

Hvor høy skal renten bli?

Oslo, 6. desember 2018

En refleksjon

“Interest rates are still low by historical standards, and they remain just below the broad range of estimates of the level that would be neutral for the economy--that is, neither speeding up nor slowing down growth.”

Jerome H. Powell, Federal Reserve, tale 28. november

Makro

Jerome H. Powell i Federal Reserve (Fed), fanget markedsaktørenes oppmerksomhet med sin [tale 28. november](#). Etter ti år med lave renter, herav tre år med gradvis renteheving i USA, poengterte han at rentene fremdeles er lave sammenlignet med historiske nivåer. Dette er et kjent faktum. Den kommentaren som overrasket i talen hans, er at Fed nå anser at rentene nærmer seg et nivå som antas gi likevekt i økonomien. Figuren til høyre illustrerer dette poenget med å sammenligne styringsrenten til Fed med utviklingen i sentralbankens egne vurderinger av hva langsiktig nivå bør være. Det er ulike syn på hva likevektsnivået er, her illustrert ved median, laveste og høyeste nivå av estimatene.

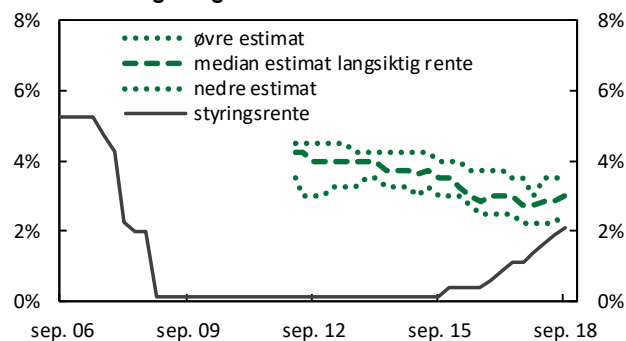
Markedsaktører og analytikere reagerte forskjellig på denne talen. På den ene siden indikerer fortsatt renteoppgang at det fremdeles er en god utvikling i underliggende økonomi. På den andre siden medvirker høyere renter både til større finansieringskostnader for næringslivet og til at aksjer blir mindre attraktive sammenlignet med obligasjoner.

BCA Research kommenterer talen i sin rapport fra 30. november. De mener at markedet generelt overreagerer på uttalelsen og framhever at Fed fremdeles har et fokus på faktisk utvikling i realøkonomien ved sine rentebeslutninger. Selv om de anser at den sterke økonomiske veksten i USA er over for inneværende konjunktursyklus, vil veksten fremdeles være sterk nok til å anspore Fed til ytterligere rentehevinger. BCA Research påpeker at markedets forventninger i dag tilsier to ytterligere rentehevinger av 0,25 prosentenheter innen utgangen av 2019, mens median av Feds egne estimater er fire tilsvarende rentehevinger. BCA Research sine forventninger er mer i tråd med estimatene fra Fed. Får BCA Research og Fed rett, vil dette overraske markedet.

Alpine Macro kommenterer også talen i Chen Zhaos rapport fra 28. november. Zhao avviker fra BCA

Research og mener at talen indikerer en raskere slutt på innstramningen av pengepolitikken. Hans syn er at det sannsynligvis vil komme én renteheving til i desember, før Fed tar en pause. Det er to hovedargumenter for dette. For det første vil Fed ta hensyn til den svekkede fundamentale utviklingen som er neddiskontert i en svakere utvikling i det amerikanske aksjemarkedet. For det andre vil også den økte finansielle sårbarheten som USA har fått gjennom sterk økning i selskapenes gjeldsgrad, legge en demper på rentehevingene.

Feds langsiktige likevektsrente for USA



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

TS Lombard, et tredje analysehus vi følger tett, har lenge argumentert for at Fed bør ta en pause i rentehevingene i desember, eller senest mars, det vil si kun én eller to nye rentehevinger. Avgjørende for dem er at styringsrenten nærmer seg likevektsnivå og at rentesensitive sektorer alt har fått merke presset fra høyere renter.

De lærde strides, lyder et gammelt munnhell som med rette også kan anvendes i dette spørsmålet. Dog ser alle grenser for hvor høy renten kan bli, og det skiller kun 9-12 måneder i anslagene for når Fed sine rentehevinger går mot en slutt.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært volatil hittil i år. Per 30. november har indeksen falt med 0,5 % målt i lokal valuta, mens den har steget 2,1 % målt i NOK. Sektorene helse, forsyning og teknologi kan vise til klart høyest avkastning hittil i år. Sektorene råmaterialer, finans og industri har på den annen side gitt sterkest negativ avkastning i samme periode, målt i NOK.

Hittil i år per 30. november hadde indeksen MSCI Developed World steget med 3,6 %, mens indeksen MSCI Emerging World hadde falt med 8,0 %, 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 5,6 %. Oslo Børs har i år hatt en særdeles bra avkastning relativt til

aksjemarkedet som helhet, drevet av sjømat- og energisektoren.

Lange renter har steget svakt så langt i år. ST5X hadde per 30. november en rente på 1,6 % mot 1,2 % ved inngangen til året. Avkastningen til ST5X har vært 0,3 % så langt i år. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,5 %.

Hittil i år har gullprisen falt med 6,2 %. Kobberprisen er ned 13,6 % og aluminiumprisen har falt 13,2 %. Oljeprisen har falt med 12,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet i år. USD har styrket seg mot NOK med 4,8 %, mens EUR, GBP og SEK alle har svekket seg mot NOK, med henholdsvis 1,3 %, 0,9 % og 5,6 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Inntjening i selskapene er en hovedfaktor for verdiutviklingen av aksjemarkedet. Figuren til høyre viser tre faser i forventningene til inntjeningsutviklingen for det globale aksjemarkedet målt ved indeksen MSCI All Countries World.

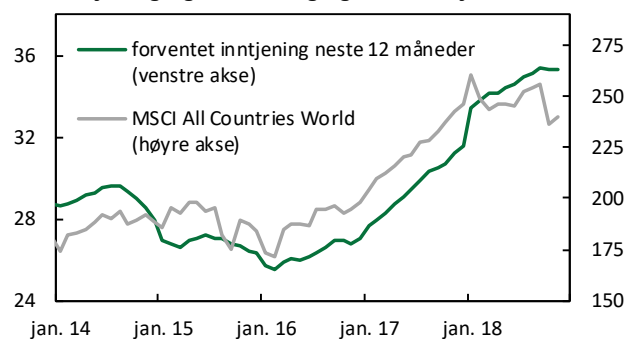
I 2014 falt inntjeningsforventningene, ledet an av sektorene energi og råmaterialer. Verdiutviklingen i markedet falt. I 2017 var de samme forventningene preget av bred, global inntjeningsoppgang, med tilhørende god avkastning i markedet. I 2018 har det vært mer usikkerhet og større forskjeller mellom regioner. Dog forventes fortsatt høy inntjening.

Med mindre drahjelp fra lav inflasjon, lav lønnsvekst og lave renter, økes fokuset på at inntjeningen holder seg på et høyt nivå. Marginene kommer under press fra stigende priser på innsatsfaktorene arbeidskraft og kapital. Det er derfor viktig med en fortsatt positiv makroøkonomisk utvikling.

Handelskrigen vil fortsette, men i langsommere fart, er konklusjonen av TS Lombards analyse etter siste toppmøte mellom Kina og USA i Argentina. Neste justering av tollsatser mener de vil skje mer gjennomtenkt og i mindre steg. Argumentet er at neste

fase av tilstramming av tollsatser i høy grad vil ramme konsumvarer fra selskaper som er prissettende, og dermed vil økt toll heller ramme amerikanske konsumenter. Dog anser de at samtalen i Buenos Aires ikke løste dypereliggende motsetninger, men heller gav en viss pause i konflikten.

Inntjening og avkastning i globale aksjer



Kilde: Bloomberg

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

Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og underliggende økonomisk vekst er fortsatt god. Det er forventninger til fortsatt vekst, men en viss svakere veksttakt.

Verdsettelsen av aksjer målt mot inntjening har falt noe i senere tid. Aktivprisene har vist seg å være sårbare

for stigende renter og vil fortsatt være sensitive til inntjeningsutviklingen.

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

Relevante markedsindikatorer per 30. november 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 %	0.5 %	0.5 %	1.6 %	3.9 %	0.82 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.5 %	0.3 %	0.4 %	0.3 %	2.1 %	9.1 %	1.34 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.8 %	0.2 %	0.3 %	0.0 %	2.6 %	14.2 %	1.57 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.4 %	-0.1 %	0.2 %	0.5 %	7.9 %	16.7 %	2.46 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.5 %	-0.1 %	0.3 %	0.5 %	7.1 %	16.1 %	2.19 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-0.9 %	-0.9 %	-1.9 %	-1.5 %	20.1 %	26.1 %	7.24 %
Oslo Børs Fondsindeks	-2.7 %	-4.5 %	5.6 %	8.3 %	34.3 %	56.6 %	836.55
Oslo Børs Hovedindeks	-3.2 %	-5.0 %	5.7 %	8.1 %	36.9 %	58.6 %	860.98
Oslo Børs Small Cap Index	-3.5 %	-8.7 %	-3.6 %	3.1 %	6.8 %	7.4 %	641.87
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1.4 %	-2.8 %	7.0 %	7.6 %	77.4 %	99.7 %	1 777.28
Oslo Børs Eiendomsindeks	1.1 %	-2.3 %	-1.2 %	4.2 %	44.5 %	87.0 %	--
VINX Benchmark Cap	0.8 %	-7.7 %	-3.3 %	-3.4 %	13.1 %	65.8 %	379.30
MSCI All Countries (AC) World Local	1.3 %	-5.2 %	-0.5 %	0.8 %	27.3 %	46.4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.4 %	-3.4 %	2.1 %	2.3 %	26.5 %	89.2 %	--
MSCI Developed World	3.0 %	-3.4 %	3.6 %	3.5 %	26.3 %	93.8 %	--
MSCI Emerging World	6.1 %	-3.1 %	-8.0 %	-6.0 %	29.5 %	54.2 %	--
MSCI Frontier World	4.1 %	1.0 %	-9.7 %	-8.2 %	14.9 %	52.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	0.9 %	-5.9 %	-6.4 %	-6.4 %	7.5 %	45.9 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3.5 %	5.5 %	-1.4 %	2.5 %	25.5 %	10.0 %	--
MSCI Developed North America	3.7 %	-2.6 %	8.6 %	8.4 %	35.4 %	123.0 %	--
MSCI Emerging Latin America	-0.3 %	8.6 %	-1.3 %	1.7 %	44.6 %	26.5 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	6.4 %	-5.2 %	-7.2 %	-5.7 %	28.4 %	67.2 %	--
MSCI Japan	2.3 %	-2.9 %	-2.1 %	-2.8 %	17.6 %	76.3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	3.4 %	-5.6 %	3.3 %	4.1 %	22.5 %	95.2 %	--
MSCI AC Consumer Staples	3.6 %	2.2 %	0.0 %	0.8 %	13.4 %	79.1 %	--
MSCI AC Energy	-1.4 %	-6.9 %	-0.1 %	3.1 %	16.8 %	25.3 %	--
MSCI AC Financials	3.9 %	-2.3 %	-4.0 %	-3.0 %	24.1 %	76.4 %	--
MSCI AC Health Care	7.4 %	2.6 %	16.0 %	14.5 %	24.3 %	120.4 %	--
MSCI AC Industrials	4.1 %	-4.5 %	-2.6 %	-2.2 %	25.5 %	82.7 %	--
MSCI AC Information Technology	0.9 %	-8.8 %	6.8 %	5.4 %	56.8 %	180.5 %	--
MSCI AC Materials	1.1 %	-7.2 %	-8.8 %	-6.4 %	32.8 %	54.8 %	--
MSCI AC Real Estate	7.1 %	0.7 %	1.7 %	1.6 %	16.3 %	82.7 %	--
MSCI AC Telecommunication	5.7 %	4.3 %	-0.7 %	-0.4 %	5.2 %	47.2 %	--
MSCI AC Utilities	5.5 %	4.9 %	8.4 %	2.5 %	24.8 %	83.3 %	--
USDNOK	1.9 %	2.5 %	4.8 %	3.4 %	-1.1 %	40.3 %	8.60
EURNOK	1.9 %	0.0 %	-1.3 %	-1.8 %	5.8 %	16.8 %	9.73
GBPNOK	2.0 %	1.1 %	-0.9 %	-2.3 %	-16.0 %	9.6 %	10.99
JPYNOK	1.4 %	0.3 %	4.0 %	2.5 %	7.2 %	26.7 %	0.08
CNYNOK	2.2 %	1.0 %	-1.7 %	-1.7 %	-9.1 %	23.0 %	1.24
CHFNOK	2.9 %	-0.5 %	2.3 %	1.8 %	2.1 %	27.4 %	8.61
SEKNOK	2.8 %	3.4 %	-5.6 %	-4.7 %	-5.0 %	1.2 %	0.95
Bloomberg Commodity	-0.6 %	-0.8 %	-4.7 %	-1.8 %	5.0 %	-31.4 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.8 %	1.9 %	-7.4 %	-8.7 %	-14.5 %	-34.2 %	--
Brent Crude (ICE)	-22.2 %	-24.2 %	-12.2 %	-7.6 %	31.6 %	-46.5 %	58.71
Gull spot	0.6 %	1.8 %	-6.2 %	-4.1 %	14.8 %	-2.5 %	1 222.50
Aluminium spot	1.2 %	-6.9 %	-13.2 %	-3.8 %	36.2 %	14.5 %	1 957.25
Kobber spot	3.2 %	4.3 %	-13.6 %	-7.5 %	35.4 %	-11.7 %	6 227.00

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.