

Trippel-M: Sandslott, finansmarkeder og Fed

Noen hendelser – og da tenker jeg ikke på sånne kriseting, som da Lehman falt i grus, eller da den vestlige verden stengte ned på grunn av koronafrykt i mars 2020 – blir stående som casestudier i finansnæringen i mange år. Taper trantrum, som det kalles på godt norsk, i 2013 er en av dem. Den velkjente «devalueringen» av yuanen i 2015, er en annen. Begge hendelser ødela nattesøvnen til mang en forvalter og analytiker. I ettertid kan vi si at det ikke var størrelsen på bevegelsene som var så rystende. Yuanen svekket seg med 6 prosent mot dollaren. Peanøtter, men det var likevel nok til å holde finansmarkedene på tå hev så lenge svekkelsen pågikk. Under taper tantrum steg lange amerikanske statsrenter med mer enn 100 rentepunkter. Dramatisk der og da, men i løpet av det neste året var det meste av oppgangen barbert bort.

Først opp, så ned: taper tantrum i 2013 ga kortvarig men kraftig renteoppgang i USA, her målt ved 10-års statsrente



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

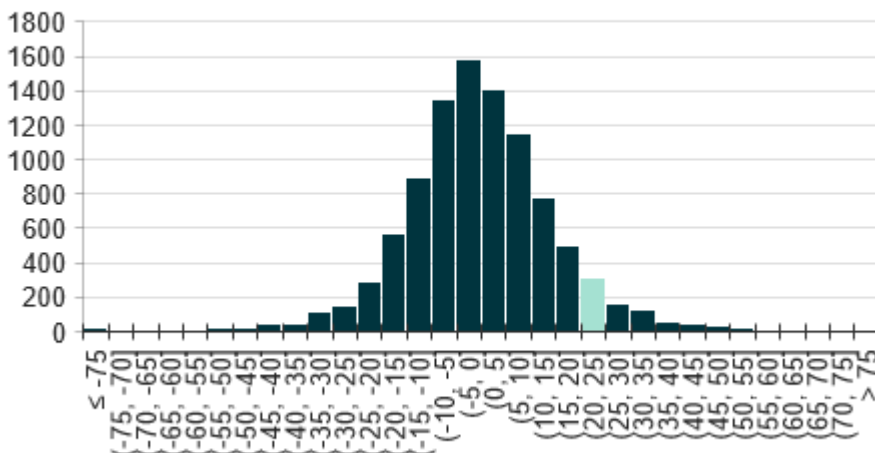
Hverken 6 prosent svakere yuan eller den midlertidige renteoppgangen på 100 basispunkter var nok til å gi vesentlig skift i de økonomiske trendene. Bedriftenes investeringsiver, husholdningenes forbrukskåthet, og politikernes budsjettplaner gikk alle sin gang. Sagt litt mer nerdete: Det er vanskelig å se hvordan trendveksten i de store økonomiene ble påvirket av hendelsene. For fremvoksende økonomier var historien litt mer nyansert, ved at renteoppgangen og uroen i finansmarkedene tvang frem justeringer i landenes driftsbalanser. Om dette ga negative effekter på landenes vekstevne er usikkert. Flere av de rammede landene måtte ta grep for å redusere sårbarhetene, som egentlig er positivt.

Likevel er hendelsene viktige. Det plutselige omslaget, overraskelsen, og størrelsen på de kortsiktige bevegelsene var sentrale for markedsdynamikken. Den kortsiktige volatiliteten i markedene ga muligheter for markedsaktørene, på samme måte som de som hadde ligget feil vei ble påført store tap. Om ubalansene er store nok, kunne hendelsene ha blitt selvforsterkende og spunnet ut av kontroll. Prisingen i markedene forut for hendelsene og størrelsen på gjelden i økonomien er forhold som øker sannsynligheten for en negativ spiral.

Det er fortsatt litt tidlig å si om bevegelsen i rentemarkedene de siste dagene er en slik hendelse. Oppgangen er definitivt av den sjeldne sorten. Grafen under viser antall observasjoner siden 1980 fordelt på femdagersendringer i 10-årsrenten i USA. Desto høyere stolpene er, desto vanligere er en gitt bevegelse. Vi ser også oppgangen i renten de siste fem dagene definitivt tilhører sjeldenhetene, men den er likevel ikke «ekstrem».

De siste fem dagene har tiårsrenten steget med 22bp, som er sjelden.

10-års statsrente (USA) fordelt på femdagersending i renten.

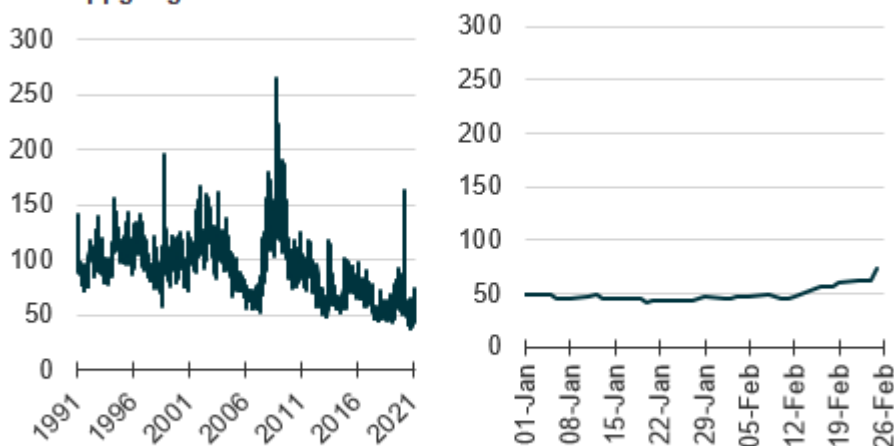


Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Utfordringen denne gangen er at den implisitte volatiliteten i obligasjonsmarkedet har vært så lav rett i forkant av siste dagers bevegelse. MOVE-indeksen, som er et mål på volatiliteten i det amerikanske obligasjonsmarkedet, var tett på historiske bunnivåer. Lav volatilitet har – sagt litt enkelt – den egenskapen at det kan gi kaos litt senere i tid. Hver dag som går med lav volatilitet, er som et sandslott der man legger ett sandkorn på plass om gangen. Før du vet ordet av det har sanden tørket, og konstruksjonen blitt ustabil. Et mildt vindkast kan virke overraskende destruktivt. Men du vet heller aldri om det neste sandkornet legger seg pent på plass, eller om det får resten av sandslottet til å falle sammen.

Oversatt til markedstermer, betyr dette at lav volatilitet er litt som et slør: Det kan øke risikotakingen på en måte som ikke er bra. Selv små sjokk kan skape store ringvirkninger. Og idet volatiliteten kommer tilbake, blir man raskt tatt ut, som kan forsterke bevegelsene. I aksjemarkedet kjenner vi dette godt: Når VIX er høy er markedet posisjonert for urolige tider, som betyr at volatiliteten i seg selv ikke er like skadelig. Når VIX er lav, er det motsatt. Da bør man være mer vaksom. Og, som denne [fine grafen](#) viser, har noen virkelig brent seg de siste par dagene.

MOVE-indeksen var tett på historiske bunner i forkant av renteoppgangen



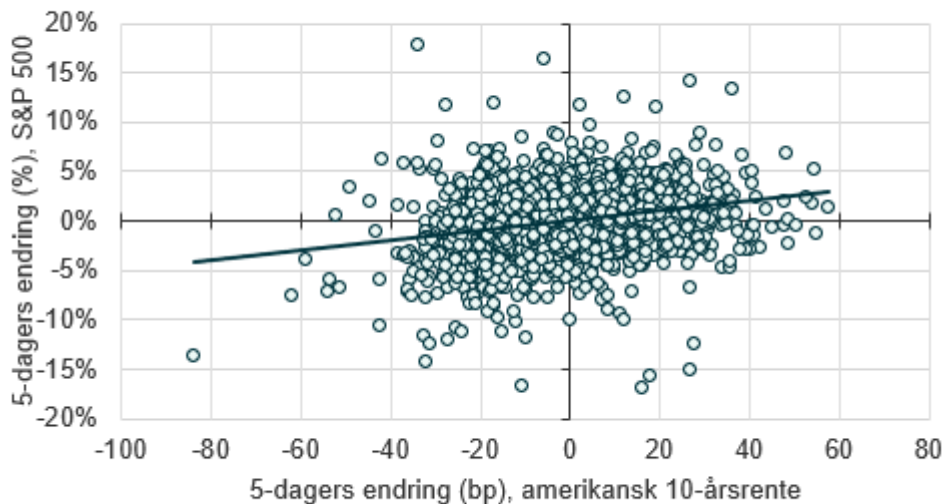
Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Andre folk er bedre enn meg til å mene noe om driverne. [Denne](#) artikkelen, som Bloomberg skrev på torsdag, gir et lite innblikk i hva som kan ha skjedd. Tanken er at nedsalg i statsobligasjoner kan bli selvforsterkende, fordi høyere renter gjør at noen investorgrupper må selge statsobligasjoner, som gir rom videre renteoppgang. [Andre](#) har pekt på rebalanseringseffekter i februar, som visstnok skal være større enn normalt.

Effektene på øvrige markeder har etter hvert blitt merkbare. Børsene i USA har falt markert, ledet av fall på Nasdaq på 5,4 prosent siden børsten stengte på fredag i forrige uke. S&P 500 er ned 2 prosent, som delvis reflekterer at bankaksjer har reagert positivt på renteoppgangen. Det at aksjemarkedet faller samtidig som rentene stiger er imidlertid ikke normalt. Vanligvis er det motsatt, som gjør at investorer har et tilfluktsted når

børsene faller. Nå har de ikke den samme muligheten, fordi verdiene kan forvitne i statsobligasjoner også. Det at det nå er en positiv korrelasjon mellom obligasjons- og aksjekurser gjør at det eneste som gjelder er kontanter.

Normalt stiger børsene hvis rentene er på vei opp. Men nå har vi sett det motsatte.



Kilde: Bloomberg, DNB Markets

Det store spørsmålet er hvordan sentralbankene reagerer. Vi har allerede fått en mild respons fra ECB, med Isabel Schnabel som i morgentimene i dag har uttalt følgende:

- *SCHNABEL: RISE IN REAL LONG-TERM RATES MAY HURT RECOVERY
- *SCHNABEL: ECB MAY NEED TO ADD SUPPORT IF YIELDS HURT GROWTH
- *SCHNABEL: ECB STILL HAS 'SOME ROOM' TO CUT INTEREST RATES

I går var flere Fed-representanter på banen, og merk særlig uttalelsen fra Raphael Bostic om at Fed vil være «very, very patient» i pengepolitikken. Bostic mener økonomien befinner seg i et dypt hull i bakken, og tror dessuten at økonomien kan bli ganske sterk uten at det gir nevneverdige inflasjonsimpulser.

Beskjeden er tydelig, og følger mønsteret fra Jerome Powell or Richard Clarida tidligere i uken. Renten skal være lav. Inflasjonsrisikoen er lav. Økonomien skal tilbake på normalen før støtten fra pengepolitikken skaleres tilbake.

Spørsmålet er om Fed må bli enda tydeligere på at de ikke ønsker at rentene skal stige for mye. I så fall kan det bli aktuelt å vurdere et mer eksplisitt mål for lange renter, ala rentekurvekontroll som Bank of Japan kaller det. Fed diskuterte dette i fjor, men landet på at det ikke var hensiktsmessig fordi rentene da var lave og tilsynelatende godt forankret. Slik er det ikke lenger, og vi skal ikke utelukke at Fed vil ta opp igjen diskusjonen om hva man kan og bør gjøre for å holde rentene under kontroll.

Ha en flott helg!

Ole A. Kjennerud, kredittstrateg i DNB Markets

Markedsdata

Aksjeindekser

	% endring		
	I år	Måned	Siste uke
Dow Jones	2.6%	4.7%	-0.3%
Russel 2000	11.4%	6.1%	-2.9%
Nasdaq	1.8%	0.4%	-5.4%
S&P 500	2.0%	3.1%	-2.0%
S&P 500 - vekstaksjer	-0.9%	-0.4%	-4.3%
S&P 500 - verdiaksjer	5.2%	7.1%	0.6%
Stoxx 600	3.2%	4.0%	-0.8%
FTSE 100	3.0%	3.8%	0.4%
Cac 40	4.2%	7.1%	0.2%
Dax	1.2%	3.3%	-0.8%
Milano FTSE MIB	3.7%	6.9%	-0.3%
Stockholm OMX	8.8%	4.6%	0.1%
Oslo OBX	5.5%	6.2%	3.4%
København OMX	-1.8%	1.5%	-2.0%

Obligasjonsindekser, avkastning i %

	% endring		
	I år	Måned	Siste uke
USA, stat	-3.7%	-2.7%	-1.2%
Europa, stat	-2.9%	-2.3%	-0.8%
USA IG industri	-4.1%	-2.9%	-1.6%
Europa, IG industri	-0.9%	-0.8%	-0.4%
US høyrente	0.8%	0.5%	-0.5%
USA høyrente - energi	3.9%	2.4%	0.0%
Europa, høyrente	1.4%	0.9%	-0.1%
Norden, høyrente	2.6%	0.9%	0.2%
Norge, høyrente	3.4%	1.1%	0.3%
Sverige, høyrente	1.2%	0.6%	0.1%

10 års statsrenter, %

	Års-slutt	Månedslutt	Siste uke	25 Feb	Endring i basispunkter		
					I år	Måned	Siste uke
USA	0.91%	1.07%	1.34%	1.52%	61	45	18
Tyskland	-0.57%	-0.52%	-0.31%	-0.23%	34	29	7
Frankrike	-0.34%	-0.28%	-0.06%	0.03%	37	31	9
Italia	0.54%	0.64%	0.62%	0.80%	26	16	18
Spania	0.04%	0.10%	0.35%	0.47%	43	38	12
Norge	0.94%	1.03%	1.30%	1.52%	57	48	22
Sverige	0.01%	0.06%	0.32%	0.45%	44	40	13

Kredittobligasjoner, påslag (basispunkter)

	Års-slutt	Månedslutt	Siste uke	25 Feb	Endring i basispunkter		
					I år	Måned	Siste uke
US IG Corp	96	97	89	91	-5	-6	2
USD HY Main	360	362	319	319	-41	-43	0
US HY Energy	538	531	464	448	-90	-83	-16
EUR IG Corp	92	93	86	87	-5	-6	1
EUR HY Main	347	343	303	301	-46	-42	-2
Nordic high-yield	578	541	519	512	-66	-28	-6
Norwegian high-yield	657	600	574	566	-90	-34	-8
Swedish high-yield	411	415	400	398	-13	-16	-2

CDS (5 år, basispunkter)

	Års-slutt	Månedslutt	Siste uke	25 Feb	Endring i basispunkter		
					I år	Måned	Siste uke
iTraxx Europe Main	47.9	52.1	47.5	50.7	2.8	-1.3	3.2
iTraxx Europe Snr. fin.	59.0	63.0	58.6	62.1	3.1	-0.9	3.5
iTraxx Europe Sub. fin.	111.0	118.5	109.1	117.2	6.2	-1.3	8.1
iTraxx Crossover	242.5	269.1	246.2	263.3	20.9	-5.8	17.1
CDX IG (US)	49.9	56.1	51.6	56.2	6.3	0.2	4.6
CDX HY (US)	293.0	318.7	295.4	311.5	18.5	-7.2	16.1

Oppdatert til og med 25.02.2021

Kilde: Bloomberg, DNB Markets

DISCLAIMER

This note must be read in conjunction with published research notes and/or DNB Analyst Communication of DNB Markets.

This note (the "Note") must be seen as marketing material and not as an investment recommendation within the meaning of the Norwegian Securities Trading Act of 2007 paragraphs 3-10 and the Norwegian Securities Trading Regulation 2007/06/29 no. 876. The Note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA. DNB Bank ASA is a part of the DNB group. The Note is based on information obtained from public sources that DNB Markets believes to be reliable but which DNB Markets has not independently verified, and DNB Markets makes no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Any opinions expressed herein reflect DNB Markets' judgment at the time the Note was prepared and are subject to change without notice. Any use of non-DNB logos in this report is solely for the purpose of assisting in identifying the relevant company. DNB is not affiliated with any such company. The Note is for clients only, and not wider dissemination, and has been prepared for informational purposes only by DNB Markets.

The Note is the property of DNB Markets. DNB Markets retains all intellectual property rights (including, but not limited to, copyright) relating to the Note. Sell-side investment firms may not use the Note's contents for commercial purposes (including, but not limited to, reproduction and redistribution), either partially or in full, without DNB Markets' explicit and prior written consent. However, buy-side investment firms may use the Note when making investment decisions, and may also base investment advice given to clients on the Note. Such use is dependent on the buy-side investment firm citing DNB Markets as the source.

The Note shall not be used for any unlawful or unauthorised purposes. The Bank, its affiliates, and any third-party providers, as well as their directors, officers, shareholders, employees or agents (individually, each a "DNB Party"; collectively, "DNB Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Note. DNB Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, nor for the results obtained from the use of the Note, nor for the security or maintenance of any data input by the user. The Note is provided on an "as is" basis. DNB PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE NOTE'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE NOTE WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall DNB Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Note, even if advised of the possibility of such damages.

The Note should not be relied upon and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. No DNB Party is acting as fiduciary or investment advisor in connection with the dissemination of the Note. Confidentiality rules and internal rules restrict the exchange of information between different parts of the Bank and this may prevent employees of DNB Markets who are preparing the Note from utilising or being aware of information available in DNB Markets/the Bank that may be relevant to the recipients of the Note. Please contact DNB Markets on + 08940 (+47 915 08940) for further information and enquiries regarding this Note, including an overview of all recommendations from DNB Markets over the past 12 months according to Market Abuse Regulations. The Note is not an offer to buy or sell any security or other financial instrument or to participate in any investment strategy. Distribution of material such as this Note is in certain jurisdictions restricted by law. Those in possession of the Note should seek further guidance regarding such restrictions before distributing the Note.

The note has been prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA, a Norwegian bank organised under the laws of the Kingdom of Norway and under supervision by the Norwegian Financial Supervisory Authority, The Monetary Authority of Singapore, and on a limited basis by the Financial Conduct Authority and the Prudential Regulation Authority of the UK, and the Financial Supervisory Authority of Sweden. Details about the extent of our regulation by local authorities outside Norway are available from us upon request. Information about DNB Markets can be found at www.dnb.no.

Additional information for clients in Singapore

The Note has been distributed by the Singapore Branch of DNB Bank ASA. It is intended for general circulation and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. You should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of any product referred to in the Note, taking into account your specific financial objectives, financial situation or particular needs before making a commitment to purchase any such product.

You have received a copy of the Note because you have been classified as an accredited investor, an expert investor, or an institutional investor, as these terms have been defined under Singapore's Financial Advisers Act (Cap. 110) ("FAA") and/or the Financial Advisers Regulations ("FAR"). The Singapore Branch of DNB Bank ASA is a financial adviser exempt from licensing under the FAA but is otherwise subject to the legal requirements of the FAA and of the FAR. By virtue of your status as an accredited investor or as an expert investor, the Singapore Branch of DNB Bank ASA is, in respect of certain of its dealings with you or services rendered to you, exempt from having to comply with certain regulatory requirements of the FAA and FAR, including without limitation, sections 25, 27 and 36 of the FAA. Section 25 of the FAA requires a financial adviser to disclose material information concerning designated investment products that are recommended by the financial adviser to you as the client. Section 27 of the FAA requires a financial adviser to have a reasonable basis for making investment recommendations to you as the client. Section 36 of the FAA requires a financial adviser to include, within any circular or written communications in which "he/she" makes recommendations concerning securities, a statement of the nature of any interest that the financial adviser (and any person connected or associated with the financial adviser) might have in the securities.

Please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA on +65 6212 6144 in respect of any matters arising from, or in connection with, the Note.

The Note is intended for and is to be circulated only to those classified as an accredited investor, an expert investor, or an institutional investor. If you are not an accredited investor, an expert investor, or an institutional investor, please contact the Singapore Branch of DNB Bank ASA on +65 6212 6144.

We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may have interests in any products referred to in the Note by acting in various roles including as distributor, holder of principal positions, adviser or lender. We, the DNB group, our associates, officers and/or employees may receive fees, brokerage or commissions for acting in those capacities. In addition, we, the DNB group, our associates, officers and/or employees may buy or sell products as principal or agent and may effect transactions that are not consistent with the information set out in the Note.

Additional Information, including for Recipients in the United States:

The Note does not constitute an offer to sell or buy any financial instrument and does not provide opinions or recommendations with respect to securities of an issuer or an analysis of a security or an issuer. This Note is intended solely for Major U.S. Institutional Investors within the meaning of Rule 15a-6 under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 and to such other U.S. Institutional Investors as DNB Markets, Inc. may determine. Distribution to non-Major U.S. Institutional Investors will be made only by DNB Markets, Inc., a separately incorporated subsidiary of DNB Bank that is a U.S. broker-dealer and a member of the Financial Industry Regulatory Authority ("FINRA") and the Securities Investor Protection Corporation ("SIPC"). Any U.S. recipient of this report seeking to obtain additional information or to effect any transaction in any security discussed herein or any related instrument or investment should contact DNB Markets, Inc., 200 Park Avenue, New York, NY 10166-0396, telephone number +1 212-551-9800.