

## Kommer lønnsveksten?

Oslo, 6. november 2017

### En refleksjon

*“U.S. monetary policy normalization has been and should continue to be gradual, as long as the U.S. economy evolves roughly as expected.”*

Jerome Powell, nyutnevnt sentralbanksjef i USA i en tale den 12. oktober 2017

### Makro

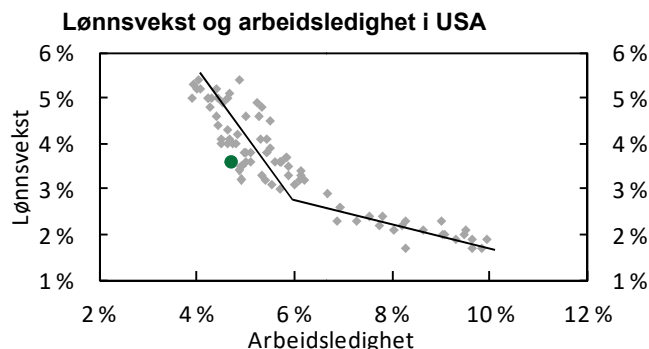
Den globale økonomiske utviklingen fortsetter å styrke seg. Blant de store OECD-land ligger USA først i ekspansjonssyklusen. USA har nå opplevd økonomisk vekst de siste 97 måneder. Dette er den tredje lengste oppgangsperioden i henhold til historiske målinger. I USA har også arbeidsledigheten falt til nivåer som karakteriseres som full sysselsetning.

Et sentralt trekk ved det økonomiske oppsvinget vi nå opplever er at det har skjedd uten særlig oppgang, verken i lønns- eller rentenivået. Det internasjonale pengefondet (IMF) publiserte sin rapport World Economic Outlook i oktober. De vier et kapittel til den manglende lønnsveksten og påpeker tre faktorer som har bremset global lønnsvekst, selv i land som USA. For det første har en større andel av de som har arbeid kun deltidsstillinger eller stillinger med lav lønnsevne. Inflasjonsforventningene er nå også forankret på lave nivåer som i seg selv begrenser lønnsveksten. For det tredje har den lave trendveksten i arbeidstakernes produktivitet lagt en demper på veksten i deres kompensasjon. IMF påpeker videre at i mange andre land er arbeidsledigheten fortsatt stor, som i seg selv forklarer manglende lønnsvekst.

Dan Roberts, som leder det anerkjente amerikanske forvaltningsselskapet MacKay Shields, forklarer den svake lønnsveksten i USA med strukturen i arbeidsstyrken. Svært mange høytlønnte "baby-boomers" fra etterkrigsårene, da befolkningen vokste kraftig, går nå over i pensjon og blir erstattet av yngre mennesker med lavere lønn for samme stilling. Etter hans syn er denne effekten stor nok til å påvirke den aggregerte statistikken. Han hevder videre at denne effekten begynner å avta, da de fleste "baby-boomers" nå er blitt pensjonister. Fraværet av denne effekten vil bidra til at den aggregerte lønnsveksten tar seg opp.

BCA Research behandler også temaet i sin siste Global Investment Strategy fra 3. november. BCA mener vi nå

står foran en periode med signifikant lønnsvekst i USA. Figuren nedenfor viser historisk sammenheng mellom arbeidsledighet og lønnsvekst 3 kvartaler senere, hvor punktet i grønt er siste observasjon.



Kilde: BCA Research, Bloomberg, Industrifinans

Figuren viser at når arbeidsledigheten i USA faller fra høye nivåer og ned mot om lag 5 % er lønnsveksten moderat. Når arbeidsledigheten derimot faller ytterligere, kommer en sterkere lønnsvekst. Arbeidsledigheten i USA er nå godt under 5 % og den amerikanske sentralbanken ventet at arbeidsledigheten vil være nede på 4,1 % ved utgangen av 2018. BCA går enda lenger da de spår en arbeidsledighet under 4 % i USA neste år. BCA hevder at den lave lønnsveksten vi så langt har sett skyldes at det er først rundt dagens lave ledighetsnivå at det stramme arbeidsmarkedet begynner å gi seg utslag i merkbart sterkere lønnsvekst.

Dersom BCAs analyse viser seg å bli riktig kan vi også vente flere rentøkninger fra den amerikanske sentralbanken i 2018. Dette synet mener vi også er reflektert i påtroppende sentralbanksjef Powell sitt utsagn om gradvis normalisering av pengepolitikken gitt hans forventninger til økonomisk utvikling.

### Avkastning – hittil i år

Oktober ble en meget sterk måned for norske og internasjonale aksjer. Hittil i år, per 31. oktober, har indeksen MSCI Developed World steget med 11,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 25,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode opp 16,1 %.

Rentene har holdt seg relativt stabile siste måned. ST5X har hittil i år gitt en positiv avkastning på 1,8 %, mens korte statskassaveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %. Gullprisen har steget med 10,3 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har

steget kraftig, hvor kobberprisen har steget 23,4 % og aluminiumsprisen har steget med 25,7 %, begge målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD har svekket seg i år mot de fleste store valutaer. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år med unntak av EUR og SEK. Hittil i år har EUR og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 4,7 % og 2,8 %. USD og CHF har i samme periode svekket seg mot NOK med henholdsvis 5,5 % og 3,5 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

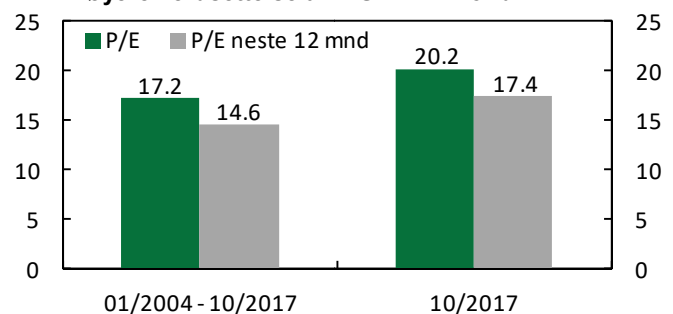
Pengepolitikken fra sentralbankene vil i sum høyst sannsynlig være stimulerende også i 2018. På den annen side må markedene forberede seg på en mindre stimulerende politikk hvor USA vil være første land til å begynne å redusere sentralbankbalansen. 26. oktober annonserte den europeiske sentralbanken en halvering i de månedlige obligasjonskjøpene fra 1. januar 2018. Kjøpsprogrammet vil i utgangspunktet fortsette til september 2018. På tross av at vi nå ser en endring til en mindre stimulerende pengepolitikk, tror vi at rentene vil fortsette å holde seg lave i historisk sammenheng. Den amerikanske sentralbanken forventer selv at styringsrenten når en topp på 2,9 % i 2020.

Det lave rentenivået har medført at alle aktivaklasser er høyt priset i forhold til historiske nivåer. Dette gjelder både aksjer, eiendom og obligasjoner. Figuren til høyre viser utviklingen i verdsettelse av globale aksjer målt ved verdensindeksen MSCI AC World basert på siste 12 måneders P/E og neste 12 måneders P/E.

Dagens verdsettelse ligger 17 % og 19 % høyere enn gjennomsnittet for hele perioden fra og med 2004, basert på henholdsvis historisk inntjening og forventet

inntjening. Denne høyere verdsettelsen må da sees i sammenheng med et lavere rentenivå. Som tidligere diskutert er det også ulik prising av ulike regioner og sektorer innad i aksjemarkedet. Amerikanske aksjer har lenge fremstått som relativt dyre og også norske aksjer fremstår nå som høyt priset.

Høyere verdsettelse av MSCI AC World



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Den siste tids positive aksjekursutvikling medfører at alle store regioner nå er i positiv trendutvikling på kort og mellomlang sikt. Risikovilligheten er høy og den ofte brukte volatilitetsindeksen VIX handles på et meget lavt nivå.

### Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og reflekterer forventninger til fortsatt god økonomisk utvikling, lav inflasjon og lave renter. De samlede utsiktene for økonomien, inflasjonen og rentene er i sum fortsatt positive, men situasjonen er likevel sårbar for negative nyheter.

Siden verdsettelsen er relativt høy velger vi å opprettholde vår nøytralvekt i aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og en undervekt mot amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer per 31. oktober 2017

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.0 %	0.1 %	0.4 %	0.5 %	2.1 %	5.1 %	0.41 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.0 %	0.3 %	1.2 %	1.2 %	4.8 %	9.8 %	0.92 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.0 %	0.5 %	1.8 %	1.1 %	6.9 %	13.3 %	1.22 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.4 %	0.9 %	3.0 %	1.7 %	10.0 %	17.6 %	1.84 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.4 %	0.9 %	2.6 %	1.2 %	9.4 %	16.5 %	1.61 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0.6 %	1.9 %	8.4 %	9.2 %	21.4 %	39.9 %	5.04 %
Oslo Børs Fondsindeks	3.1 %	9.6 %	16.1 %	23.1 %	38.7 %	82.3 %	786.36
Oslo Børs Hovedindeks	3.0 %	10.2 %	18.0 %	26.4 %	37.9 %	82.5 %	806.95
Oslo Børs Small Cap Index	-1.3 %	-0.8 %	-0.4 %	10.7 %	2.2 %	43.9 %	638.18
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	3.2 %	6.2 %	27.5 %	37.3 %	59.9 %	167.7 %	1 696.66
Oslo Børs Eiendomsindeks	0.9 %	1.5 %	11.7 %	8.5 %	46.0 %	95.6 %	--
VINX Benchmark Cap	2.8 %	7.6 %	20.5 %	28.6 %	53.1 %	143.8 %	396.45
MSCI All Countries (AC) World Local	2.7 %	5.2 %	16.8 %	22.2 %	31.1 %	83.4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	4.7 %	8.5 %	13.1 %	21.9 %	52.1 %	139.3 %	--
MSCI Developed World	4.6 %	8.4 %	11.7 %	21.5 %	53.0 %	147.6 %	--
MSCI Emerging World	6.2 %	9.5 %	25.0 %	25.1 %	42.9 %	81.4 %	--
MSCI Frontier World	3.9 %	11.3 %	19.5 %	26.2 %	23.0 %	122.0 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.1 %	7.9 %	16.6 %	25.7 %	41.9 %	112.0 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2.5 %	6.9 %	4.9 %	17.5 %	14.5 %	19.9 %	--
MSCI Developed North America	4.8 %	8.6 %	9.8 %	21.1 %	58.4 %	170.6 %	--
MSCI Emerging Latin America	-1.1 %	6.5 %	15.5 %	9.0 %	15.8 %	25.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	6.8 %	8.9 %	24.8 %	26.3 %	49.4 %	105.4 %	--
MSCI Japan	7.3 %	10.8 %	13.0 %	16.5 %	60.4 %	152.8 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4.7 %	7.1 %	12.0 %	19.9 %	60.4 %	172.1 %	--
MSCI AC Consumer Staples	2.6 %	3.0 %	5.1 %	6.9 %	44.8 %	117.0 %	--
MSCI AC Energy	3.6 %	10.5 %	-4.6 %	8.4 %	8.0 %	41.0 %	--
MSCI AC Financials	4.2 %	7.3 %	12.3 %	29.0 %	52.1 %	142.4 %	--
MSCI AC Health Care	1.5 %	5.2 %	10.9 %	17.7 %	41.3 %	170.4 %	--
MSCI AC Industrials	4.4 %	10.2 %	14.6 %	24.6 %	59.4 %	158.1 %	--
MSCI AC Information Technology	9.9 %	15.8 %	32.7 %	38.7 %	101.9 %	250.6 %	--
MSCI AC Materials	5.7 %	11.1 %	17.0 %	26.4 %	51.4 %	77.7 %	--
MSCI AC Real Estate	3.3 %	5.3 %	7.4 %	10.6 %	40.0 %	97.9 %	--
MSCI AC Telecommunication	-0.1 %	0.5 %	-2.7 %	3.5 %	22.9 %	84.4 %	--
MSCI AC Utilities	5.4 %	7.4 %	10.9 %	13.1 %	37.3 %	103.1 %	--
USDNOK	2.6 %	3.9 %	-5.5 %	-1.1 %	21.0 %	43.3 %	8.17
EURNOK	1.1 %	2.2 %	4.7 %	4.9 %	12.6 %	28.7 %	9.51
GBPNOK	1.6 %	4.3 %	1.7 %	7.3 %	0.4 %	17.9 %	10.85
JPYNOK	1.5 %	0.8 %	-2.4 %	-8.8 %	19.6 %	0.6 %	0.07
CNYNOK	2.6 %	5.0 %	-0.9 %	1.0 %	11.7 %	34.9 %	1.23
CHFNOK	-0.4 %	0.7 %	-3.5 %	-1.9 %	16.7 %	33.8 %	8.19
SEKNOK	-0.1 %	0.0 %	2.8 %	6.7 %	6.8 %	13.4 %	0.98
Bloomberg Commodity	2.1 %	2.4 %	-0.8 %	2.3 %	-26.0 %	-38.9 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	1.0 %	-5.2 %	-6.1 %	-8.7 %	-23.1 %	-38.5 %	--
Brent Crude (ICE)	6.7 %	16.6 %	8.0 %	27.1 %	-28.5 %	-43.5 %	61.37
Gull spot	-0.7 %	0.1 %	10.3 %	-0.5 %	8.3 %	-26.1 %	1 271.07
Aluminium spot	3.0 %	13.0 %	25.7 %	23.5 %	4.1 %	14.1 %	2 141.75
Kobber spot	6.0 %	7.6 %	23.4 %	40.8 %	0.8 %	-12.1 %	6 816.75

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (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 aktivaklasser, 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.