

## Rentekurven inverterer – hvilke signaler sender det?

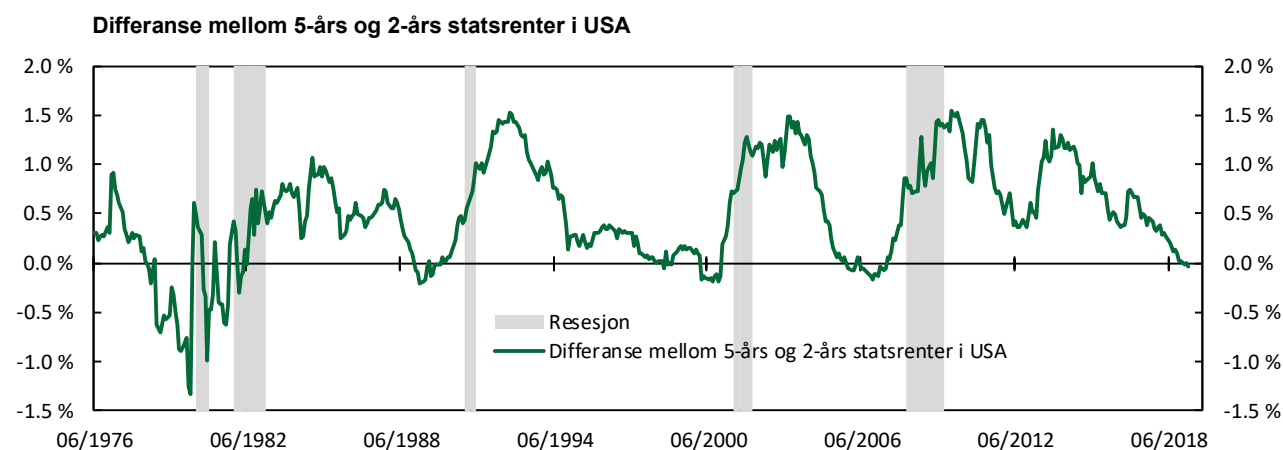
Oslo, 8. april 2019

### En refleksjon

*“... investors should of course be mindful of the behavior of the Treasury yield curve, especially given its track record of predicting recessions. However, we should also pay attention to the fact that the post-2008 world economy is profoundly different from most other times in postwar history.”*

Chen Zhao, Alpine Macro, 29. mars 2019

### Makro



Investorer og media følger nøye med når løpende rente på amerikanske statsobligasjoner med lang løpetid blir lavere enn tilsvarende med kort løpetid. Dette skjer sjelden og kalles invertering av rentekurven. På tross av at rentekurven nå har delvis invertert, virker aksjemarkedet dog temmelig upåvirket og har hatt en kraftig oppgang i første kvartal 2019. Det spørsmålet markedsakteørene likevel gjerne stiller seg, er hvilke signaler inverteringen sender for økonomiske utsikter.

Løpende avkastning for amerikanske statsobligasjoner med lang løpetid er allment ansett å reflektere langsiktig forventning til økonomisk vekst og inflasjon. Når denne er lavere enn kortsiktig rentenivå, kan det indikere en forventning om svekket vekst.

Rentekurven for amerikanske statsobligasjoner har ikke fullt ut invertert, men figuren over viser at differanseavkastningen mellom medium løpetid og kort løpetid er negativ. Løpende avkastning på obligasjoner med lengst løpetid har derimot ikke falt like mye i forhold til kort løpetid, blant annet på grunn av store budsjettunderskudd med økt tilbud av statsobligasjoner. Historisk har invertering av rentekurven i USA vært en sterk indikator for resesjon. Det kan leses av figuren

over. Det er likevel minst tre faktorer som bør være med i vurderingen av den inverteringen som skjer nå.

For det første har det historisk gjerne vært en forsinkelse. Det har variert fra noen få måneder til 21 måneder i grafen over.

For det andre er amerikanske statsrenter påvirket av Federal Reserve (Fed) sine massive kjøp av nettopp statsobligasjoner. Disse kjøpene, kalt kvantitative lettelse, ble gjort for å redusere løpende avkastning på rentekurven. Fed har nylig annonsert at de vil opprettholde beholdningen. Denne faktoren var ikke tilstede ved tidligere inverteringer og gjør at vi i lavere grad kan tolke historien inn i dagens situasjon.

For det tredje er ikke alltid en invertering blitt fulgt av en resesjon. Den inverteringen som har startet, kan reverseres. Det internasjonale pengefondet forventer faktisk en liten styrking av veksten i andre halvår.

Det er ingen automatikk i konsekvensene av invertering. Så lenge inverteringen ikke reverseres, vil den medvirke til bredere fokus på den fundamentale, underliggende veksten. Årsbrevet i januar vektla denne veksten, som selskapene vi er investert i er en del av.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært meget sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 31. mars har indeksen steget 12,0 % målt i NOK og 12,3 % målt i lokal valuta. Det er IT og eiendom som har hatt sterkest avkastning blant sektorene. Selv sektoren med lavest avkastning, helse, har hatt 7,8 % avkastning hittil i år, målt i NOK. MSCI Developed World steg i samme periode med 12,3 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg med 9,8 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 31. mars hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 8,6 %. Det er finans som hadde sterkest avkastning blant sektorene, med 15 % avkastning, mens konsum, råmaterialer og helse hadde svakest, men dog positiv avkastning.

Lange norske statsrenter har falt noe siden nyttår, fra 1,5 % til 1,4 %, målt som løpende rente til ST5X.

Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks RM123D3, har gitt 0,8 % avkastning hittil i år per 31. mars. Løpende avkastning er 2,2 %, som den også var ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK gav 2,3 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 6,9 % siden nyttår.

Hittil i år har gullprisen steget med 0,8 %. Kobberprisen har steget 9,0 % og aluminiumprisen har steget 1,6 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 27,1 % og var over USD 67 per 31. mars, dog fremdeles lavere enn fjorårets toppnivå på USD 86.

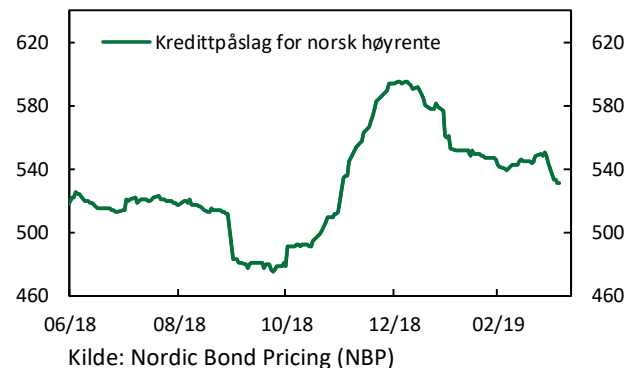
Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet og at USD styrket seg i fjor, men svekket seg noe i januar. USD, EUR og SEK har svekket seg mot NOK med henholdsvis 0,2 %, 2,3 % og 4,9 %, mens GBP har styrket seg mot NOK med 2,0 %.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

Nordic Bond Pricing (NBP) har etablert indekser for avkastningen til det norske obligasjonsmarkedet. Gode indekser har lenge vært en mangel i dette markedet, hvor det til nå kun har vært veletablerte indekser for statsobligasjoner. Fordi NBP-indeksene bedre dekker investeringsuniverset for norske obligasjoner og tas i bruk av stadig flere obligasjonsfond, har Industrifinans Kapitalforvaltning valgt å ta i bruk disse indeksene der de passer.

Figuren til høyre viser kredittpåslaget for NBP Høyrenteobligasjoner over NIBOR 3 måneder. Dette kredittpåslaget var omlag 1300 basispunkter på sitt største etter det store verdifallet i oljerelaterte høyrenteobligasjoner. Siste år har kredittpåslaget variert fra rundt 500 til 600 basispunkter. Vi valgte å overvekte høyrente tidligere i år. Da var kredittpåslag i øvre del av dette intervallet.

Fortsatt betalt for å sitte med norsk høyrente



For alle større aksjemarkeder er markedssentimentet nå positivt igjen, målt ved 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

## Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er svakere, men fortsatt god for de fleste regioner. Det er forventninger til fortsatt vekst, men en svakere veksttakt.

Aktivprisene har vist seg sårbare for stigende renter og vil fortsatt være sensitive til inntjeningsutviklingen. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer. Vi har overvekt i høyrente og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer per 31. mars 2019

| Avkastningsperiode, ikke annualisert:  | siste mnd | 3 mnd  | hittil i år | 12 mnd  | 3 år    | 5 år    | kurs/yield |
|--|-----------|--------|-------------|---------|---------|---------|------------|
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd | 0.1 %     | 0.2 %  | 0.2 %       | 0.7 %   | 1.6 %   | 3.6 %   | 1.16 %     |
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år  | 0.0 %     | 0.2 %  | 0.2 %       | 1.5 %   | 1.6 %   | 8.7 %   | 1.30 %     |
| Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år  | 0.4 %     | 1.0 %  | 1.0 %       | 2.8 %   | 2.0 %   | 14.6 %  | 1.37 %     |
| Barclays Multiverse Hedged USD         | 1.7 %     | 3.2 %  | 3.2 %       | 4.9 %   | 9.6 %   | 20.1 %  | 1.99 %     |
| Barclays Global Aggregate Hedged USD   | 1.8 %     | 3.0 %  | 3.0 %       | 4.9 %   | 8.7 %   | 19.6 %  | 1.75 %     |
| Barclays Global High Yield Hedged USD  | 0.8 %     | 6.7 %  | 6.7 %       | 4.5 %   | 25.7 %  | 28.7 %  | 6.44 %     |
| Oslo Børs Fondsindeks                  | 0.1 %     | 8.6 %  | 8.6 %       | 8.7 %   | 47.1 %  | 53.6 %  | 844.96     |
| Oslo Børs Hovedindeks                  | -0.3 %    | 8.0 %  | 8.0 %       | 7.2 %   | 49.4 %  | 53.6 %  | 866.93     |
| Oslo Børs Small Cap Index              | 0.2 %     | 8.2 %  | 8.2 %       | -3.1 %  | 14.9 %  | -2.6 %  | 615.89     |
| Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks       | 0.0 %     | 8.2 %  | 8.2 %       | 9.9 %   | 84.6 %  | 103.8 % | 1 907.25   |
| Oslo Børs Eiendomsindeks               | 6.2 %     | 8.9 %  | 8.9 %       | 18.7 %  | 53.2 %  | 98.5 %  | --         |
| VINX Benchmark Cap                     | 1.2 %     | 8.7 %  | 8.7 %       | 6.7 %   | 26.4 %  | 65.2 %  | 401.30     |
| MSCI All Countries (AC) World Local    | 1.6 %     | 12.3 % | 12.3 %      | 5.6 %   | 37.4 %  | 48.6 %  | --         |
| MSCI All Countries (AC) World          | 2.0 %     | 12.0 % | 12.0 %      | 13.0 %  | 41.4 %  | 97.0 %  | --         |
| MSCI Developed World                   | 2.1 %     | 12.3 % | 12.3 %      | 14.5 %  | 41.4 %  | 100.0 % | --         |
| MSCI Emerging World                    | 1.6 %     | 9.7 %  | 9.7 %       | 1.9 %   | 41.4 %  | 72.6 %  | --         |
| MSCI Frontier World                    | 2.0 %     | 6.7 %  | 6.7 %       | -6.4 %  | 27.3 %  | 48.3 %  | --         |
| MSCI Developed Europe (EMEA)           | 1.4 %     | 10.6 % | 10.6 %      | 6.0 %   | 26.2 %  | 51.7 %  | --         |
| MSCI Emerging Europe (EMEA)            | -0.3 %    | 6.2 %  | 6.2 %       | 5.7 %   | 28.3 %  | 28.9 %  | --         |
| MSCI Developed North America           | 2.5 %     | 13.6 % | 13.6 %      | 19.5 %  | 49.0 %  | 127.4 % | --         |
| MSCI Emerging Latin America            | -1.8 %    | 7.7 %  | 7.7 %       | 2.7 %   | 43.1 %  | 41.9 %  | --         |
| MSCI AC Asia Pacific ex Japan          | 2.3 %     | 11.3 % | 11.3 %      | 6.2 %   | 43.6 %  | 86.5 %  | --         |
| MSCI Japan                             | 1.3 %     | 6.5 %  | 6.5 %       | 1.5 %   | 31.6 %  | 89.3 %  | --         |
| MSCI AC Consumer Discretionary         | 2.4 %     | 13.0 % | 13.0 %      | 13.1 %  | 40.0 %  | 111.0 % | --         |
| MSCI AC Consumer Staples               | 4.8 %     | 11.2 % | 11.2 %      | 15.4 %  | 18.7 %  | 90.6 %  | --         |
| MSCI AC Energy                         | 1.9 %     | 13.9 % | 13.9 %      | 13.3 %  | 32.5 %  | 29.6 %  | --         |
| MSCI AC Financials                     | -1.6 %    | 8.0 %  | 8.0 %       | 1.5 %   | 39.9 %  | 78.1 %  | --         |
| MSCI AC Health Care                    | 1.6 %     | 7.8 %  | 7.8 %       | 22.1 %  | 37.4 %  | 110.6 % | --         |
| MSCI AC Industrials                    | 0.4 %     | 13.6 % | 13.6 %      | 9.0 %   | 37.7 %  | 91.2 %  | --         |
| MSCI AC Information Technology         | 4.7 %     | 18.6 % | 18.6 %      | 19.4 %  | 82.9 %  | 198.7 % | --         |
| MSCI AC Materials                      | 1.7 %     | 10.9 % | 10.9 %      | 6.7 %   | 47.3 %  | 65.6 %  | --         |
| MSCI AC Real Estate                    | 5.7 %     | 15.8 % | 15.8 %      | 22.3 %  | 28.6 %  | 104.2 % | --         |
| MSCI AC Communication Services         | 2.9 %     | 11.0 % | 11.0 %      | 15.3 %  | 9.4 %   | 58.1 %  | --         |
| MSCI AC Utilities                      | 2.6 %     | 9.3 %  | 9.3 %       | 23.7 %  | 28.3 %  | 86.6 %  | --         |
| USDNOK                                 | 0.8 %     | -0.2 % | -0.2 %      | 10.1 %  | 4.3 %   | 44.1 %  | 8.64       |
| EURNOK                                 | -0.6 %    | -2.3 % | -2.3 %      | 0.2 %   | 2.9 %   | 17.4 %  | 9.70       |
| GBPNOK                                 | -0.9 %    | 2.0 %  | 2.0 %       | 2.4 %   | -5.3 %  | 12.7 %  | 11.27      |
| JPYNOK                                 | 1.3 %     | -1.0 % | -1.0 %      | 5.7 %   | 6.1 %   | 34.3 %  | 0.08       |
| CNYNOK                                 | 0.5 %     | 2.0 %  | 2.0 %       | 2.9 %   | 0.2 %   | 33.3 %  | 1.28       |
| CHFNOK                                 | 1.0 %     | -1.4 % | -1.4 %      | 5.5 %   | 0.8 %   | 28.1 %  | 8.68       |
| SEKNOK                                 | 0.2 %     | -4.9 % | -4.9 %      | -1.2 %  | -8.8 %  | 0.4 %   | 0.93       |
| Bloomberg Commodity                    | -0.2 %    | 6.3 %  | 6.3 %       | -5.3 %  | 6.8 %   | -37.3 % | --         |
| Bloomberg Agriculture and Livestock    | -0.7 %    | -1.8 % | -1.8 %      | -11.7 % | -18.2 % | -44.2 % | --         |
| Brent Crude (ICE)                      | 3.6 %     | 27.1 % | 27.1 %      | -2.7 %  | 72.7 %  | -36.5 % | 67.82      |
| Gull spot                              | -1.6 %    | 0.8 %  | 0.8 %       | -2.5 %  | 4.8 %   | 0.6 %   | 1 290.41   |
| Aluminium spot                         | 0.2 %     | 1.6 %  | 1.6 %       | -4.7 %  | 25.3 %  | 8.5 %   | 1 886.25   |
| Kobber spot                            | -1.1 %    | 9.0 %  | 9.0 %       | -2.9 %  | 32.9 %  | -2.5 %  | 6 360.00   |

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindeksker (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.