

Tiden med stabilt lav inflasjon, lønnsvekst og renter i USA er over

Oslo, 6. november 2018

En refleksjon

“Average hourly earnings for private workers advanced 3.1 percent from a year earlier, breaching 3 percent for the first time since 2009, while the unemployment rate held at a 48-year low of 3.7 percent.”

Bloomberg om amerikansk lønnsstatistikk, 2. november

Makro

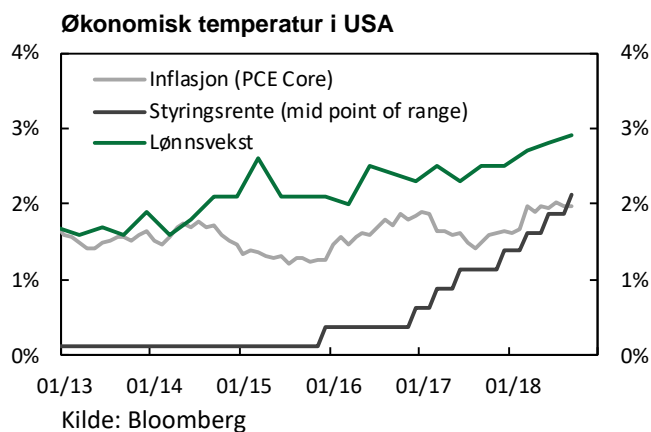
Fra 2016 har veksten i verdensøkonomien styrket seg og vært positiv i alle de største regionene. Spesielt for USA, som leder an i den økonomiske konjunktursyklusen, har inflasjon, lønnsvekst og rentenivå nå steget som følge av veksten. Dette er illustrert i grafen til høyre. Med en inflasjon rundt sentralbankens mål, en arbeidsledighet på det laveste nivået på 48 år, lønnsvekst tilbake der den var før finanskrisen og stadig stigende rentenivå, kan ikke disse nivåene kalles stabilt lave lenger.

Den globale veksten er fortsatt god. Det internasjonale pengefondet (IMF) sin ferske rapport om verdensøkonomien, [World Economic Outlook October 2018](#), anslår veksten totalt sett til å holde seg på nivået fra 2017. Blant utviklede økonomier framheves USA, som ennå en stund vil nyte godt av finanspolitiske stimuli. Med Federal Reserves optimistiske prediksjoner ved siste rentemøte, signaliseres også ytterligere renteøkninger i USA.

Veksten mister likevel noe momentum og vil variere mer fra land til land ifølge IMF. I 2017 var det god vekst, og det ble registrert styrket vekst i 58 % av landene som til sammen utgjør hele 75 % av verdensøkonomien. For 2019 forventes tilsvarende for 54 % av landene som til sammen utgjør kun 32 % av verdensøkonomien. Noe av årsaken til mangel på ytterligere styrking av veksten, kobler IMF til at flere utviklede økonomier estimeres til å ha nådd sin kapasitetsbegrensning og veksten vil avta til et mer normalisert vekstnivå.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært volatil og negativ hittil i år. Per 31. oktober har indeksen falt med 1,8 % målt i lokal valuta, mens tilsvarende fall i NOK var 1,2 %. Sektorene teknologi og helse kan vise til klart høyest avkastning hittil i år. Sektorene finans og råmaterialer har på den



Eurosonen er blant regionene med tegn til svakere vekst. Italias budsjettkrise med påfølgende høyere statsrenter er velkjent. I tillegg framhevet Financial Times, i en artikkel 31. oktober, svekkelse i måltall for vekst i næringslivet og svekkelse av vekst i BNP. Denne utviklingen stod i kontrast til sentralbankens konklusjon om at tiden for ytterligere kvantitative lettelser kan ta slutt til nyttår. IMF forventer svakere vekst i eurosonen allerede for inneværende år. Dette kan på den annen side danne grunnlag for fortsatt moderate verdier for inflasjon og lønnsvekst.

IMF forventer generelt fortsatt høy vekst i fremvoksende økonomier, støttet av kinesisk og indisk vekst. Forventninger til kinesisk vekst har dog blitt noe nedjustert av økte handelsbarrierer, samt interne økonomiske reformer.

annen side gitt sterkest negativ avkastning i samme periode, målt i NOK.

Hittil i år per 31. oktober hadde indeksen MSCI Developed World steget med 0,5 %, mens indeksen MSCI Emerging World hadde falt med 13,3 %, 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 8,5 %. 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 31. oktober en rente på 1,7 % mot 1,2 % ved inngangen til året. Avkastningen til ST5X har vært

-0,5 % så langt i år. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %.

Så langt i år har gullprisen falt med 6,8 %. Kobberprisen er ned 16,2 % og aluminiumprisen har falt 14,2 %. Oljeprisen har derimot steget med 12,8 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Innen valuta har kronen styrket seg så langt i år. USD har styrket seg mot NOK med 2,9 %, mens EUR, GBP og SEK alle har svekket seg mot NOK, med henholdsvis 3,2 %, 2,8 % og 8,2 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Verdsettingen av verdens aksjemarkeder er blitt rimeligere etter verdifallet i oktober. Verdsettelse basert på forholdstallet pris dividert på siste 12 måneders inntjening (P/E) har falt til omlag 16.

I tillegg til forventning om vekst de siste årene, har sentralbankenes tidligere nevnte oppkjøp av verdipapirer vært viktige drivere for aksjeverdiene som har steget sterkere enn fundamentale data over flere år. Markedene fikk stadig høyere verdsetting, som illustrert i grafen til høyre.

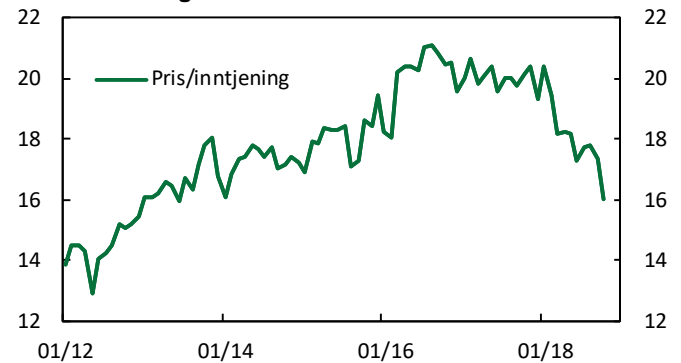
Forventninger til vekst har i høy grad materialisert seg, den amerikanske sentralbanken har stoppet sine kjøp og den europeiske sentralbanken halverte i oktober sine netto kjøp av verdipapirer. Hittil i år har verdensindeksen hatt svak negativ avkastning. Verdifallet kom samtidig som selskaper både i Nord-Amerika og Europa kunne rapportere fortsatt vekst i inntjeningen, slik at markedet nå har fått redusert pris/inntjening (P/E).

Andre måltall for verdsetting minner om at verdsettingen ikke er helt normalisert. Syklisk justert pris/inntjening (Shiller P/E) viser pris dividert på gjennomsnittlig inntjening over 10 år. Når vi hensyntar inntjeningen over en sykel, er verdsettingen fremdeles høy.

Kinesiske aksjemarkeder har falt kraftig, og er ned 22 % hittil i år per oktober, målt i lokal valuta for CSI 300 indeksen. Denne indeksen måler avkastningen for de 300 største selskapene som er notert børsen i Shanghai

eller Shenzhen. Inntjeningen for selskapene holder seg samtidig stabil, slik at verdsettingen målt mot inntjening har falt.

Verdsetting MSCI All Countries World



Kilde: Bloomberg

For alle større markeder er markedssentimentet nå klart svekket, målt ved tradisjonelle glidende snitt.

Usikkerhet rundt fremtidig inntjeningsvekst medvirket til markedsfallet i oktober. Med mindre drahjelp for verdsettingen fra lav inflasjon, lønnsvekst og renter, økes fokuset på at inntjeningen holder seg på et høyt nivå. Marginer kan komme under press nettopp på grunn stigende priser på innsatsfaktorene arbeidskraft og kapital. Det er derfor viktig med en fortsatt positiv makroøkonomisk utvikling.

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er fortsatt god. Verdsettelsen av aksjer målt mot inntjening falt noe i oktober. Aktivaprisene har vist seg å være sårbare for stigende renter og vil fortsatt være sensitive til fallende inntjening.

Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljen har en moderat kredittkspenning og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. oktober 2018

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.2 %	0.4 %	0.5 %	1.6 %	4.0 %	0.83 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.1 %	0.2 %	-0.1 %	0.1 %	2.0 %	9.2 %	1.42 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.1 %	0.2 %	-0.5 %	-0.2 %	2.5 %	13.9 %	1.65 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.2 %	-0.3 %	-0.2 %	0.2 %	7.5 %	16.1 %	2.47 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.2 %	-0.3 %	-0.2 %	0.2 %	6.7 %	15.4 %	2.22 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-1.4 %	-0.8 %	-1.0 %	-1.0 %	19.9 %	27.6 %	6.83 %
Oslo Børs Fondsindeks	-4.9 %	-0.8 %	8.5 %	9.3 %	41.7 %	64.9 %	859.88
Oslo Børs Hovedindeks	-5.2 %	-0.8 %	9.2 %	10.2 %	44.6 %	67.1 %	889.66
Oslo Børs Small Cap Index	-6.5 %	-5.7 %	-0.1 %	4.3 %	15.2 %	14.4 %	665.36
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-3.4 %	3.5 %	8.5 %	6.3 %	75.0 %	113.6 %	1 803.41
Oslo Børs Eiendomsindeks	-1.6 %	-4.7 %	-2.3 %	3.5 %	40.2 %	87.2 %	--
VINX Benchmark Cap	-6.7 %	-5.9 %	-4.1 %	-5.1 %	16.2 %	72.2 %	376.22
MSCI All Countries (AC) World Local	-6.9 %	-5.4 %	-1.8 %	0.7 %	26.0 %	47.3 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-4.2 %	-3.1 %	-1.2 %	2.8 %	24.3 %	91.4 %	--
MSCI Developed World	-4.1 %	-2.4 %	0.5 %	4.5 %	24.9 %	97.4 %	--
MSCI Emerging World	-5.5 %	-8.6 %	-13.3 %	-9.6 %	20.2 %	47.7 %	--
MSCI Frontier World	-0.1 %	-5.6 %	-13.3 %	-9.2 %	8.1 %	54.0 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-4.4 %	-6.8 %	-7.3 %	-5.3 %	7.1 %	50.8 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-0.2 %	-1.4 %	-4.7 %	-0.2 %	17.4 %	5.5 %	--
MSCI Developed North America	-3.7 %	-0.5 %	4.7 %	9.4 %	33.9 %	127.3 %	--
MSCI Emerging Latin America	7.1 %	2.7 %	-0.9 %	0.8 %	42.4 %	25.0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-7.1 %	-9.5 %	-12.8 %	-9.2 %	20.5 %	60.3 %	--
MSCI Japan	-5.2 %	-2.2 %	-4.3 %	-0.4 %	16.5 %	80.3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-6.1 %	-4.3 %	-0.1 %	5.9 %	20.1 %	99.1 %	--
MSCI AC Consumer Staples	1.3 %	0.5 %	-3.5 %	2.6 %	10.7 %	78.8 %	--
MSCI AC Energy	-6.2 %	-6.0 %	1.3 %	7.6 %	19.5 %	30.0 %	--
MSCI AC Financials	-2.8 %	-4.7 %	-7.6 %	-3.1 %	21.5 %	77.6 %	--
MSCI AC Health Care	-3.5 %	1.1 %	7.9 %	11.0 %	17.6 %	119.5 %	--
MSCI AC Industrials	-7.1 %	-6.0 %	-6.4 %	-2.9 %	23.8 %	84.8 %	--
MSCI AC Information Technology	-6.2 %	-2.2 %	5.9 %	7.3 %	60.2 %	195.8 %	--
MSCI AC Materials	-6.3 %	-8.5 %	-9.8 %	-5.1 %	30.9 %	56.6 %	--
MSCI AC Real Estate	-0.6 %	-3.2 %	-5.0 %	-1.3 %	8.9 %	70.1 %	--
MSCI AC Telecommunication	-0.4 %	1.0 %	-6.0 %	-1.2 %	-0.3 %	43.6 %	--
MSCI AC Utilities	2.8 %	1.0 %	2.8 %	0.2 %	16.5 %	76.4 %	--
USDNOK	3.5 %	3.5 %	2.9 %	3.3 %	-0.6 %	42.0 %	8.44
EURNOK	0.9 %	0.0 %	-3.1 %	0.3 %	2.2 %	18.2 %	9.54
GBPNOK	1.5 %	0.6 %	-2.8 %	-0.6 %	-17.7 %	13.0 %	10.78
JPYNOK	4.2 %	2.4 %	2.5 %	3.9 %	6.2 %	23.6 %	0.07
CNYNOK	2.1 %	1.3 %	-3.8 %	-1.9 %	-9.9 %	24.1 %	1.21
CHFNOK	0.8 %	1.6 %	-0.6 %	2.2 %	-2.6 %	27.7 %	8.37
SEKNOK	0.4 %	-0.8 %	-8.2 %	-5.6 %	-7.4 %	0.4 %	0.92
Bloomberg Commodity	-2.2 %	-2.0 %	-4.1 %	-1.7 %	-2.1 %	-31.6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	1.7 %	-4.0 %	-8.1 %	-10.1 %	-18.1 %	-34.7 %	--
Brent Crude (ICE)	-8.8 %	1.6 %	12.9 %	23.0 %	52.3 %	-30.7 %	75.47
Gull spot	1.9 %	-0.8 %	-6.8 %	-4.4 %	6.4 %	-8.2 %	1 214.76
Aluminium spot	-5.5 %	-6.1 %	-14.2 %	-9.7 %	33.7 %	6.6 %	1 934.75
Kobber spot	-3.6 %	-3.9 %	-16.2 %	-11.4 %	17.7 %	-16.6 %	6 036.50

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.