

Bedre finansielle rammevilkår

Oslo, 7. februar 2019

En refleksjon

“And particularly with the muted inflation readings that we’ve seen coming in, we will be patient as we watch to see how the economy evolves.”

Jerome H. Powell, Federal Reserve, Atlanta, 4. januar 2019

Makro

Finansielle rammevilkår i USA har forbedret seg kraftig etter forverring i fjerde kvartal. Utviklingen i Bloomberg United States Financial Conditions Index er gjengitt i figuren. Dette måltallet har til hensikt å si noe om tilgjengelighet og pris på kreditt. Høyere verdi skal reflektere bedre tilgjengelighet til kreditt og lavere kredittkostnad for låntager. Når indeksverdien er null, er de finansielle rammevilkårene aggregert sett som før finanskrisen.

Februarutgaven av The Bank Credit Analyst framhever en drivkraft bak de store utslagene i finansmarkedene begge veier siste måneder: Mot slutten av fjoråret begynte selv USA å vise tegn til svakere vekst, samtidig som det ble ny usikkerhet rundt hvor langt Federal Reserve ville gå med rentehevinger.

I januar lyttet investorene derfor takknemlig til mer avventende ordbruk hva videre rentehevinger angår, etter Jerome H. Powells tale i Atlanta 4. januar i år. Talen som vi har referert til i refleksjonen øverst, bar videre tonen fra Powells tale i november som indikerte at rentenivået nå nærmet seg nivået for likevekt i økonomien.

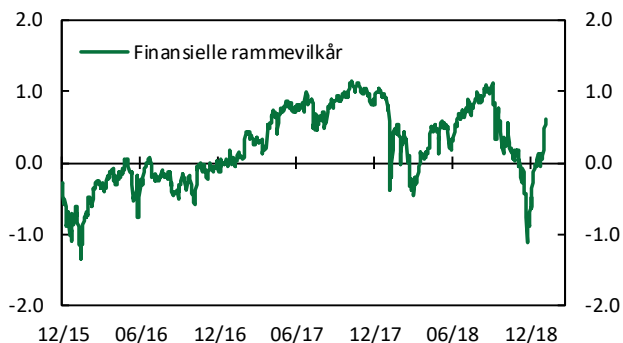
I januar har også tegnene til svakere vekst blitt justert i positiv retning, blant annet som følge av positive målinger fra amerikansk økonomi. The Bank Credit Analyst påpeker fortsatt god vekst i amerikanske servicenæringer, solid sparing blant konsumenter og sterkere veksttakt for næringslån i USA.

Handelskrigen mellom USA og Kina har også tært på optimismen. Nytt håp ble tent da nasjonene satte ytterligere handelshemmende tiltak på pause for to måneder siden for å søke en løsning på uoverensstemmelsene. Selv med en pause i handelskrigen, er det likevel av avgjørende betydning at denne ikke eskaleres videre når den selvpålagte pausen utløper ved utgangen av februar.

Kina har for øvrig tatt noen steg for å stimulere egen økonomi. BCA Research viser til skatteuttak og økt

likviditet for banksystemet. Myndighetene trår likevel veldig varsomt fram for ikke å overstimulere eiendomsmarkedet til ytterligere spekulative investeringer. Denne balanserte tilnærmingen har gitt positive, men ikke sterke nok effekter. På mellomlang horisont vil det være avgjørende at tiltakende gir en konkret, positiv kredittimpuls for privat sektor med påfølgende investeringer.

Finansielle rammevilkår i USA



Kilde: Bloomberg

Eurosonen er med sin svært åpne økonomi relativt tett knyttet til utviklingen i Kina og framvoksende økonomier generelt. Dette er basert på stor eksportnærings og at hele 18 % av eurosonens BNP er skapt i produksjonssektoren. I eurosonen har indikatorene for svakere vekst blitt realisert i BNP-tallene. Den europeiske sentralbanken (ESB) har på den annen side annonsert mulige, nye målrettede refinansieringstiltak (TLTRO) for å stimulere til ytterligere kreditt i privat sektor. ESB vil nok også være svært forsiktig med å røre den løse pengepolitikken med en inflasjon som virker limt fast til 1 %, et godt stykke under målsetningen. Også i eurosonen har de finansielle rammebetingelsene forbedret seg sterkt i januar og hittil i februar.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært kraftig positiv hittil i år etter fallet i 2018. Per 31. januar har indeksen steget med 7,2 % målt i lokal valuta, mens den har steget 5,3 % målt i NOK. Det er forbruk, energi, industri og eiendom som har hatt sterkest avkastning blant sektorene.

Hittil i år per 31. januar har indeksen MSCI Developed World steget med 5,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 6,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode 4,7 %. Januar har dermed gitt bedre avkastning for framvoksende markeder, som var den regionen med sterkest fall i 2018. For 2018 var avkastningen -3,8 % for MSCI Developed World og -10,0 % for MSCI Emerging World, begge målt i NOK.

Lange norske statsrenter har falt noe siden nyttår. Avkastningen til ST5X har vært 0,5 % så langt i år. Korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %.

Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks RM123D3, har gitt 0,2 % avkastning hittil i år per 31. januar. Løpende avkastning er på samme nivå som ved nyttår, 2,2 %. Norske høyrenteobligasjoner, som målt ved NBP sin indeks HY Hedged gav 1,0 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning falt fra 7,6 % ved nyttår til 7,2 % per 31. januar.

Hittil i år har gullprisen steget med 3,0 %. Kobberprisen har steget 3,4 % og aluminiumprisen har steget 1,6 %. Oljeprisen har steget med 15,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet og at USD styrket seg i fjor, men svekket seg noe i januar. USD, EUR og SEK har svekket seg mot NOK med henholdsvis 2,5 %, 2,6 % og 4,5 %, mens GBP har styrket seg mot NOK med 0,2 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

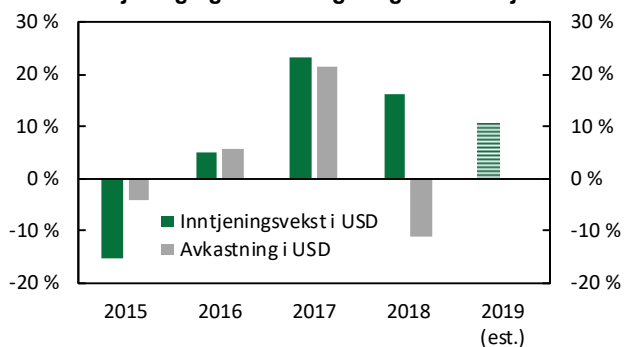
Vi har vektlagt hvor viktig inntjeningsutviklingen vil være for aksjemarkedenes avkastning i 2019. Investorer har hatt flere gode år med inntjeningsvekst i verdens aksjemarkeder. Som figuren viser, steg inntjeningen for MSCI All Countries World som en del av den synkrone konjunkturoppgangen i slutten av 2016 og gjennom 2017. Aksjeprisene steg også slik at verdsettingen målt mot denne inntjeningen holdt seg mer stabil.

På tross av fallende aksjemarkeder i 2018, var det 16 % inntjeningsvekst, slik at pris på oppnådd inntjenning (P/E) falt tilbake. Selv om inntjeningsutviklingen ikke forventes like sterk som i fjor, er også konsensusforventningen for 2019 ytterligere inntjeningsvekst.

Likviditet har mange aspekter. Ett av dem er netto tegning i fond, som en indikator på etterspørsel etter tilhørende aktivklasser. Investment Company Institute i USA fører løpende statistikk for det amerikanske markedet. Der noterte de seg i desember for den største netto innløsningen i fond, både for tradisjonelle

aksje- og obligasjonsfond og for børsnoterte fond, siden de startet målingene for tre år siden. Den sterke netto innløsningen stoppet imidlertid opp i januar.

Inntjenning og avkastning for globale aksjer



Kilde: Bloomberg

For alle større markeder er markedssentimentet fremdeles svekket, målt ved 200 dagers glidende snitt.

Konklusjon

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

Verdsettelsen av aksjer målt mot inntjenning 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 hovedsakelig høy kredittkvalitet, men med innslag av høyrente og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. januar 2019

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 %	0.0 %	0.6 %	1.6 %	3.7 %	1.02 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.1 %	0.8 %	0.1 %	1.1 %	2.2 %	8.6 %	1.30 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.5 %	1.6 %	0.5 %	2.0 %	2.8 %	13.9 %	1.47 %
Barclays Multiverse Hedged USD	1.2 %	3.0 %	1.2 %	3.5 %	9.7 %	18.7 %	2.23 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	1.1 %	3.0 %	1.1 %	3.6 %	8.6 %	18.0 %	1.98 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	4.3 %	2.5 %	4.3 %	0.9 %	28.8 %	29.3 %	6.86 %
Oslo Børs Fondsindeks	4.7 %	-5.7 %	4.7 %	3.3 %	46.2 %	54.3 %	811.34
Oslo Børs Hovedindeks	4.5 %	-6.1 %	4.5 %	3.0 %	48.9 %	55.9 %	834.73
Oslo Børs Small Cap Index	3.8 %	-10.5 %	3.8 %	-10.3 %	11.5 %	-2.5 %	589.47
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2.9 %	0.2 %	2.9 %	4.4 %	91.1 %	88.3 %	1 808.83
Oslo Børs Eiendomsindeks	3.9 %	5.0 %	3.9 %	6.1 %	55.5 %	97.3 %	--
VINX Benchmark Cap	3.2 %	1.2 %	3.2 %	-1.6 %	21.6 %	62.3 %	382.52
MSCI All Countries (AC) World Local	7.2 %	0.8 %	7.2 %	-4.9 %	36.6 %	48.1 %	--
MSCI All Countries (AC) World	5.3 %	1.7 %	5.3 %	1.1 %	35.1 %	85.9 %	--
MSCI Developed World	5.1 %	0.6 %	5.1 %	2.1 %	33.8 %	87.7 %	--
MSCI Emerging World	6.1 %	10.1 %	6.1 %	-6.3 %	47.3 %	69.4 %	--
MSCI Frontier World	2.2 %	3.8 %	2.2 %	-9.5 %	23.6 %	44.2 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	4.0 %	0.6 %	4.0 %	-5.9 %	18.0 %	44.4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	7.1 %	8.9 %	7.1 %	0.9 %	45.0 %	27.5 %	--
MSCI Developed North America	5.8 %	0.3 %	5.8 %	5.9 %	41.3 %	112.6 %	--
MSCI Emerging Latin America	12.1 %	11.4 %	12.1 %	3.7 %	77.3 %	56.2 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	4.7 %	8.8 %	4.7 %	-5.4 %	42.3 %	78.0 %	--
MSCI Japan	3.5 %	-0.7 %	3.5 %	-3.4 %	24.2 %	72.3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	7.0 %	3.4 %	7.0 %	2.1 %	34.3 %	97.0 %	--
MSCI AC Consumer Staples	2.5 %	0.2 %	2.5 %	1.0 %	9.5 %	78.4 %	--
MSCI AC Energy	7.7 %	-2.8 %	7.7 %	0.5 %	30.6 %	26.1 %	--
MSCI AC Financials	5.6 %	1.5 %	5.6 %	-6.9 %	37.0 %	75.0 %	--
MSCI AC Health Care	2.6 %	1.9 %	2.6 %	10.6 %	26.1 %	100.7 %	--
MSCI AC Industrials	6.7 %	2.8 %	6.7 %	-3.2 %	35.5 %	78.8 %	--
MSCI AC Information Technology	5.2 %	-1.4 %	5.2 %	3.1 %	66.9 %	164.7 %	--
MSCI AC Materials	4.8 %	2.9 %	4.8 %	-6.3 %	55.4 %	56.7 %	--
MSCI AC Real Estate	7.8 %	10.4 %	7.8 %	10.0 %	26.0 %	87.8 %	--
MSCI AC Communication Services	5.9 %	5.8 %	5.9 %	3.8 %	6.4 %	48.6 %	--
MSCI AC Utilities	2.6 %	6.7 %	2.6 %	17.1 %	23.6 %	80.9 %	--
USDNOK	-2.4 %	-0.1 %	-2.4 %	9.3 %	-2.9 %	34.2 %	8.42
EURNOK	-2.6 %	1.2 %	-2.6 %	0.8 %	2.6 %	14.0 %	9.67
GBPNOK	0.2 %	2.5 %	0.2 %	0.9 %	-10.6 %	7.1 %	11.05
JPYNOK	-1.6 %	3.7 %	-1.6 %	9.6 %	8.2 %	25.8 %	0.08
CNYNOK	0.1 %	4.1 %	0.1 %	2.6 %	-4.9 %	21.6 %	1.26
CHFNOK	-3.5 %	1.4 %	-3.5 %	2.4 %	-0.1 %	22.4 %	8.47
SEKNOK	-4.5 %	1.2 %	-4.5 %	-4.8 %	-7.9 %	-2.9 %	0.93
Bloomberg Commodity	5.4 %	-2.4 %	5.4 %	-8.2 %	8.2 %	-33.7 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	2.3 %	0.8 %	2.3 %	-8.2 %	-13.7 %	-32.5 %	--
Brent Crude (ICE)	15.0 %	-18.0 %	15.0 %	-10.4 %	78.2 %	-41.8 %	61.65
Gull spot	3.0 %	8.8 %	3.0 %	-1.8 %	18.2 %	6.2 %	1 319.97
Aluminium spot	1.6 %	-2.2 %	1.6 %	-14.7 %	24.6 %	13.8 %	1 890.75
Kobber spot	3.4 %	1.9 %	3.4 %	-13.1 %	34.6 %	-13.3 %	6 120.25

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.