

Markedsanalyse

8. september 2016

Lever vi midt i en renteboble?

Af Peter Rixen

| Senior Porteføljemanager | peter.rixen@skandia.dk |

De sidste 30 år har været karakteriseret ved et nærmest uafbrudt rentefald, hvor den amerikanske tiårige rente fx er faldet fra næsten 15 procent til under to procent. I Tyskland er den tiårige rente sågar faldet til under nul procent. Ud fra et almindeligt rationelt investeringssynspunkt kan det virke helt forrykt, at nogen ønsker at 'binde' deres penge i ti år for at få et sikkert tab, der med korrektion for en forventet inflation er endnu lavere end nul. I denne analyse kigger vi nærmere på, om der kan findes forholdsvis rationelle forklaringer, der berettiger de nuværende lave renter. Hvis dette ikke er tilfældet, må det aktuelle renteniveau betegnes som en boble, og det kan få alvorlige konsekvenser for investorerne, når den springer.

Sammenhængen mellem korte og lange renter

Det er forholdsvis nemt at forklare, hvorfor de korte renter (fx tre måneders renten) i det meste af verden befinder sig på historisk lave niveauer. Det skyldes, at de korte renter i overvejende grad styres af centralbankerne, der aktuelt vurderer, at der er et behov for ekstremt lave renter.

Renterne på længere løbetider vil afspejle markedets forventninger til de fremtidige korte renter. Det skyldes, at der alternativt vil opstå arbitrage muligheder. Investorerne vil således sammenligne det forventede afkast af at købe en tiårig obligation med fx løbende at købe obligationer med tre måneders løbetid over de næste ti år. Hvis den tiårige obligation forventes at give et merafkast i forhold til at købe de kortere obligationer, vil investorerne søge ud i de lange obligationer, hvilket vil presse de lange renter ned, indtil der igen kommer en ligevægt mellem de korte og lange renter.

I praksis vil investorerne typisk kræve et merafkast for at binde pengene i de længere obligationer, hvorfor renten på tiårige obligationer bør overstige det forventede afkast ved at rulle en investering i obligationer med tre måneders løbetid.

Ud fra ovenstående betragtninger bør der være en forholdsvis tæt sammenhæng mellem det afkast, der historisk kunne være opnået ved at købe en tiårig obligation og holde den til udløb og alternativt successivt købe korte obligationer og løbende rulle dem ved udløb i en tiårig periode – i hvert fald, hvis investorerne har haft de rigtige renteforventninger. Det har vi testet på baggrund af historiske data. For at opnå den længst mulige periode har vi anvendt etårige obligationer som korte obligationer. I nedenstående graf har vi illustreret resultatet af disse to alternative 'investeringsstrategier'. Bemærk, at tidsserierne slutter med udgangen af 2005, da det er starttidspunktet for den seneste tiårige investeringsperiode.

Graf 1 | Historisk afkast på korte kontra lange obligationer



Kilde: Federal Reserve Bank of St. Louis og egne beregninger

Der er som ventet en forholdsvis tæt korrelation mellem de to afkastserier (0,65). Der er imidlertid et andet og næsten mere tydeligt billede – nemlig at det generelt var en bedre strategi at købe korte obligationer end lange obligationer frem til starten af 1980'erne, mens det omvendte har gjort sig gældende siden.

Det fortæller klart, at investorerne ikke havde forventet den generelle rentestigning, vi oplevede fra starten af 1950'erne og frem til 1981, hvor renten toppede, men heller ikke forventede det rentefald, vi har oplevet sidenhen. Ikke desto mindre er der dog den ventede sammenhæng mellem de korte og lange renter.

Markedets forventninger

At de lange renter aktuelt er meget lave, betyder, at investorerne tilsyneladende forventer, at de korte renter vil forblive meget lave i en rum tid endnu. Faktisk er det relativt let at udlede markedets forventninger til de korte renter med baggrund i den aktuelle rentestruktur – i hvert fald hvis man ser bort fra den eventuelle risikopræmie, som bør være i de lange renter.

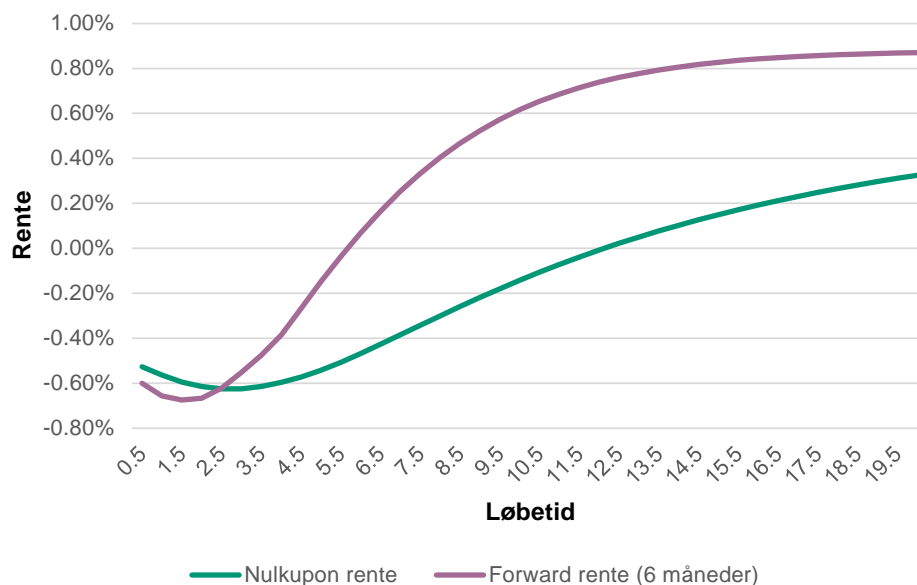
Det har vi gjort med baggrund i den aktuelle tyske rentekurve. Resultatet er vist i nedenstående graf. De beregnede forward renter illustrerer den forventede seksmåneders rente på et givet tidspunkt i fremtiden. Af grafen kan det således aflæses, at markedet først forventer, at seksmåneders renten bliver positiv om seks år. Det fremgår også, at markedet ikke forventer, at de korte renter kommer over én procent i løbet af de næste 20 år.

Beregningerne tager som beskrevet udgangspunkt i, at der ikke er indbygget en risikopræmie i renterne på obligationer med længere løbetid. Hvis der skal 'være plads' til en sådan risikopræmie, vil det betyde, at forventningerne til de fremtidige korte renter er lavere end det, som forward renterne signalerer.

De aktuelle meget lave (negative) korte renter er et resultat af den aktuelle pengepolitik fra centralbankerne, mens de også meget lave længere renter er et resultat af markedets forventninger til den fremtidige pengepolitik. Markedet forventer således, at de korte renter i Europa vil forblive negative i en lang årrække endnu. Hvis

ikke dette var tilfældet, ville den aktuelle rentestruktur være stejlere, end den faktisk er.

Graf 2 | Aktual rentestruktur og forward renter i Tyskland



Kilde: Nordea Analytics og egne beregninger

Er de aktuelle forventninger realistiske?

Det store spørgsmål er så, om markedets aktuelle forventning til den fremtidige pengepolitik er realistisk. For at svare på dette spørgsmål er det nærliggende at kigge nærmere på, hvad der reelt driver centralbankernes pengepolitik.

De vestlige bankers pengepolitik drives oftest ud fra et inflationsmandat. Det betyder, at centralbanken skal føre en pengepolitik, der sikrer en stabil inflation, der typisk ikke må overskride et fastsat mål. Den amerikanske centralbank har desuden et dobbeltmandat om at tilsikre fuld beskæftigelse. Dette mandat findes ikke hos den europæiske centralbank, men det betyder ikke, at centralbanken ikke har et opmærksomt blik rettet mod arbejdsmarkedet. Tværtimod er det ret sikkert, at den europæiske centralbank også kigger meget mod arbejdsmarkedet, når den fastsætter pengepolitikken. Det skyldes, at det oftest er udviklingen på arbejdsmarkedet, der skaber de væsentligste ændringer i inflationen. Således vil et 'stramt' arbejdsmarked have en tendens til at skabe øget inflation gennem stigende lønninger og omvendt.

Hvad betyder inflation og arbejdsløshed?

Det er derfor nærliggende at kigge nærmere på, i hvilket omfang udviklingen i inflation og arbejdsløshed kan forklare den historiske udvikling i de korte renter. I første omgang har vi foretaget denne øvelse på amerikanske renter, da vi her har den længste historik med fornuftige data.

Vi har lavet en regressionsanalyse med tremåneders renten som den afhængige variabel og arbejdsløshed og inflation (kerne – eksklusiv fødevarer og energi) som de uafhængige variable. Vi har foretaget analysen fra 1994 og frem til i dag. Analysen viser en klar og signifikant sammenhæng mellem tremåneders renten og inflation og arbejdsløshed. Sammenhængen har også de forventede fortegn, at højere inflation resulterer i højere renter, og højere arbejdsløshed resulterer i lavere ren-

ter. Udviklingen i inflation og arbejdsløshed er i stand til at forklare omkring 60 procent af de historiske udsving i tremåneders renten.

Pengepolitikken er imidlertid ikke det eneste, som påvirker udviklingen i økonomien og dermed den fremtidige udvikling i inflationen. Forhold som finanspolitik og valutakurser har også en betydning. En stærk valuta vil således virke restriktiv på økonomien blandt andet i form af reducerede eksportmuligheder. Og den vil alt andet lige kræve en lempeligere pengepolitik end ellers, ligesom en stram finanspolitik alt andet lige vil kræve en lempeligere pengepolitik.

Derfor har vi tilføjet valutakursen (handelsvægtet dollarindeks) som uafhængig variabel. Underskuddet på de offentlige budgetter kunne også være relevant som uafhængig variabel, men den er meget kraftigt korreleret med arbejdsløsheden. Derfor har vi udeladt denne variabel. Valutakursen har en signifikant betydning for den historiske tremåneders rente og har det forventede fortegn. Samlet er de tre variable i stand til at forklare 70 procent af de historiske udsving i den amerikanske tremåneders rente. I nedenstående graf har vi illustreret den faktiske udvikling i tremåneders renten og modellens 'bud' på renten.

Graf 3 | Historisk renteudvikling i USA



Kilde: Bloomberg, Federal Reserve Bank of St. Louis og egne beregninger

Centralbankerne og investorerne er enige om behovet for lave renter

Grafen viser tydeligt, at modellen i et vist omfang har været i stand til at forklare den historiske udvikling i tremåneders renten. Det er dog også tydeligt, at det 'går galt' efter finanskrisen. I første omgang siger modellen, at de korte renter burde være faldet til omkring minus to procent. Det var imidlertid ikke en del af den amerikanske centralbanks værktøjskasse at operere med negative renter. Det var da også en medvirkende grund til, at centralbanken indledte deres opkøbsprogram af obligationer. Modellen fortæller også, at centralbanken ikke længere burde føre noget, der ligner en nulrentepolitik. Ud fra de historiske erfaringer burde tremåneders renten aktuelt være omkring 2,7 procent.

Der er ingen tvivl om, at finanskrisen fundamentalt har ændret den måde, som den amerikanske centralbank agerer på. Således var de tre uafhængige variable i stand til at forklare 92 procent af udsvingene i tremåneders renten frem til starten af finanskrisen.

Spørgsmålet er nu, om investorerne også deler centralbankens opfattelse af behovet for en meget lempelig pengepolitik. Hvis ikke de gør det, vil markedets forventninger til de korte renter være en kraftig stigning, fordi centralbanken senere vil få behov for at stramme meget aggressivt for at kompensere for den aktuelt alt for lempelige pengepolitik.

I lighed med vores tidligere beregninger fra de tyske renter kan vi beregne, at markedet forventer, at der vil gå omkring 7,5 år, før de korte amerikanske renter når op på bare to procent. Det siger vores model, at den burde have overskredet allerede på nuværende tidspunkt. Det er et klart tegn på, at investorerne deler centralbankens opfattelse af behovet for en meget lav rente – i en lang periode endnu.

Hvad kan berettige de lave renter?

Hvad er det så, centralbankerne og investorerne kan se, som vores model for den korte rente ikke fanger? Der er primært to forhold, som kan påvirke behovet for at føre en lempelig pengepolitik og størrelsen af denne. Det første er niveauet for, hvor langt arbejdsløsheden skal ned, før den bliver inflationsskabende, og det andet er det langsigtede niveau for inflationen.

Det sidste element vil have en afgørende effekt på, hvad den langsigtede ligevægt for de korte renter er. Det betyder også, at renten bør være lavere end dette langsigtede niveau, hvis inflationen aktuelt er lavere end den langsigtede inflationsmålsætning. Dermed må det også stå rimeligt klart, at dette ikke kan være årsagen til de aktuelle meget lave renter. Godt nok er inflationen fortsat forholdsvis lav, men hvis det skulle berettige den nuværende lave rente, skulle det skyldes en målsætning om et strukturelt væsentligt højere inflationsniveau. Det er på ingen måder det, som prisen i hverken inflations- eller obligationsmarkedet – tværtimod. I så fald ville rentestrukturen være væsentligt stejlere og forward renterne dermed højere.

Derfor falder den eneste rimeligt troværdige forklaring tilbage på arbejdsløsheden. Den nuværende lave rente kan i vores modelverden alene forklares ved, at niveauet for, hvornår arbejdsmarkedet bliver så stramt, at det er inflationsskabende, er faldet betydeligt i forbindelse med finanskrisen. Vi kan også beregne, hvor meget centralbanken og investorerne implicit vurderer, at det er faldet. Ud fra koefficienterne i vores regressionsanalyse når vi frem til, at niveauet for 'ligevægtsarbejdsløsheden' er faldet, så den er mellem 1,7 og 2,6 procentpoint lavere end den aktuelle arbejdsløshed afhængig af om regressionsanalysen laves på perioden frem til finanskrisen eller i hele perioden frem til i dag. I perioden før finanskrisen er det vores vurdering, at niveauet for ligevægtsarbejdsløsheden lå omkring 5,9 procent.

Denne ligevægtsarbejdsløshed kaldes også for den strukturelle arbejdsløshed. Finanskrisen skal ifølge vores modeller have barberet omkring 2,9 – 3,8 procentpoint af den strukturelle arbejdsløshed, hvis den nuværende lave rente skal være berettiget. Det står i stærk kontrast til, at mange analyser påpeger, at finansielle kriser med meget høj arbejdsløshed faktisk er med til at øge den strukturelle arbejdsløshed, fordi mange arbejdere mister deres kompetencer og kvalifikationer på grund af lange ledighedsperioder.

Der kan dog godt findes et fornuftigt argument for, hvorfor den strukturelle ledighed alligevel er faldet i USA. Den stigende globalisering har i et vist omfang reduceret

arbejdstagernes evne til at presse lønningerne opad. Denne effekt forstærkes af en tendens, hvor fagforeningerne har fået reduceret deres indflydelse på løndannelsen. Globaliseringen er dermed medvirkende til at skabe et lavere inflationspres og dermed basis for lavere renter.

Den stigende globalisering har via valutakurserne måske et yderligere argument for de aktuelt lave renter. Vores model viser, at den aktuelt stærke dollar allerede bør reducere de korte renter med 0,9 procent i forhold til, hvor de ellers burde være. Hvis den amerikanske centralbank strammede pengepolitikken væsentligt, kunne det styrke dollaren yderligere og den vej igennem skabe et behov for at lempe pengepolitikken igen.

Der kan findes et yderligere argument for, at modellerne ikke længere kan forklare rentedannelsen i de vestlige lande. Stigende regulering af den finansielle sektor har skabt 'forced buyers' af statsobligationer. Det gælder blandt andet for pensionselskaber, der for at minimere deres kapitalkrav kan være tvunget til at købe lange statsobligationer uanset renteniveau og renteforventninger.

Hvad er konsekvenserne?

Vores analyse giver som sådan ikke noget svar på, om centralbankerne har ret i behovet for at føre den aktuelt meget lempelige pengepolitik, og om investorerne har ret i, at dette behov vil være til stede i en lang årrække endnu. Vores model viser imidlertid, at begge opfattelser bør være baserede på en holdning om, at den strukturelle arbejdsløshed i dag er væsentligt lavere end før finanskrisen. Det gælder uagtet, om vi kigger på Europa eller USA. I det tilfælde, er det berettiget, at både de korte og lange renter er på det nuværende lave niveau, hvilket også vil betyde, at vi ikke har fået opbygget en strukturel obligationsboble. Det betyder ikke, at vi kan forvente meget flotte afkast på obligationsmarkedet fremover – dertil er det aktuelle renteniveau simpelthen for lavt. Det betyder derimod, at der ikke er udsigt til et større blodbad i form af kraftigt stigende renter.

Hvis centralbanken og investorerne derimod har fejlvurderet den strukturelle arbejdsløshed, kan det få alvorlige konsekvenser for den fremtidige inflationsudvikling og dermed også renteutvikling. Her kan vi for konspirationsteoretikernes skyld genbesøge argumentet om det langsigtede niveau for inflationen. Det nuværende lave renteniveau kan for centralbankerne være relevant, hvis de ønsker at øge inflationen i forhold til det 'normale' langsigtede niveau. Det vil i hvert fald være en måde at løse de meget høje gældskvoter i forhold til BNP, der er en udfordring for den langsigtede økonomiske vækst.

Uagtet om centralbankerne bevidst ønsker at øge inflationen over det 'normale' niveau, eller om det sker som konsekvens af en 'policy error', vil det være ensbetydende med, at vi aktuelt befinder os i en renteboble. I det tilfælde venter der et større eller mindre blodbad forude, når investorerne indser, at deres investeringer i obligationer er sket på forkerte forudsætninger. Det kan udvikle sig til en decideret katastrofe for investorer med lange obligationer. Allerede på nuværende tidspunkt indikerer vores modeller, at det forventede afkast på tyske obligationer med en løbetid på mere end ti år er omkring minus fem procent om året over de næste fem år. Dette afkast vil forværres yderligere, hvis inflationen stiger over det normale langsigtede niveau.

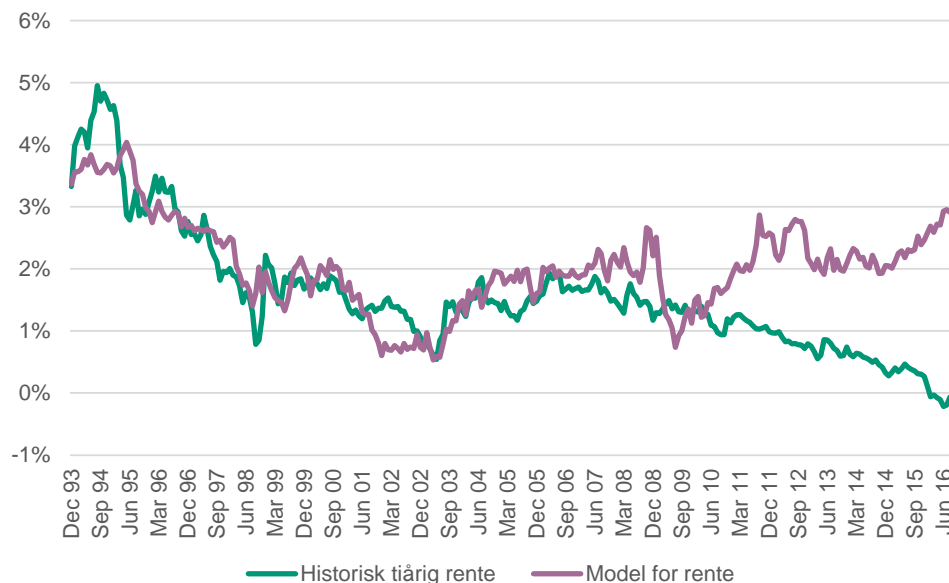
Paralleller til Japan

Det er svært at komme uden om Japan, når temaet er lave renter. Den tiårige rente har her været konstant lavere end 2 procent i snart tyve år. Desværre har vi ikke

mulighed for at lave en analyse af de korte renter i Japan, fordi der stort set ikke har været udsving i de korte renter over de sidste tyve år. Derfor har vi lavet vores analyse med udgangspunkt i den tiårige rente, som er et udtryk for markedets forventninger til de fremtidige korte renter.

Vi har estimeret sammenhængen mellem den tiårige japanske rente og de tre uafhængige variable (arbejdsløshed, inflation og valutakurs) frem til finanskrisen. Resultatet fremgår af nedenstående graf.

Graf 4 | Historisk renteudvikling i Japan



Kilde: Bloomberg og egne beregninger

Grafen illustrerer tydeligt, at der er en pæn sammenhæng mellem den faktiske renteudvikling og modellen specificeret ved de tre uafhængige variable. Forklaringens graden er på næsten 80 procent. Modellen har således fint været i stand til at forklare mange års meget lave renter i Japan.

Der er dog et par afvigelser i forhold til modellen fra de amerikanske renter. For det første er inflationsudviklingen ikke signifikant og har i øvrigt det modsatte fortegn, således at en højere inflation resulterer i lavere renter. Det er langt fra den intuitive forventning til fortegnet, men i og med at inflationen ikke har signifikant betydning i modellen, kan vi godt abstrahere fra dette. Samtidig skyldes fortegnet den meget tætte (negative) korrelation mellem arbejdsløshed og inflation. En regressionsanalyse med inflationen som eneste forklarende variabel har det ventede positive fortegn.

Fortegnet vender imidlertid også 'forkert' på valutaen. Modellen tolker således, at den japanske centralbank strammer pengepolitikken, når valutaen er stærk.

Det står også klart, at modellen slet ikke har været i stand til at forklare udviklingen i den tiårige rente siden finanskrisen. Vores model tilsiger, at den tiårige japanske rente burde være omkring tre procent, hvilket er i stærk kontrast til det faktiske renteniveau på nul procent.

Den tiårige rente er faldet på trods af, at arbejdsløsheden er faldet til det laveste niveau i mere end tyve år, samtidig med at inflationen er på en opadgående kurve.

Det ser altså ud til, at investorerne i japanske obligationer også har tillid til, at niveauet for den strukturelle arbejdsløshed er faldet i Japan, så centralbanken kan fortsætte den meget lempelige pengepolitik.

Konklusion

Vi oplever aktuelt et historisk lavt renteniveau i det meste af den vestlige verden. Det lægger naturligvis en dæmper på de fremtidige forventede renter – dels som resultat af det lave basisafkast (afkast ved uændret renteniveau), dels som resultat af at mulighederne for fortsat store rentefald er tæt på umulige. Det vil dog stadig være muligt at opnå positive afkast, hvis det nuværende renteniveau er baseret på fundamentale forhold, og der således ikke er tale om en renteboble.

Vores analyse viser klart, at de aktuelle renteniveauer i USA, Europa og Japan langt fra afspejler de underliggende økonomiske forhold. Det taler umiddelbart for, at obligationsmarkedet befinder sig i en boble.

I og med at det ikke kun er de korte renter, der befinder sig på et ekstremt lavt niveau, må investorerne dele centralbankernes opfattelse af behovet for en meget lempelig pengepolitik, også for de næste mange år.

Dette lave renteniveau kan kun forsvares, hvis vi befinder os i et nyt paradigme, hvor arbejdsløsheden skal være meget lavere end tidligere, før den bliver inflationssskabende. Man kan sige, at investorerne lever i et nyt paradigme under overskriften 'this time is different'.

Det er ikke unormalt, at investorerne i samlet flok 'opfinder' dette paradigme. Et af de mest velkendte eksempler var IT-boblen i slutningen af sidste århundrede, hvor investorerne også blev enige om, at en ny æra var indledt med betydeligt højere økonomisk vækst drevet af de muligheder, internettet tilbød. Desværre ved vi alle, hvordan dette paradigme endte. IT-boblen bristede, og den økonomiske vækst har siden da faktisk været lavere end i perioden op til IT-boblen.

Som obligationsinvestor er man derfor nødt til at forberede sig på, at det heller ikke denne gang er anderledes, og at rentedannelsen derfor vil vende tilbage til de gamle kendte mønstre. Det vil specielt i Europa og en vis grad også i Japan betyde kraftigt stigende renter og meget negative obligationsafkast på de lange obligationer.

En konspirationsteori kunne være, at centralbankerne har som målsætning at skabe højere inflation end normalt for derigennem at reducere den massive gældsbyrde, som tynger en lang række lande. Den aktuelle lave inflation har fået investorerne til at 'købe' centralbankernes historie om behovet for ekstremt lave renter i en lang periode endnu. Investorerne har købt historien efter mange års 'pain trade', hvor de har været undervægtet renterisiko i forventning/håb om stigende renter.

Det er meget svært at komme med en endelig konklusion på, om det nuværende renteniveau er berettiget. Det kræver dog, at denne gang virkelig er anderledes. Hvis ikke er der tale om en obligationsboble, som sandsynligvis vil sprede panik blandt verdens obligationsinvestorer, når den brister. Ikke mindst fordi de seneste år i stigende omfang har budt på porteføljer, som arbejder med gearede obligationsinvesteringer.

Dette materiale er udarbejdet af Skandia Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (i det følgende "Skandia").

Materialet er til personlig orientering for de investorer, som Skandia har udleveret materialet til. Materialet er baseret på offentligt tilgængelige oplysninger samt egne beregninger baseret herpå. Skandia påtager sig intet ansvar for rigtigheden, nøjagtigheden eller fuldstændigheden af informationerne i materialet. anbefalinger skal ikke opfattes som tilbud om køb eller salg af de pågældende værdipapirer, og Skandia påtager sig intet ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af oplysninger i materialet.

Oplysninger i materialet om historiske afkast, simulerede historiske afkast, fremtidige afkast eller kursudvikling kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Afkast og/eller kursudvikling kan blive negativ. Gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Såfremt materialet indeholder oplysninger om en særlig skattebehandling, skal investorer være opmærksomme på, at skattebehandlingen afhænger af den enkelte investors individuelle situation og kan ændre sig fremover. Såfremt materialet indeholder oplysninger baseret på bruttoafkast, kan gebyrer, provisioner og andre omkostninger påvirke afkastet i nedadgående retning.

Skandia og/eller andre selskaber i Skandia koncernen kan have positioner i værdipapirer omtalt i materialet samt foretage køb eller salg af samme, ligesom disse selskaber kan være involveret i corporate finance-aktiviteter eller andre aktiviteter for virksomheder, der er omtalt i materialet.