

Sentralbanklikviditeten blir mindre ekspansiv

Oslo, 9. oktober 2018

En refleksjon

The underlying strength of the economy continues to support our confidence that the sustained convergence of inflation to our aim will proceed and will be maintained even after a gradual winding-down of our net asset purchases.

Mario Draghi, president i den europeiske sentralbanken (ESB), pressekonferanse 13. september

Makro

ESB besluttet i september å halvere sitt program for kjøp av verdipapirer fra og med siste kvartal 2018, og anslår de vil avslutte kjøpene ved utgangen av året. Den amerikanske sentralbanken (Fed) avsluttet sitt oppkjøpsprogram for fire år siden, og har i tillegg trappet ned på reinvesteringer av forfalte obligasjoner. I oktober trappet de videre ned sine reinvesteringer. Netto kjøp fra disse store sentralbankene blir nå ytterligere negativ, som fremgår av figuren til høyre.

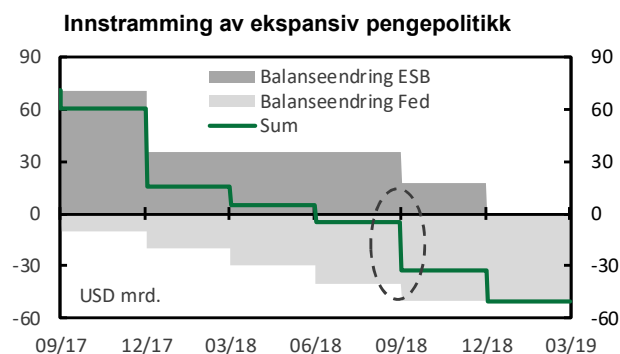
Mindre ekspansiv pengepolitikk i Europa og USA kommer etter forbedringer i underliggende økonomier. Forventninger til europeisk inflasjon er styrket. Amerikansk inflasjon har alt nådd sentralbankens målsetning, og arbeidsledigheten er den laveste på snart 50 år. Dette tilsier at realøkonomien bør tåle endringene i likviditeten bedre.

Hva verdipapirmarkedet angår, har programmene hatt til hensikt å holde løpende avkastning på relevante obligasjoner på et lavt nivå og å gi incentiv til større risikotakning. TS Lombard fremhever dette forholdet som en effekt av kvantitative lettelse i sin rapport «Global Financial Trends» per 27. september. Når kvantitative lettelse avsluttes, er det naturlig å forvente at dette medvirker til å øke løpende avkastning noe og vil kunne gi noe mindre vilje til å ta risiko blant markedsaktørene.

Siden starten av oktober har løpende avkastning på 10-års statsobligasjoner i Tyskland, Frankrike og andre euroland steget signifikant, i tillegg til at amerikanske 10-årsrenter nå er på høyeste nivå siden 2011. Dette skyldes ikke hovedsaklig ytterligere økning i inflasjonsforventningene, men økning i realrentene.

TS Lombard understreker at den kanskje viktigste effekten av de aktuelle endringene i pengepolitikken, er at den bidrar til dyrere refinansiering av obligasjonslån

både i EUR og USD for selskapene. I den grad et økt rentenivå presser kursen for EUR og USD opp, blir det også dyrere å tilbakebetale eksisterende lån i EUR og USD for selskaper som har inntektene i annen valuta. Dette gjelder spesielt i fremvoksende markeder, hvor flere tar opp obligasjonslån i EUR og USD, i stedet for sin egen. Ifølge Bloomberg har volumet av slike lån omlag firedoblet seg siden finanskrisen.



Kilde: TS Lombard, Industrifinans

TS Lombard understreker i nevnte rapport at veksten i samlet bred pengemengde nå svekkes i fremvoksende markeder. Dette inkluderer svekkelse i kredittøkningen.

Etter siste pengepolitiske beslutning i ESB, uttrykte Mario Draghi på pressekonferansen at realøkonomien fortsatt hadde behov for ekspansiv pengepolitikk for at sentralbankens målsetninger skal oppnås. Dette vil ESB også legge til rette for. Verdipapirmarkedet kan likevel bli påvirket av både direkte og indirekte effekter av den innstramningen som nå skjer. Dette gjelder blant annet rentesensitive investeringer, investeringer i selskaper i fremvoksende markeder med lån i EUR og USD, samt et eventuelt økt fokus på trygge rentepapirer.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært volatil hittil i år. Per 28. september har indeksen steget med 5,5 % målt i lokal valuta, mens tilsvarende avkastning i NOK var 3,2 %. Sektorene teknologi, helse, forbruk og energi kan vise til klart høyest avkastning hittil i år. Sektorene eiendom, telekommunikasjon, konsum, finans og råmaterialer har på den annen side gitt negativ avkastning i samme periode, målt i NOK.

Hittil i år per 28. september hadde indeksen MSCI Developed World steget med 4,8 %, mens indeksen MSCI Emerging World hadde falt med 8,3 %, begge målt i NOK. Det har vært et tydelig skille mellom utviklede og fremvoksende markeder i år. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode 14,1 %. Oslo Børs har i år hatt en særdeles bra avkastning relativt til

aksjemarkedet som helhet, drevet blant annet av energiaksjer som nyter godt av oppturen i oljenæringen.

Lange renter har steget svakt så langt i år. ST5X hadde per 28. september en rente på 1,6 % mot 1,2 % ved inngangen til året. Avkastningen til ST5X har vært -0,6 % så langt i år. Korte statskasseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %.

Så langt i år har gullprisen falt med 8,5 %. Kobberprisen er ned 13,1 % og aluminiumprisen har falt 9,2 %. Oljeprisen har derimot steget med 23,7 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Innen valuta har kronen styrket seg så langt i år. USD, EUR, GBP og SEK har alle svekket seg mot NOK, med henholdsvis 0,7 %, 4,0 %, 4,2 % og 8,6 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

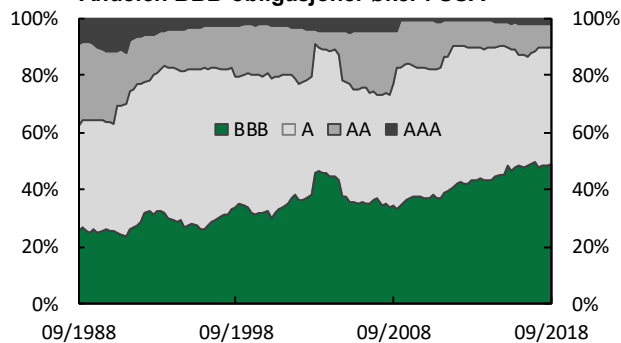
Verdsettingen av amerikanske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet (investment grade) er blitt høyere over tid ved at kredittpåslagene har falt. Samtidig er kredittverdigheten i denne gruppen av obligasjoner blitt svekket over flere år. Dette skjer på grunn av stadig større andel av obligasjoner som blir vurdert til å ha kredittverdighet BBB- til BBB+, den laveste aksepterte kredittverdighet i denne gruppen. Figuren til høyre viser andel av de fire hovedgruppene av kredittvurdering som alle inngår i definisjonen av høy kredittverdighet. De siste 30 årene har andelen med hovedgruppen BBB grovt sett nesten doblet seg.

Dollarvolumet av amerikanske BBB kredittobligasjoner har økt og er i dag like stort som det samlede volumet av amerikanske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet (BBB- eller bedre) var før finanskrisen. Dette har skjedd i en periode hvor gjeldsgraden for amerikanske selskaper har økt. Ifølge den velkjente renteforvalteren PIMCO, har forholdstallet netto gjeld relativt til inntjeningen økt fra 1,7 til 2,9 for utstedere av amerikanske BBB-obligasjoner siden år 2000. PIMCO hevder også at det er blitt signifikant flere utstedere hvor forholdstallet netto gjeld relativt til inntjening overgår 4,0.

Disse observasjonene mener vi bør tas med i betraktning når verdsettingen av de ulike aktiva-

klassene vurderes. Amerikanske selskapsobligasjoner med høy kredittverdighet tjener her kun som eksempel på en relativt sikker aktivaklasse som har en økt underliggende risiko. Flere aktivaklasser er i dag dyrere enn historisk snitt på ulike måltall.

Andelen BBB-obligasjoner øker i USA



Kilde: Bloomberg Barclays

Markedssentimentet er nå klart svekket i vekstmarkedene og i Europa, mens USA og Norge fortsatt holder seg i positiv trend, målt ved tradisjonelle glidende snitt.

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er fortsatt god. Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og vil være sårbar for stigende renter eller fall i inntjeningen.

Vi opprettholder om lag nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljen har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 30. september 2018

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 %	0.2 %	0.4 %	0.5 %	1.5 %	4.1 %	0.77 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.3 %	-0.2 %	-0.2 %	0.1 %	1.7 %	9.3 %	1.38 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.7 %	-0.6 %	-0.6 %	-0.4 %	1.9 %	14.3 %	1.63 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.3 %	0.1 %	0.0 %	0.8 %	8.2 %	17.5 %	2.39 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.4 %	0.0 %	0.0 %	0.8 %	7.2 %	16.7 %	2.15 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	1.4 %	2.2 %	0.4 %	1.1 %	25.4 %	32.5 %	6.34 %
Oslo Børs Fondsindeks	3.2 %	6.7 %	14.1 %	18.6 %	58.3 %	84.4 %	904.53
Oslo Børs Hovedindeks	3.5 %	6.7 %	15.2 %	19.8 %	61.3 %	87.0 %	938.26
Oslo Børs Small Cap Index	1.3 %	2.4 %	6.8 %	10.0 %	23.4 %	24.8 %	711.50
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2.0 %	7.7 %	12.3 %	13.5 %	74.9 %	137.4 %	1 866.25
Oslo Børs Eiendomsindeks	-1.8 %	1.8 %	-0.7 %	6.1 %	46.4 %	92.4 %	--
VINX Benchmark Cap	-1.9 %	5.1 %	2.8 %	4.5 %	29.8 %	86.8 %	403.11
MSCI All Countries (AC) World Local	0.5 %	4.7 %	5.5 %	11.1 %	45.7 %	64.5 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-2.4 %	4.3 %	3.1 %	12.4 %	39.5 %	105.4 %	--
MSCI Developed World	-2.3 %	5.0 %	4.7 %	13.9 %	40.1 %	111.3 %	--
MSCI Emerging World	-3.4 %	-1.1 %	-8.3 %	1.5 %	35.7 %	61.9 %	--
MSCI Frontier World	-2.9 %	-2.0 %	-13.2 %	-5.5 %	11.8 %	56.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-2.5 %	0.8 %	-3.1 %	2.1 %	19.6 %	62.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2.1 %	3.5 %	-4.6 %	2.5 %	21.9 %	9.6 %	--
MSCI Developed North America	-2.5 %	7.0 %	8.8 %	19.1 %	49.7 %	143.4 %	--
MSCI Emerging Latin America	1.7 %	4.8 %	-7.5 %	-6.9 %	40.5 %	20.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-4.2 %	-1.4 %	-6.2 %	4.4 %	39.0 %	78.4 %	--
MSCI Japan	0.1 %	3.7 %	0.9 %	12.8 %	34.9 %	88.0 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-2.7 %	3.0 %	6.4 %	18.1 %	38.6 %	117.1 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-2.6 %	2.1 %	-4.8 %	3.9 %	15.6 %	82.0 %	--
MSCI AC Energy	0.5 %	2.4 %	7.9 %	18.8 %	40.7 %	42.6 %	--
MSCI AC Financials	-3.2 %	2.5 %	-4.9 %	3.9 %	32.6 %	88.7 %	--
MSCI AC Health Care	-1.1 %	10.9 %	11.8 %	16.6 %	28.8 %	133.4 %	--
MSCI AC Industrials	-1.3 %	6.0 %	0.7 %	9.2 %	44.2 %	103.4 %	--
MSCI AC Information Technology	-3.6 %	6.0 %	12.9 %	25.7 %	87.7 %	224.1 %	--
MSCI AC Materials	-2.0 %	0.2 %	-3.7 %	7.1 %	53.7 %	69.7 %	--
MSCI AC Real Estate	-5.4 %	-1.6 %	-4.5 %	2.6 %	16.2 %	73.2 %	--
MSCI AC Telecommunication	-0.9 %	4.9 %	-5.6 %	-0.9 %	6.9 %	50.7 %	--
MSCI AC Utilities	-3.3 %	0.6 %	0.0 %	2.7 %	17.1 %	75.4 %	--
USDNOK	-2.9 %	0.0 %	-0.7 %	2.4 %	-4.3 %	35.5 %	8.15
EURNOK	-2.7 %	-0.7 %	-4.0 %	0.6 %	-0.6 %	16.3 %	9.46
GBPNOK	-2.3 %	-1.4 %	-4.2 %	-0.5 %	-17.6 %	9.0 %	10.62
JPYNOK	-5.1 %	-2.6 %	-1.6 %	1.2 %	0.9 %	17.1 %	0.07
CNYNOK	-3.2 %	-3.8 %	-5.7 %	-1.4 %	-11.7 %	20.6 %	1.18
CHFNOK	-4.1 %	0.9 %	-1.4 %	0.9 %	-5.1 %	24.9 %	8.30
SEKNOK	0.2 %	0.6 %	-8.6 %	-6.1 %	-9.9 %	-2.0 %	0.92
Bloomberg Commodity	1.9 %	-2.0 %	-2.0 %	2.6 %	-0.3 %	-31.1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0.5 %	-4.1 %	-9.7 %	-10.7 %	-18.2 %	-36.9 %	--
Brent Crude (ICE)	6.8 %	4.1 %	23.7 %	43.8 %	71.0 %	-23.7 %	82.72
Gull spot	-0.7 %	-4.8 %	-8.5 %	-6.8 %	6.9 %	-10.3 %	1 192.50
Aluminium spot	-2.5 %	-4.9 %	-9.2 %	-1.5 %	30.7 %	13.9 %	2 048.00
Kobber spot	5.0 %	-5.5 %	-13.1 %	-2.6 %	21.0 %	-14.1 %	6 263.50

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 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.