEK av ett svenskt fastighetsbolag av BBB-kvalitet (Investment Grade) ger endast ca 60-80 punkter över swapräntan i kreditrisk-påslag. Motsvarande nivå för ett år sedan var 110-130 punkter ca. Kreditspreadarna för industriobligationer är än mer komprimerade.

Det ger alltså mindre utdelning idag i termer av extra löpande ränta att gå ut på riskskalan och ta på sig kreditrisk jämfört med för ett år sedan eller i början av 2021 om man inte beaktar förändringen i konkursrisken under samma period. Konkursrisken har som tidigare nämnts kommit ned, vilket förbättrar kalkylen något. Huvuddelen av avkastningen i high yield indexet senaste året har dock drivits av att kreditspreadarna har minskat, vilket motsvarar en uppgång i obligationskurserna, men utrymmet för kreditspreadarna att krympa härifrån (vilket skulle ha positiv effekt på avkastningen initialt) är nu begränsat även i ett gynnsamt konjunkturscenario och måste drivas av en fortsatt nedgång i konkursfrekvensen vilket dock inte är orimligt att tänka sig. Det får däremot inte uppstå någon allmän marknadsstress om spreadarna ska kunna minska. Så sänk ribban för vad dina räntebärande placeringar ska ge det närmsta året.

Baserat på det huvudscenario jag har beskrivit i texten har våra räntefonder i skrivande stund ett stort inslag av kreditrisk och mycket begränsad exponering mot rörelser i underliggande marknadsräntor. Det betyder att fonderna initialt kommer att påverkas positivt om kreditspredarna är stabila eller minskar och negativt

om kreditspredarna ökar, men inte kommer att påverkas särskilt mycket om statsobligationsräntor stiger.

Sannolikheten för det alternativa utfallet med ytterligare en stor smittspridningsvåg med stor påverkan på ekonomin bedöms dock som tillräckligt stor för att hänsyn ska tas till det i förvaltningen. Det gör vi genom att inte dra ut kreditlöptiden särskilt långt i vår kreditexponering i någon av räntefonderna. Det begränsar den negativa effekten på fonden i händelse av ökande kreditspreadar. I Råntestrategi väljer vi att inte ta position på stigande statsobligationsräntor och vi tar därtill hänsyn till det alternativa scenariot genom att ha en liten hedge mot större marknadsturbulens via exponering mot implicit aktievolatilitet. Den implicita aktievolatiliteten tenderar att öka i samklang med ökande kreditspreadar.

*Den här strategirapporten publicerades den 19 augusti 2021.
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 13 augusti 2021.*



MARIA LJUNGVIST

Maria Ljungqvist har 26 års erfarenhet varav drygt 21 år från kapitalförvaltning i olika roller. De senaste nio åren har hon arbetat med inriktning mot räntebärande placeringar och de senaste sex 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 >