

Kan Europa og USA lære noe av Japans pengepolitikk?

Oslo, 8. august 2019

En refleksjon

"Many central banks now face a common challenge of how to raise inflation rates. I believe that Japan's experience of a long battle against deflation would provide a case study for other central banks in conducting monetary policy going forward."

Haruhiko Kuroda, sentralbanksjef i Japan, 25. juli

Makro

Det er mulig å oppnå resultater med konsistent og allment forståelig pengepolitikk, var budskapet fra den japanske sentralbanksjefen i hans tale til Det internasjonale pengefondet (IMF) i sommer.

Etter over to tiår med negative ettervirkninger etter Japans finansielle krise i 1990, implementerte sentralbanken under Kuroda sine kvantitative og kvalitative pengepolitiske lettelsers i 2013. Langvarig deflasjon ble snudd til svak inflasjon.

Kuroda framhever to lærdommer fra Japan for andre økonomier som også har problemer med lav inflasjon:

- 1) Skal den generelle etterspørselen i økonomien øke, er det viktig å få med bredden av folket. Det bør ikke forventes at alle følger tett med på inflasjonsstatistikk og pengepolitiske pressekonferanser. Derfor må politikken formuleres i enkle og tydelige termer som flest mulig får klart med seg, for å kunne styre deres forventninger.
- 2) Den japanske sentralbanken gikk bort fra å sette kvantitative måltall for volumet av verdipapir-oppkjøp. I stedet satte de et mer kvalitativt mål som også var lettere å kommunisere, ved å binde seg til å holde 10-årige statsrenter rundt 0 %.

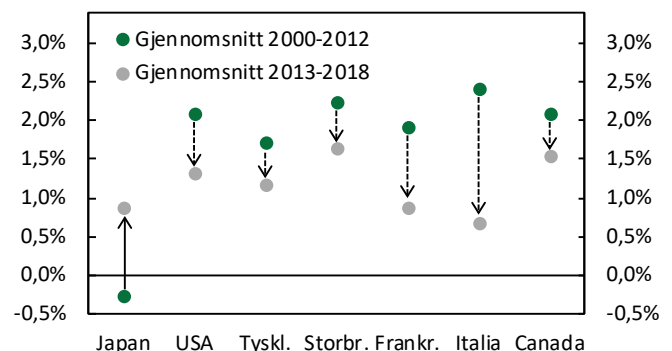
Revitaliseringen av japansk økonomi er åpenbart ennå ikke i mål, og viktige økonomiske reformer i landet har latt vente på seg. Ultraekspansiv pengepolitikk fryktes også å kunne skape langsiktige negative bivirkninger. I talen til IMF framheves dog at Japan har tatt steget ut av deflasjon de siste årene i forhold til starten av millenniumet. I samme periode har de andre G7-landene

hatt fallende inflasjon og strever fortsatt for å løfte den igjen. Se figuren under.

Den europeiske sentralbanken (ESB) vurderer nå å gjenoppta sine kvantitative lettelsers. Den amerikanske sentralbanken (Fed) har for inneværende måned besluttet å avslutte sin reduksjon av verdipapirbeholdningen i tillegg til å sette ned styringsrenten. Begge kjemper mot overraskende lav inflasjon. Fed vil i tillegg motvirke effektene av den ytterligere eskaleringen av handelskrigen.

ESB har satt i gang en prosess for forbedring av sin kommunikasjon, og Fed har snudd fra pengepolitiske innstramminger til nye lettelsers. Nå gjenstår å se hvorvidt ESB og Fed denne gangen kan styre forventningene til markedet og folk flest, i en periode med økt handelskonflikt, slik at inflasjonen og tilhørende vekst etablerer seg på ønsket nivå.

Inflasjonsutvikling i G7-landene



Kilde: Bank of Japan, Bloomberg

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 31. juli hadde indeksen steget 19,6 % målt i NOK og 17,0 % målt i lokal valuta hittil i år. IT og

Forbruksvarer har hatt sterkest avkastning blant sektorene. Selv helse, med svakest utvikling blant sektorene, har gitt 10,9 % avkastning hittil i år. MSCI Developed World steg i samme periode 20,6 %, mens

indeksen MSCI Emerging World steg 12,0 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 31. juli hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 9,0 %. Finans hadde sterkest avkastning blant sektorene, med 16,9 % avkastning.

Markedsutviklingen hittil i august har vært negativ, men ikke mer enn at avkastningen hittil i år for MSCI All Countries World, målt i NOK, er redusert fra ovennevnte 19,6 % til 16,3 % hittil i år per 7. august. Tilsvarende avkastning for OSEFX er redusert fra 9,0 % til 5,5 %.

Lange norske statsrenter var 1,3 % per 31. juli, mot 1,5 % ved nyttår, målt som løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter. Norske kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års

durasjon, som målt ved Nordic Bond Pricing (NBP) sin indeks NORM123D3, har gitt 1,7 % avkastning hittil i år per 31. juli. Løpende avkastning er 2,1 %, mot 2,2 % ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK har gitt 4,4 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 6,9 % siden nyttår.

Hittil i år, per 31. juli har gullprisen steget med 10,3 %. Kobberprisen har falt 0,8 % og aluminiumprisen har falt 4,9 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 21,1 %.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år, per 31. juli har EUR, GBP og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 1,0 %, 2,3 % og 6,0 %, mens USD har styrket seg mot NOK med 2,6 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Chen Zhao framhever i «Global Strategy» fra Alpine Macro per 5. august at i perioder med lav inflasjon og økonomisk vekst, tenderer aksjeavkastning generelt til å bli drevet av inntjeningsutviklingen. Han mener at investorer ikke kan forvente ytterligere multipel-ekspansjon. Figuren til høyre illustrerer poenget. I de senere år med lav inflasjon og svakere vekst, er det tydelig sammenheng mellom utviklingen i forventet inntjening for aksjene i MSCI All Countries World og avkastningen til indeksen.

Zhao peker på tre faktorer for mulig forbedring av driftsresultater på aggregert nivå:

- En svakere handelsvektet dollar gir bedret global inntjening i dollar og bedre muligheter for industrien.
- En brattere rentekurve sammenfaller ofte med forventninger til sterkere økonomisk vekst.
- Indekser som måler selskapenes aktivitet, som PMI- og ISM-indeksene er gjerne positivt korrelert med inntjeningsveksten.

Det første punktet er mest relevant for amerikanske og andre dollarbaserte investorer, men en svakere dollar fra dagens høye nivå, vil kunne være en indikasjon for alle på mindre uro for økonomisk utvikling.

Det andre punktet vil kunne slå positivt til med Fed sine rentekutt som kan gjøre rentekurven brattere, om ikke fornyede kjøp av obligasjoner med lang løpetid veier for tungt i den andre enden av kurven.

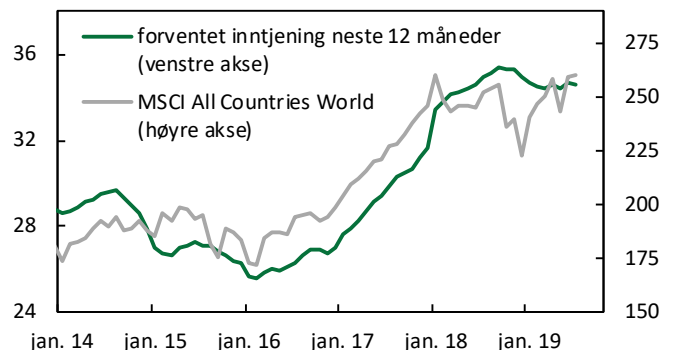
Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og den underliggende økonomiske veksten er svakere enn før. Det er forventninger om fortsatt vekst, men med en svakere veksttakt.

Det tredje punktet mener Zhao kan bli aktuelt for Kina, med en viss stabilisering av PMI-indeksene, styrket kredittvekst, skatteutt og infrastrukturinvesteringer.

Samlet sett ser Zhao da en mulighet for sterkere inntjeningsforventninger i høst.

Inntjeningsutviklingen er stadig viktigere



Kilde: Bloomberg

Etter det siste fallet i aksjemarkedene, har dog sentimentet blitt mer negativt. Både det amerikanske, europeiske og norske aksjemarkedets indeksverdier er nå lavere enn 50 og 100 dagers glidende snitt. Det europeiske og norske aksjemarkedet har også indeksverdier lavere enn 200 dagers glidende snitt, mens det amerikanske fremdeles er over.

Verdsettingen er sensitiv til pengepolitikk, geopolitiske spenninger og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer, overvekt i høyrente og undervekt i rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. juli 2019

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.3 %	0.6 %	0.8 %	1.8 %	3.6 %	1.29 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.1 %	0.8 %	0.9 %	1.8 %	2.0 %	7.6 %	1.27 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.2 %	1.6 %	2.0 %	3.4 %	2.1 %	12.0 %	1.29 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.2 %	0.9 %	1.7 %	2.5 %	5.4 %	--	--
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.8 %	1.3 %	4.4 %	4.9 %	30.7 %	--	--
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.7 %	3.3 %	6.1 %	7.0 %	6.8 %	20.2 %	1.67 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.7 %	3.3 %	5.9 %	7.0 %	6.1 %	19.7 %	1.46 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0.8 %	2.5 %	9.7 %	6.0 %	17.0 %	27.2 %	5.88 %
Oslo Børs Fondsindeks	-0.2 %	-1.6 %	8.9 %	-2.6 %	37.6 %	43.2 %	839.12
Oslo Børs Hovedindeks	-0.6 %	-2.5 %	7.5 %	-4.2 %	40.2 %	40.3 %	852.40
Oslo Børs Small Cap Index	1.7 %	-3.4 %	10.7 %	-10.0 %	17.2 %	-5.1 %	632.54
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1.0 %	1.6 %	14.5 %	15.4 %	101.8 %	110.4 %	2 010.64
Oslo Børs Eiendomsindeks	-0.4 %	0.6 %	11.4 %	7.2 %	29.4 %	82.2 %	--
VINX Benchmark Cap	-0.2 %	-1.2 %	10.6 %	2.1 %	24.1 %	60.5 %	407.01
MSCI All Countries (AC) World Local	0.9 %	0.5 %	17.0 %	4.0 %	35.8 %	48.7 %	--
MSCI All Countries (AC) World	4.2 %	3.3 %	19.6 %	11.9 %	40.4 %	93.1 %	--
MSCI Developed World	4.4 %	3.7 %	20.6 %	12.6 %	41.3 %	98.3 %	--
MSCI Emerging World	2.6 %	0.0 %	12.0 %	6.3 %	33.8 %	54.5 %	--
MSCI Frontier World	6.5 %	10.1 %	17.6 %	12.8 %	35.2 %	36.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	1.9 %	1.6 %	16.5 %	5.1 %	28.3 %	53.1 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	4.7 %	8.5 %	18.5 %	18.8 %	42.1 %	37.0 %	--
MSCI Developed North America	5.4 %	4.4 %	23.3 %	16.3 %	49.0 %	126.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	4.0 %	7.0 %	15.7 %	18.0 %	35.5 %	34.6 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	2.5 %	0.3 %	13.6 %	7.0 %	35.4 %	65.3 %	--
MSCI Japan	4.0 %	2.5 %	10.7 %	3.9 %	24.6 %	74.8 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4.4 %	2.5 %	21.8 %	12.7 %	44.4 %	113.4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	5.4 %	5.3 %	19.1 %	17.1 %	19.9 %	90.5 %	--
MSCI AC Energy	1.1 %	-1.4 %	12.7 %	-4.4 %	19.0 %	13.6 %	--
MSCI AC Financials	3.7 %	2.1 %	17.2 %	7.4 %	44.1 %	78.4 %	--
MSCI AC Health Care	2.7 %	5.5 %	10.9 %	11.4 %	25.6 %	98.2 %	--
MSCI AC Industrials	3.2 %	2.3 %	21.1 %	9.6 %	37.1 %	94.0 %	--
MSCI AC Information Technology	6.8 %	4.8 %	31.8 %	20.8 %	87.9 %	194.8 %	--
MSCI AC Materials	1.2 %	2.0 %	15.0 %	3.2 %	35.3 %	56.6 %	--
MSCI AC Real Estate	4.0 %	4.7 %	19.6 %	18.5 %	20.7 %	83.5 %	--
MSCI AC Communication Services	6.3 %	3.2 %	20.5 %	21.6 %	11.8 %	55.4 %	--
MSCI AC Utilities	3.5 %	5.3 %	14.8 %	20.6 %	25.5 %	81.6 %	--
USDNOK	3.9 %	2.7 %	2.6 %	8.7 %	5.0 %	41.0 %	8.75
EURNOK	1.2 %	1.4 %	-1.0 %	2.8 %	4.0 %	16.6 %	9.77
GBPNOK	-0.5 %	-4.2 %	-2.3 %	0.6 %	-3.6 %	1.5 %	10.64
SEKNOK	-0.2 %	0.8 %	-6.0 %	-1.2 %	-7.1 %	0.7 %	0.91
Bloomberg Commodity	-0.7 %	-1.4 %	4.4 %	-5.4 %	-2.0 %	-35.3 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-3.9 %	0.9 %	-4.0 %	-9.2 %	-21.6 %	-36.6 %	--
Brent Crude (ICE)	-2.1 %	-10.5 %	21.1 %	-12.2 %	53.5 %	-38.5 %	64.72
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-12.4 %	-19.2 %	-3.5 %	0.2 %	-13.8 %	33.0 %	56.16
Gull spot	0.3 %	10.2 %	10.2 %	15.5 %	4.7 %	10.2 %	1 430.89
Aluminium spot	-0.5 %	-0.7 %	-4.9 %	-14.0 %	8.3 %	-10.5 %	1 777.50
Kobber spot	-1.3 %	-8.2 %	-0.8 %	-6.0 %	20.1 %	-17.3 %	5 925.00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingring, 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.