

# Det tveeggade svärdet

Detta kanske låter som en nystart av Harry Potter-serien, men här handlar det om räntebärande placeringar och sådana kan vara nog så spännande. När räntor och kreditspreadar rör sig är det ett tveeggat svärd som svingas. Det finns marknadsrörelser som ökar avkastningen på räntebärande placeringar, men som samtidigt eroderar potentialen framåt. Många svenska räntefonder har gått väldigt bra senaste året, men mycket pekar på att avkastningspotentialen för sådana kan vara lägre nu samtidigt som den fortfarande bedöms vara betydligt högre än vid slutet av 2021.

## Ett 2024 fyllt av ambivalens

Det har varit ett händelserikt 2024 hittills. Först sågs en uppgång i långa marknadsräntor fram till maj drivet av att inflationen inte ville ge med sig så snabbt som många hade hoppats. Det fick investerare att tveka och till slut byta fot. Ränteuppgången byttes raskt till en nedgång när mer gynnsamma inflationstal publicerades senare under året. Jämför vi med för ett år sedan ligger marknadsräntorna generellt betydligt lägre nu. Tittar vi sedan årets början ligger de kortare räntorna lägre nu medan 10 åriga swapräntor ligger på ungefär samma nivå som vid årsskiftet eller endast marginellt lägre.

Mellan årsskiftet och maj, medan de längre statsobligations- och swapräntorna steg, plockades ca 100 punkter bort från de i marknaden förväntade framtida svenska styrräntesänkningarna, men i maj kom allt fler styrräntesänkningar åter in i förväntansbilden. Nu förväntas att Riksbanken sänker till 2,2% fram tills i juni nästa år. I USA har det sett ut på liknande sätt. I början av innevarande år förväntades en Fed Fund-ränta i juni 2025 på runt 3,3%, men i början av maj i år hade dessa förväntningar skjutit upp till nära 4,8%. Därefter har förväntningarna på Fed Fund-nivån nästa år sjunkit tillbaka igen till runt 3,6%. När det gäller USA är det inte bara inflationssiffrorna som spelat in utan även starka konjunktursiffror ända fram till slutet av juli då istället överraskande svaga siffror för inköpschefsindex och arbetslöshet publicerades. En del menade dock att de siffrorna var påverkade av cyklonen Barry som svepte in över Florida i juni, men den knepiga frågan om USA kommer att klara sig undan en mer betydande lågkonjunktur kvarstår nog ännu en tid.

USA	Libor 3 mån	1 år swap	2 år swap	5 år swap	10 år swap
Förändring 1 år i punkter	-31	-109	-111	-83	-64
Förändring 2024 i punkter	-26	-46	-30	-11	-4

Källa: Macrobond, Swedish Financial Benchmark Facility, ICE

SVERIGE	Libor 3 mån	1 år swap	2 år swap	5 år swap	10 år swap
Förändring 1 år i punkter	-69	-163	-179	-148	-117
Förändring 2024 i punkter	-67	-85	-58	-25	-12

Källa: Macrobond, Swedish Financial Benchmark Facility, ICE

## Kreditspreadar stöter på motstånd

Avkastningen på räntebärande placeringar beror inte bara på swap- och statsobligationsräntor utan även på de kreditspreadar som erbjuds för de placeringar som medför kreditrisk. Det är ett extra räntepåslag investeraren får för att ta denna risk. Kreditspreadarna är generellt mycket tunnare än för ett år sedan, men trenden med minskande kreditspreadar som syns sedan mitten på 2022 tycks ha brutits under 2024. Spreaden på ett globalt företagsobligationsindex inom High Yield ligger nu endast knappt 30 punkter under nivån vid början av året.

Kreditspreadarna på de snabbbrörliga europeiska och amerikanska kreditderivaten ligger för Investment Grade ungefär på samma nivå som vid årets början, men de har pendlat en del. Efter ett starkt första kvartal så ökade kreditspreadarna i april i samband med eskaleringen av konflikten mellan Israel och Iran, och för Europas del steg de även tillfälligt i samband med valet till EU-parlamentet i juni. I augusti steg de åter i samband den turbulens som uppstod när den japanska centralbanken höjde sin styrränta och det samtidigt kom en del konjunkturbesvikelser gällande USA, men minskade sedan igen.

	USA/Nordamerika		Europa		Globalt
	CDX derivat IG	CDX derivat HY	ITRAXX derivat IG	ITRAXX derivat XO	BBG global HY
Förändring 1 år i punkter	-15	-110	-20	-120	-82
Förändring 2024 i punkter	-5	-25	-5	-21	-27

Källa: Bloomberg, Aktie-Ansvar

### I vissa marknader har kreditspreadar ändå fortsatt att minska

Det finns delmarknader som avviker från mönstret. Asiatiska företagsobligationer inom High Yield, alltså de med svagare kreditkvalitet, har betydligt lägre spreadar nu än vid början av året vilket dels kan reflektera att vissa namn trillat ur index efter betalningsinställelser, men också att andelen betalningsinställelser minskat i just den regionen att döma av ratinginstitutet Moody's data. Kanske har den kinesiska fastighetskrisen också kommit förbi den mest besvärliga perioden. När investeraren uppfattar att riskerna avtar brukar det reflekteras i smalare kreditspreadar.

Även svenska kreditspreadar avviker från mönstret och har fortsatt att minska i år. Detta gäller dock främst de svenska fastighetsbolagens obligationer som har varit den i särklass bästa sektorn på den svenska marknaden både vad gäller nivån på spreadarna och vad gäller marknadsrörelserna. När kreditspreadar minskar motsvarar det en uppgång i obligationskurserna och den rörelsen har alltså varit solklart störst inom fastighetssektorn som dessutom startade året på betydligt generösare kreditspreadar än andra sektorer erbjöd. Bäst avkastning blir det när kreditspreadar minskar mycket och dessutom gör det från en hög nivå. Kreditspreadarna i övriga sektorer har inte minskat i samma omfattning.

De svenska fastighetsbolagen har delvis förtjänat en omprisning av risken eftersom de vidtagit en del åtgärder. De flesta bolagen har skrivit ned värdena på sina fastighetsportföljer. Det har även sålts en del fastigheter på sina håll som ett led i att förbättra balansräkningarna och vissa bolag har gjort aktieemissioner. Att allt fler har kunnat refinansiera sig på obligationsmarknaden på för dem acceptabla ränte- och spread-nivåer indikerar att de har marknadsaccess och har gjort att de kunnat förlänga sin kapitalbindning vilket i sin tur minskar riskerna ytterligare. Det finns obligationer med förfall 2026 som är utgivna av fastighetsbolag och som för ett år sedan handlade på över +500 punkter, men som nu har en kreditspread på endast +160 punkter på marknaden. Fastpartner, vars FRN-obligation med förfall 2026 hade en kreditspread på nästan +700 punkter för drygt ett år sedan har nu en kreditspread på runt +245.

### Fastpartner 2026 kvoterad kreditspread

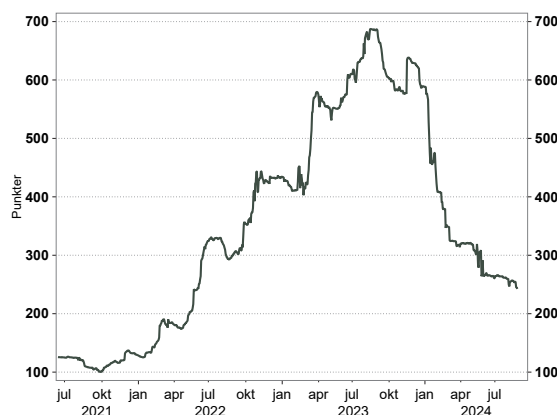


Diagram 1

Källa: Bloomberg

Det är en verklig scenförändring som skett. Det har varit bra inflöde i svenska fonder som investerar i företagsobligationer, och även om emissionsvolymerna återhämtat sig under 2024 så verkar inte utbudet riktigt vara ikapp efterfrågan. Kreditspreadarna kan ha drivits ihop delvis av denna obalans särskilt när det gäller fastighetsbolagen där den tidigare situationen med överutbud av obligationer byttes mot en period utan någon större emissionsaktivitet när penningpolitiken gick åt det stramare hållet. Litet av denna obalans kan finnas kvar och innebär i så fall att det kan finnas ett stöd för kreditspreadarna ännu en tid

### Kreditkvaliteten sämre än för ett år sedan

Samtidigt som kreditspreadar på marknaden generellt är smalare än för ett år sedan så har andelen betalningsinställelser globalt dock stigit enligt ratinginstitutet Moody's siffror för High Yield-emittenter. Detta torde vara en delförklaring till att kreditspreadar med vissa nämnda undantag inte har fortsatt att minska under 2024. Den stramare penningpolitiken med högre räntor har troligen varit en starkt bidragande orsak till att andelen betalningsinställelser stigit. Med det sagt så har det ändå hänt något positivt de senaste månaderna. Enligt Moody's har andelen betalningsinställelser sjunkit jämfört med aprilnivån på 5,3%. Andelen hade i juli sjunkit till 4,6%. Detta är fortfarande över det historiska snittet och det är högre än för ett år sedan, men med en hyfsad konjunktur i kombination med penningpolitiska lättnader i linje med vad marknaden nu diskonterar så skulle dessa tendenser kunna förvandlas till en stadig trend nedåt vilket skulle vara gynnsamt för de som placerar i kreditrisk. Vid oförändrade kreditspreadar innebär en sjunkande kreditrisk att det uppstår mer värde i kreditspreaden. Bilden av en försiktig förbättring av

emittenternas kreditkvalitet stärks av ett möjligt trendbrott även i andelen uppgraderingar av kreditbetygen i förhållande till antalet nedgraderingar.

### Andel betalningsinställelser High Yield och globalt

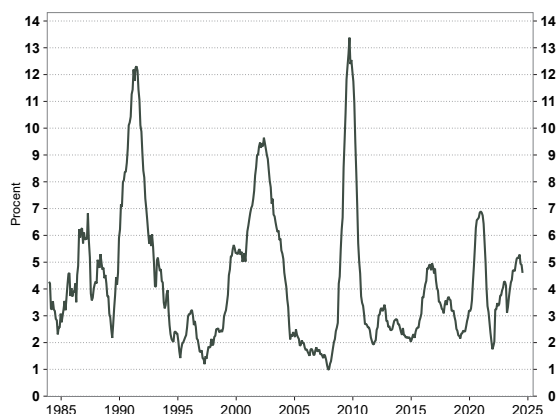


Diagram 2

Källa: Moody's

### USA kan sätta krokben för kreditlek

Den stora frågan är dock om en konjunkturförsvagning i USA kommer att sätta krokben för en fortsatt förbättring. Skulle andelen betalningsinställelser ligga kvar strax under 5% behöver kreditspreadar ändå inte öka härifrån, men de lär inte heller minska väsentligt. Vid en global konjunkturförsvagning triggnad av rejäl svaghet i USA skulle däremot andelen betalningsinställelser riskera att öka igen i en andra fas, innan penningpolitiska lättnader hinner stimulera ekonomin.

Även utan att ta ställning till vilken väg amerikansk konjunktur tar och hur den svenska räntemarknaden skulle svara på det så måste vi ändå förhålla oss till att både underliggande räntor och kreditspreadar nu är lägre än för ett år sedan och kreditrisken samtidigt troligen högre. Vad innebär det i praktiken för fonder som huvudsakligen investerar i företagsobligationer?

### Avkastningspotentialen i kreditexponering

Att kreditspreadarna på marknaden fallit betyder att placerare kan glädjas åt att de erhållit högre avkastning än vad som annars skulle varit fallet, såvida avkastningen inte ätit upp av kreditförluster i just deras portföljer. Avkastningen på de räntefonder som är investerade i företagsobligationer och som har undvikit kreditförluster har alltså fått en extra skjuts av att kreditspreadar har minskat senaste året. När kreditspreadar minskar motsvarar det nämligen en uppgång i obligationskurserna.

Många svenska företagsobligationsfonder har en inriktning som innebär en hög känslighet för rörelser i kreditspreadar, men en låg känslighet för rörelser i underliggande räntor (som swap- och statsobligationsräntor). Dessa känsligheter styrs av obligationernas löptid och kupongkonstruktion. Många svenska fonder har investerat i FRN-obligationer och där är kupongen delvis rörlig vilket gör att obligationskursen inte påverkas särskilt mycket om underliggande räntor rör sig, men kupongräntan justeras istället. Däremot är kreditpåslaget i kupongräntan helt fast vilket gör att kursen på obligationen stiger när obligationen på marknaden pris-sätts med en tajtare kreditspread och sjunker när kreditspreaden ökar. Känsligheten för rörelser i kreditspreaden gäller både fonder som investerat i FRN och de som investerat i fastkupongs-obligationer. Däremot slapp de som investerat i FRN en negativ kurseffekt när de underliggande räntorna steg i början av 2024, men de fick inte heller någon större kursuppgång på sina FRN när marknadsräntorna föll i vår och sommar.

Minskande kreditspreadar motsvarar således stigande obligationskursen vilket är positivt för avkastningen där och då. En obligation vars kurs ligger närmre 100, på säg 99, innebär för en FRN nästan helt det samma som en lägre kreditspread jämfört med vid en kurs på 98. På kurs 99 är obligationen förstas mer värd. Det här är dock ett tveeggat svärd. Minskande kreditspreadar har varit en vass komponent i avkastningen senaste året, men den andra sidan av eggen, avkastningspotentialen framåt, har blivit slöare. För att exemplifiera: Obligationer skiljer sig från aktier i att slutmålet är 100, vilket är återbetalningskursen på obligationen, och med tiden ska kursen röra sig mot slutmålet. När marknaden är stark går dock kreditspreaden ihop, och kursen upp, litet extra fort. I exemplet finns ju sedan bara snäppet mellan 99 och 100 kvar och det ger självfallet en lägre avkastningspotential framåt. En smalare kreditspread ger alltså ett lägre bidrag till marknadsräntan på obligationen än en bredare spread allt annat lika och därmed en lägre potential. Här måste förvaltaren kontinuerligt jobba med att hitta obligationer med värde i kreditspreaden.

Det finns ytterligare något som reducerar potentialen ju tajtare spreadarna är. Det är att kreditspreadar inte kan fortsätta att minska i all oändlighet eftersom det skulle sluta med att de uttraderas. Något sådant skulle investerarna knappast acceptera eftersom de vill ha kompensation för att ta på sig kreditrisk... "annars kan då kvetta" som Galenskaparna och After Shave krasst formulerade individens likgiltighet och ointresset. Det bästa för avkastningen är när kreditspreadar faller från en hög nivå och där var vi för ett år sedan, men där är vi inte nu.

### Marknaden diskonterar inte en ökning av kreditförlusterna

För att göra resonemanget mer fullständigt bör vi även beakta risken för kreditförluster, det vill säga kreditrisken. När den risken sjunker undan blir det mer värde i kreditspreadarna vid en given nivå på dem. Rent tekniskt blir det då mer kvar när kreditspreaden justerats för kreditrisken. Om risken istället ökar gäller det omvända. Det senaste året har vi alltså fått allt mindre kreditspread till en allt högre risk.

Dagens kreditspreadar är inte att betrakta som generösa i en miljö med fortsatt konjunktursvaghet på vissa håll (läs Europa) och stor osäkerhet om konjunkturen på andra håll (läs USA). Kreditspreadarna har idag inte diskonterat att andelen betalningsinställelser ska öka väsentligt mycket mer. Om den fortsätter att stiga skulle nuvarande kreditspreadar vara för tajta och de skulle således börja öka (vilket motsvarar en nedgång i obligationskurserna). I ett ljusst scenario med endast en mindre dämpning i USA framöver och penningpolitiska lättnader i utsikt kan man hoppas att den allra senaste tendensen med fallande andel betalningsinställelser istället etableras till något mer bestående som ger ökat värde i kreditspreadarna.

Det finns en risk att ambivalensen på marknaderna kommer att fortsätta under hösten. Konjunkturosäkerhet och presidentval i USA liksom geopolitisk osäkerhet på flera håll i världen talar för det. I vårt huvuscenario kommer kreditspreadarna att pendla runt nuvarande nivåer kommande halvår.

### Se upp med begreppen

Det kan vara värt att i detta sammanhang ta upp att investerare bör se upp med begreppen yield eller portföljränta. En fond som anger en hög portföljränta kan i slutändan få en lägre avkastning än en fond som anger en lägre portföljränta. Om den förstnämnda fondens portföljränta är hög för att den har många innehav som prissätts för konkurs och räntan på de obligationerna också räknas in i fondens portföljränta kommer den portföljräntan inte att realiseras i verkligheten i det fall dessa emittenter inte klarar att betala obligationernas kupongräntor. I värsta fall blir dessa innehav istället till kreditförluster för fonden om skulden skrivs ned eller inte återbetalas alls. Därför är inte bara nivån på fondens portföljränta viktig utan även kvalitén i förhållande till portföljräntan. Över tid har global High Yield som tillgängsklass givit en god avkastning även med beaktande av kreditförluster, men från tid till annan och i enskilda fonder kan utvecklingen bli mindre positiv.

### Underliggande räntor påverkar också avkastningspotentialen

En företagsobligations ränta består inte bara av kreditpåslaget utan även av en underliggande ränta. Som nämnts är de korta underliggande räntorna lägre nu än både vid året början och jämfört med för ett år sedan. Ränteläget har betydelse för fonders portföljräntor och avkastningspotential på litet olika sätt om innehaven är FRN eller fastkuponobligationer med lång löptid. En svensk FRN har Stibor3 månader som underliggande ränta. För ett år sedan låg Stibor3M på strax över 4%. Det gjorde den vid inledning av 2024 också. Nu har denna ränta sjunkit till knappt 3,4% som en effekt av Riksbankens genomförda och förväntade sänkningar. För en FRN-obligation innebär det att kupongen minskat vid året kvartalsjusteringarna. Kupongräntan ger därför ett lägre bidrag till obligationens totala marknadsränta under andra halvåret av 2024 än under det första. Däremot blir det inte mycket kursförlust på en FRN om räntorna skulle stiga igen även om obligationen har lång löptid. Det blir det däremot för långa obligationer med fasta kuponger. Där går kurserna ned om räntorna vänder upp. Det sämsta är då om de stiger från en låg nivå. Det behöver FRN-investerarna inte fundera så mycket på. Däremot är räntan Stibor 3 månader på väg nedåt med negativ effekt på FRN-kupongen. Avkastningskurvan borde kunna bli brantare vartefter de allra kortaste marknadsräntorna fortsätter söderut medan längre räntor bli kvar eller återhämtar sig.

Summan av kardemumman blir att såväl lägre kreditspreadar som lägre underliggande räntor bidrar till en lägre total marknadsränta på en svensk företagsobligation nu jämfört med för ett år sedan. Om det är fråga om en FRN är Stibor 3 månader underliggande ränta och den väntas fortsätta falla vartefter Riksbanken levererar styrräntesänkningar. I exemplet med Fastpartner har därmed den totala räntan på Fastpartners FRN-obligation med förfall 2026 fallit från strax under 11% för ca ett år sedan och 8,5% vid årsskiftet till drygt 5,8% nu.

### Fastpartner 2026 kvoterad ränta

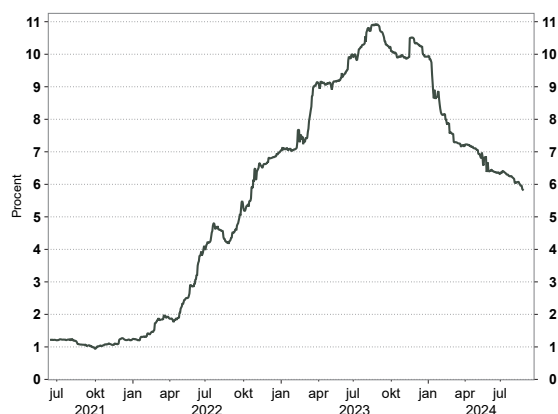


Diagram 3

Källa: Bloomberg

Finns det då något man kan göra för att uppnå en högre underliggande ränta? Normalt har den så kallade avkastningskurvan en positiv lutning. Det betyder att ju längre räntebindning desto högre ränta på placeringen eller lånet. En placerare kan då ta mer ränterisk i portföljen, genom att t ex sälja en FRN och köpa en obligation med helt fast kupong, och på så sätt få en högre ränta när avkastningskurvan lutar positivt, men så är nu inte fallet. Avkastningskurvan har negativ lutning och det betyder att en fastkupongsobligation med exempelvis 3 års löptid har en lägre underliggande ränta än en fastkupongsobligation med 1 års löptid eller jämfört med en FRN trots att 3 års räntebindning innebär en högre ränterisk dvs en högre kurskänslighet för rörelser i marknadsräntorna. Man kan säga att dessa längre räntor har sprungit före och prissatt en lättare penningpolitik redan.

#### Sverige avkastningskurvan (swapräntor)

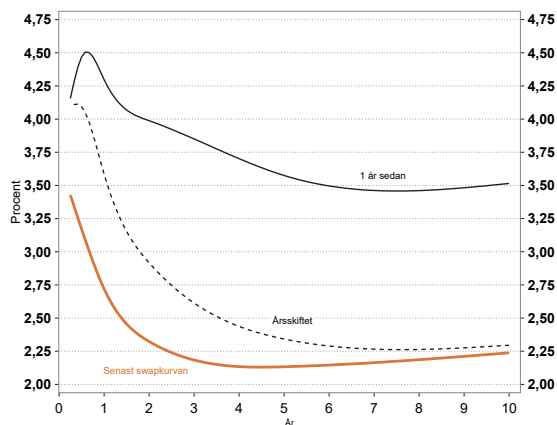


Diagram 4

Källa: Macrobond

Den 3-åriga swapräntan ligger på 2,2%, alltså mer än en procentenhet lägre än Stibor 3 månader. Statsobligationsräntan ligger ännu lägre. Investeraren får alltså just nu avstå räntepunkter för att ta högre ränterisk. För att vilja ta den ränterisken måste investeraren i så fall ha en stark uppfattning om att räntorna ska falla, men en 3 årig swapränta är ju redan nästan 170 punkter lägre än den var för ett år sedan. Den underliggande räntan bidrar därmed i mindre omfattning till avkastningspotentialen än för ett år sedan oavsett om vi tittar på en fastkupongsobligation eller en FRN. Däremot är bidraget bättre jämfört med 2021 då räntorna låg nära 0 eller till och med var negativa.

När både räntor och creditspreadar är låga är utrymmet för dem att falla eller minska ytterligare, och därigenom ge en extra skjuts till avkastningen, mer begränsat vilket ytterligare försämrar avkast-

ningspotentialen. Fräsch historia har förvisso givit vid handen att räntor faktiskt kan vara negativa, men det bör nog ändå betraktas som en exceptionell avvikelse.

Avslutningsvis gör placerarna klokt i att inte vänta sig riktigt samma goda avkastning kommande 12 månader som föregående 12 månader. Lägre creditspreadar och lägre underliggande marknadsräntor än för ett år ger en lägre förräntningstakt nu. Det är också litet tidigt att utropa att kreditförlusterna globalt har börjat vända ned. Med detta sagt så är det ändå betydligt bättre förutsättningar för en räntefondssparare än det var i slutet av 2021 då vi hade lövtunna creditspreadar och minimala eller negativa underliggande räntor.

*Den här strategirapporten publicerades den 26 augusti 2024.  
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 22 augusti 2024.*



#### MARIA LJUNGQVIST

Maria Ljungqvist har 27 års erfarenhet varav drygt 22 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.