

# Välkommen till andra halvlek

Förra året blev fantastiskt för ränteplaceringar. Var det ett tillfälligt uppsving eller kan tillgångsslaget ge bra avkastning även 2024? Vi tror på det senare.

## 2023 blev räntornas revansch

### Förra året blev det bästa året på länge för räntefonder

För ungefär ett år sedan utropade vi 2023 till att bli ett räntefondernas Annus Incredibilis och i efterhand kan vi konstatera att så blev det. Aktie-Ansvars flexibla räntefond, Aktie-Ansvaret, levererade en avkastning på drygt 6,6%. Det är ungefär i linje med en bred svensk/nordisk företagsobligationsfond, dock finns det en del variationer inom den gruppen ska sägas. Aktie-Ansvaret Avkastningsfond slutade året nära 4,7% upp. Tittar vi på ett par andra fondtyper ser vi att det inom gruppen svenska High Yield-fonder har spretat rejält då vissa har haft tvåsiffrig avkastning medan andra har levererat mellan 3 och 4% trots en hög kreditrisk. När det gäller just High Yield-segmentet har fundamenta spelat in med stora problem i vissa bolag och en del omförhandlingar av obligationsvillkor och dylikt. Det har nog ätit upp avkastning för en del High Yield-fonder medan andra klarat sig undan. Noterbart är också att långa och kreditmässigt konservativa obligationsfonder, som investerar i långa obligationer med AAA-rating, levererade en avkastning på mellan 4 och 5% efter en rejäl spurt under årets sista månader när marknadsräntor generellt föll. Ett räntefall motsvarar en kursuppgång på fastkupongsobligationer som dessa. Mitt på hösten uppmätte dessa fonder, med sin långa ränteduration, en medioker eller negativ avkastning dittills på grund av stigande marknadsräntor.

### Liknande förräntningstakt nu som då bådär gott för 2024

Nu infinner sig naturligtvis frågan om 2024 kan bli ett lika gott år som 2023. Året har onekligen börjat bra. På årets första 2 månader har Aktie-Ansvares bägge räntefonder redan skapat drygt 1-1,4% i avkastning. Det är emellertid 10 månader kvar av året och Riksbanken har mer än gläntat på dörren för en första räntesänkning redan innan halvårsskiftet.

Den viktigaste komponenten i 2023 års avkastning var förräntningstakten. I början av 2023 var den mellan 5 och 6,5% i Aktie-Ansvares räntefonder. Därefter minskade kreditspreaderna en hel del vilket ger ett omedelbart positivt bidrag till avkastningen på obligationer med kreditrisk, men det ger också en lägre förräntningstakt framåt. Dessutom har riskexponeringen i fonderna tagits ned genom kortare löptider och lägre andel High

Yield-obligationer vilket drar ned förräntningstakten. Glädjande nog ligger ändå fondernas förräntningstakter i samma härad som för ett år sedan. Förklaringen till att fonderna fortfarande kan ha så pass bra förräntningstakt trots tajtare kreditspreadar är att de underliggande korta räntorna steg under 2023. Den högre nivån på de underliggande räntorna bådär således gott även för första halvan av 2024.

### Varför FRN är bra att ha ibland

Räntan som kallas 3 månaders Stibor startade år 2023 på 2,7% och steg under året tillsammans med andra räntor ända fram till slutet av kvartal tre. När längre marknadsräntor föll kraftigt i november-december hängde 3 månaders Stibor kvar ovanför 4%. Detta är relevant eftersom 3 månaders Stibor är underliggande ränta för fondernas innehav av FRNer (Floating Rate Notes). En del av den kupongränta som emittenten ska betala till obligationsinnehavaren justeras i dessa obligationer varje kvartal utifrån hur 3 månaders Stibor har rört sig, ungefär som räntan på ett rörligt bolån. Detsamma gäller inte för traditionella fastkupongsobligationer. Det fina med FRNer under 2023 var alltså att stigande underliggande marknadsräntor inte motsvarade kursförluster på obligationerna utan istället gav en allt högre kupongränta. Det är pengar rakt in i fondernas kassor.

### Sverige avkastningskurvan

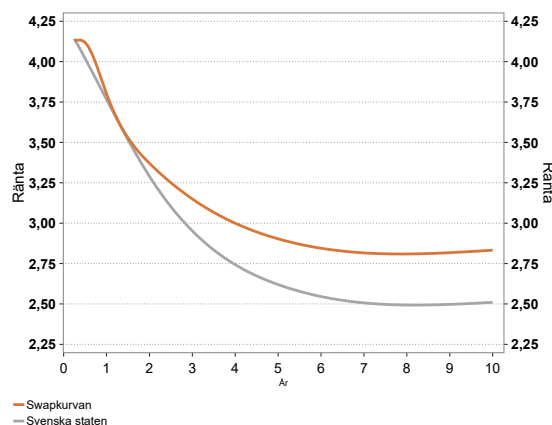


Diagram 1

Källa: Macrobond, Nasdaq OMX, Swedish Benchmark Facility

Efter att räntorna stigit under 2022 och 2023 ökades dock andelen fastkupongsobligationer i våra räntefonder på bekostnad av FRN för att dra nytta av det högre ränteläget och för att kunna tjäna litet extra avkastning (via kursuppgång) vid ett eventuellt räntefall. Genom en investering i en fastkupongsobligation på hög räntenivå läser man in den högre räntan förutsatt att man behåller obligationen till förfall. När de längre räntorna sedan föll kraftigt i slutet av året fick vi utväxling på strategin. Efter att de längre räntorna fallit i slutet av 2023 har vi strävat efter att åter öka andelen FRN (alternativt även väldigt korta fastkupongare) för att ta vara på att 3 månaders-räntan faktiskt är kvar över 4% och alltså betydligt högre än längre räntor.

## Förutsättningarna för 2024

### Styrräntesänkningar behöver inte betyda att marknadsräntorna faller

Det har varit mycket intresse kring när centralbankerna kan tänkas sänka sina styrräntor. Den som investerar i räntebärande värdepapper investerar inte i styrräntor per se utan i räntebärande värdepapper som prissätts utifrån *förväntningar* om centralbankers styrräntor och andra förhållanden såsom förväntad inflation. Efter räntefallet i slutet av 2023 diskonterade räntemarknaden vid årsskiftet betydande sänkningar av styrräntorna i år och nästa år och dessutom med start redan i mars i år. Marknaden hade då kanske sprungit litet för långt och det var upplagt för en rekyl. Den har kommit i form av en viss ränteuppgång i årets inledning och nu väntas inte längre en sänkning i mars, men något motsägsfullt har denna ränteuppgång sammanfallit med att Riksbanken både övergivit sin tidigare höjnings-”bias” och signalerat att en styrräntesänkning faktiskt kan ske redan innan sommaren.

### Riksbanken lägger om kurs

Det går absolut inte att utesluta att Riksbanken gör verklighet av detta. Särskilt inte om vi får väldigt svaga tillväxtsiffror och arbetsmarknaden försvagas ytterligare. Svensk ekonomi befinner sig redan i en konjunktursvacka och denna kan intensifieras innan det blir bättre. Sverige har två kvartal med sekventiellt fallande BNP bakom sig, konkurserna är på väldigt höga nivåer och arbetslösheten tycks nu vara på uppåtgående. I andra vågskålen ligger att prisökningstakten avtar och marknadsräntorna har kommit ned jämfört med de högsta nivåerna under 2023 vilket ger syre till ansträngda hushåll. Även om den privata konsumtionen hittills faktiskt har fallit i paritet med vår inhemska kris i början av 90-talet så är det andra drivkrafter som kommer i spel nu jämfört med då. Bättre offentliga finanser än på 90-talet gör att finanspolitiken kommer att kunna vara stimulerande istället

för kraftigt åtstramande som då. Finanspolitiska stimulanser har hittills fått anstå för att inte störa Riksbankens inflationsbekämpning, men detta lär förändras nu när inflationen faller tillbaka.

### Sverige privatkonsumtion

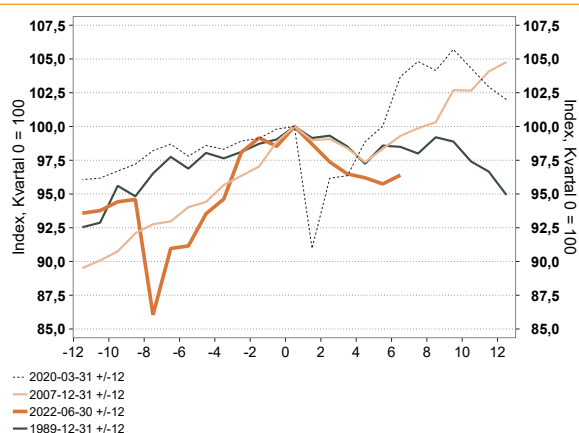


Diagram 2

Källa: SCB

Även om Riksbankens inte skulle börja sänka i vår så har marknaderna ändå redan givit stimulans genom att springa före och generera lägre marknadsräntor jämfört med för ett halvår sedan. Trots en viss ränteuppgång under årets inledning diskonteras ändå alltjämt en knapp sänkning första halvåret (21 punkter) och totalt 80 punkter under 2024 med ytterligare sänkningar 2025. Mot slutet av 2025 skulle styrräntan enligt marknadsprissättningen ligga någonstans runt 2,6%. Om räntemarknadens nuvarande prissättning av styrräntan besannas kommer det innebära att även FRN:ernas kupongräntor successivt minskar i år och framförallt under andra halvan av 2024.

När lägre inflation och lägre räntor börjar ge avtryck kan konjunkturen börja att stabiliseras, kanske redan till hösten, även om arbetsmarknaden kommer att fortsätta att lagga. Då kommer vi även att ha lägre korta räntor, som Stibor 3 månader, vilket innebär en lägre förräntningstakt för fonderna, dock litet beroende på hur fonderna då är positionerade och på hur kreditspreadarna har utvecklats. Så småningom kan även en mer expansiv finanspolitik ge skjuts till återhämtningen.

### Långa räntor redan låga

En svagare konjunktur och lägre inflation skulle även kunna associeras med sjunkande långa statsobligationsräntor, men dessa är i nuläget redan väldigt låga trots en viss ränteuppgång i början av året. Avkastningskurvan har nämligen negativ lutning vilket betyder att räntor i längre löptider är lägre än de i korta löptider. Räntan på en 10-årig svensk statsobligationsränta ligger runt 2,5% efter ränteuppgången under årets inledning. Dock pågår och intensifieras nu Riksbankens utförsäljning av statspapper vilket kan ge tryck uppåt på statsobligationsräntorna. Dessa utförsäljningar väntas fortgå även när Riksbanken börjat sänka sin styrrenta. Större budgetunderskott till följd av en mer expansiv finanspolitik ger också ett tryck uppåt på statsobligationsräntorna tillsammans med ett ytterligare ökat utbud av statsobligationer till följd av den beslutade rekaptaliseringen av Riksbanken. De längre räntorna är mer globalt sammankopplade och här kan utvecklingen i USA spela in. I USA kommer, enligt OECDs prognoser, den offentliga sektorns bruttoskuld mätt som andel av BNP närmsta åren att röra sig mot samma nivå som Grekland låg på 2010 när Grekiska staten nedgraderades till det som ibland kallas för "skräpstatus". Det är en nivå som USA faktiskt redan passerat en gång rätt nyligen, nämligen 2021, och om ett par år kan man vara där igen. Denna utveckling kan trycka upp statsobligationsräntorna inte bara i USA utan även hos oss. I scenariot ovan torde statsobligationskurvan komma att bli brantare igen. En positiv lutning på avkastningskurvan är vanligare och ger investeraren högre kompensation för att ta högre ränterisk. I Aktie Ansvar Räntestrategi har vi både en derivatposition på att räntespreaden mellan säkerställda bostadsobligationer och statsobligationer kommer att krympa och en derivatposition för en brantare avkastningskurva.

### Den "normala" räntan

Frågan är om 2,5% är en rimlig ränta på längre sikt och i ett mer neutralt konjunkturläge. Det pratas numer om att en långsiktig normalränta inte ligger runt 4% utan mer någonstans nedåt 2,5%. Jag vet inte i vilken utsträckning det här är en anpassning av tankeramen till den verklighet med låg inflation och låga, tidvis negativa, räntor som vi hade under många år efter Lehman-krisen.

Om det finns något som helst samband mellan räntor och tillväxt, ett samband som nu alltså diskuteras akademiker emellan, kan det vara värt att betänka att trendtillväxten i Sverige tycks ligga mellan 1,5 och 2% och i Euroområdet mellan 1 och 1,5%. Än så länge bedriver Riksbanken och ECB sin penningpolitik utifrån inflationsmål med 2% som riktmärke. Tidigare tumregeln att normalräntan borde ligga i närheten av trendtillväxt plus stabil

inflation, här definierad som inflationsmålen, skulle då ge 3,5-4% i Sverige och 3-3,5% i euroområdet. En bra bit över 2,5% således. Problemet är att inflationen i Sverige under perioden 2008-2018 merparten av tiden låg långt under det målet och styrräntorna anpassades därefter. Det var först i och med de pandemirelaterade flaskhalsarna och kriget i Ukraina som saker och ting förändrades gällande inflationen och styrräntorna höjdes rejält. Den branta inflationsuppgången var kanske inte främst något Riksbanken hade åstadkommit eller förorsakat med sin lätta penningpolitik. Snarare var det stora utbudsstörningar som bidrog, men eventuella konsekvenser av dessa måste en centralbank ändå förhålla sig till.

Vad är då sannolikheten att vi kommer tillbaka till låginflations- och lågräntemiljön vi hade 2008-2018? Den svaga konjunkturen och mildrade flaskhalsar gör sitt på kort sikt, men sedan då? Har något förändrats jämfört med 2018? Ja och nej. Vi lever fortfarande i en globaliserad ekonomi där löneläget i Indien och Kina är lägre än i vår del av världen och det torde fortsätta utgöra ett tryck nedåt på inflationen hos oss, men gapen minskar å andra sidan och trenden till förmån för ökad globalisering av handeln förefaller i vissa avseenden ha mattats. Policyinitiativ som USAs Inflation Reduction Act eller European Chips Act riskerar att utmynna i protektionism med sämre konkurrenskraft och högre inflation som möjlig följd. "Inflation Increasing Act" skulle man kanske i så fall kunna kalla initiativet istället. Kanske är företag, helt oavsett sådana policyinitiativ, nu mer benägna att hålla lager och att minska sitt beroende av långa leveranser världen över även om det i vissa fall skulle innebära högre kostnader. (Teknikföretagen har för övrigt tittat specifikt på svenska exportföretag och drar för deras del vissa intressanta slutsatser när det gäller förkortade värdekedjor även om det just där enligt dem i mångt och mycket tycks handla om produktivitetsdrivna förändringar och något som startade redan innan pandemin.) Ytterligare en faktor som kan ha påverkat inflationsbenägenheten i ekonomin kan vara att den höga inflationen efter pandemin möjligen har bidragit till ändrade beteenden med ett större inslag framgent av inflationsindexerade avtal av olika slag i näringslivet.

Vi har inte svaret, men det kan finnas anledning att filosofera kring om det stora skiftet mot långsiktigt litet högre räntor trots allt kanske kommer just när alla till slut tar låga räntor för givet eller hittar förklaringsmodeller som passar just för låginflations- och lågräntemiljön. För oss som obligationsinvestorare förefaller det inte helt rimligt att det i reala termer över tid skulle vara gratis eller nära nog gratis att låna om ekonomin växer och finansiering efterfrågas.

### Kreditmarknaden inte längre billig för investeraren

Den globala konjunkturen har dämpats, men inte så snabbt och så mycket som många hade trott. Andelen betalningsinställelser globalt är dock stigande till följd av högre räntor och mer dämpad konjunktur, men om global tillväxt stabiliseras runt 3% under 2024 behöver andelen betalningsinställelser inte stiga dramatiskt härifrån baserat på hur det sett ut historiskt.

Moody's räknar med att andelen betalningsinställelser inom deras "rating-univers" når en topp på runt 5% redan nu i början av året för att sedan vända nedåt igen och kanske till och med gå under det historiska snittet på drygt 4% innan året är slut. Deras argument för detta är att de mest påtagliga effekterna av kombinationen pandemi, krig i Ukraina och räntehöjningar nu börjar verka ut. En reflektion vi gör i sammanhanget är att det kan finnas vissa laggar som innebär att det dröjer ytterligare några kvartal innan andelen betalningsinställelser stabiliseras och faller tillbaka.

### Betalningsinställelser och BNP

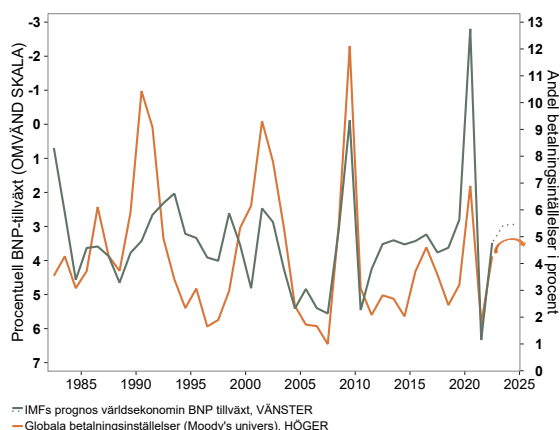


Diagram 3

Källa: IMF och Moody's

Senaste året har vi i Aktie-Ansvars räntefonder dragit ned andelen High Yield i takt med att betalningsinställelser globalt har stigit samtidigt som kreditspreadarna har minskat. Vi har även minskat löptidsrisken i kreditexponeringen för att minska fondernas känslighet för rörelser i kreditspreadarna. Krediter har således blivit fundamentalt sett dyrare senaste året och detta från två håll, det vill säga både via den stigande kreditrisken och via de minskade kreditspreadarna. Nu behöver någon av dessa två, den fundamentala kreditrisken eller spreadarna, ge med sig för att vi ska vilja dra upp risknivån i någon större utsträckning. Naturligtvis kan en kommande lättnad i penningpolitik bidra till att mildra de konjunkturrelaterade kreditriskerna, men mycket av det är nog redan diskonterat i kreditspreadarna och penningpolitikens genomslag

kommer dessutom med viss eftersläpning. Konjunktursvackan ska helst inte bli väldigt mycket djupare eller så behöver kreditspreadarna öka och på så sätt ge bättre riskkompensation.

Kreditderivatindexet Itraxx (Investment Grade 5 år) ligger på cirka 55 punkter i kreditspread vilket är en låg nivå med tanke på inramningen. Om man skulle "swapa" en företagsobligation utgiven i EUR till SEK så får man förvisso 10-20 punkter till i samband med valutahedgen, men det är ändå en "tajt" nivå på kreditspreaden. Med detta sagt gällande den generella bilden så finns det fortfarande fickor som är intressanta. Till exempel anser vi att svenska bostadsobligationer med AAA-rating nu betalar bra i förhållande till obligationer utgivna av industribolag med Investment Grade-rating, vilka har både sämre likviditet och svagare kreditrating (de är inte AAA). En del svenska fastighetsbolag betalar fortfarande bra i förhållande till risken, särskilt deras obligationer utgivna i euro, men vi är selektiva och utvärderar från fall till fall. Även de nordiska bankerna betalar förhållandevis bra när det gäller obligationer som benämns Senior Non Preferred eller deras efterställda så kallade AT1-obligationer utgivna i USD.

### Relative value

| Februari 2024 (baspunkter) | 3 år | 5 år | Valuta |
|----------------------------|------|------|--------|
| <i>Approx ex</i>           |      |      |        |
| ITRAXX Main (IG)           | 31   | 55   | EUR    |
| Säkerställd AAA            | 24   | 45   | SEK    |
| A Corp                     | 65   | 90   | SEK    |
| A Fastigheter              | 67   | 104  | SEK    |
| Bank Sn pref A/AA-         | 47   |      | SEK    |
| Bank Sn npref A-           |      | 131  | SEK    |
| BBB Corp                   | 124  | 136  | SEK    |
| BBB Fastigheter            | 156  | 177  | SEK    |
| BBB Fastigheter EUR        | 194  | 268  | EUR    |
| BB Corp                    | 289  |      | SEK    |
| BB Fastigheter             | 372  |      | SEK    |
| Svenska banker At 1*       |      | 402  | USD    |

\*First Call Date

### Svenska fastighetsbolag söker ljus i mörkret

Svenska fastighetsbolag letar efter ljuset i mörkret och kanske finner de ljuset snart även om ett par bolag har försvunnit ut i mörkret på vägen. Många bolag har ordnat finansiering från bank som tillsammans med kassaflödet kan täcka en stor del av förfallen under 2024 och en bit in på 2025, i vissa fall hela 2025. Därtill har fastighetsbolag med Investment Grade-rating kunnat emittera på obligationsmarknaden under hösten och på senare tid har även

High Yield-bolag kunnat vända sig till obligationsmarknaden. Fastighetsbolagen har kommit en bra bit på väg när det gäller att skriva ned värdena på sina fastighetsbestånd, någonstans runt 7% har skrivits ned i snitt, även om det kan finnas en del kvar att göra där. Vissa bolag har även avyttrat bestånd och några har tagit in nytt aktiekapital.

Vissa bolag sticker ut lite textra, men på olika sätt. Till exempel SBB och Oscar Property har varit i fokus på grund av sina stora problem och andra har utmärkt sig på ett mer positivt sätt genom att de vidtagit välkomna åtgärder och kunnat emittera obligationer. Om det var Castellum som var värt att uppmärksammas för det senare vid denna tid förra året så är det nog Corem nu. Corem har skrivit ned fastighetsvärdena med 11% under 2023 (och 14% ackumulerat), de har sålt fastigheter för mellan 12 och 15 miljarder under året och minskat den räntebärande skulden med 14 miljarder. För detta belönades bolaget med att kunna låna en hel miljard kronor i den svenska obligationsmarknaden i början av 2024. Däremot har detta bolag inte tagit in mer kapital vilket några andra bolag alltså har gjort.

Med detta sagt så finns det kvarstående risker. Under 2023 har många kommersiella fastighetsbolag gynnats av inflationsklausuler i avtalen som gjort att de skjutsat över inflationsuppgången på sina hyresgäster. I någon mån kommer det även gälla 2024, men denna positiva effekt väntas ändå klinga av sedan. När det gäller bostadsbolagen har de inte kunnat kompensera sig på samma sätt eftersom hyressättningen sker på annat sätt i deras fall. Vidare är räntorna bolagen kan låna på i obligationsmarknaden fortfarande högre än 2021 och effekten av det kryper successivt in i räntekostnaderna vartefter bolagen refinansierar sig. Vidare varnar Moody's för ökade vakanser inom kontors- och detaljhandelssegmenten. De tror också att bankerna är alltmer selektiva och ställer högre krav. Med andra ord kan även de kommande två åren bli utmanande för fastighetsbolagen.

*Den här strategirapporten publicerades den 1 mars 2024.  
Bryttid för beräkningar och prognoser är per den 27 februari 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.