

Pengepolitiske lettelse kan forlenge oppgangskonjunktoren

Oslo, 4. juli 2019

En refleksjon

"The plane cannot fly on one engine only; it has to ignite all four. Economic performance continues to rely on extraordinary support from central banks, even with global growth that is still sound. Thus we need a better balance between monetary policy, fiscal policy, macroprudential policies, and structural reforms."

Augustin Carstens, General Manager, åpningstale ved årsmøtet i Bank of International Settlements (BIS), 30. juni

Makro

Amerikansk økonomi er i en av sine lengste oppgangskonjunkturer. Arbeidsledigheten er historisk lav, produksjonskapasiteten er utnyttet og sentralbankrenten har steget over et par år. Markedet forventet inntil årsskiftet flere rentehevinger.

Siden nyttår har forventningene snudd. Selv om den amerikanske økonomien fortsatt er i vekst, har realøkonomiske indikatorer pekt i retning av svekket og mer usikker utvikling.

Federal Reserve (Fed) har gått tydelig ut og sagt at deres pengepolitikk vil være betinget av løpende utvikling i realøkonomien. Fed har også fulgt opp gjennom første halvår med signaler om mulige lettelse i pengepolitikken. Markedene har derfor i svært stor grad justert ned sine forventninger til sentralbankrentene i tråd med svakere tall for handel, produksjon, tjenester og inflasjon.

Nå er markedets konsensusforventninger tre-fire rentekutt på 0,25 prosentenheter før nyttår. Så sterke rentekutt er gjerne forbundet med resesjon og det kan hevdes at rentemarkedet med sine forventninger priser inn slutten på den lange amerikanske oppgangskonjunktoren. De siste 40 årene er det kun i 1985-86, 1995 og 1998 at Fed har kuttet styringsrentene så sterkt som det nå forventes, i forbindelse med resesjonsperioder.

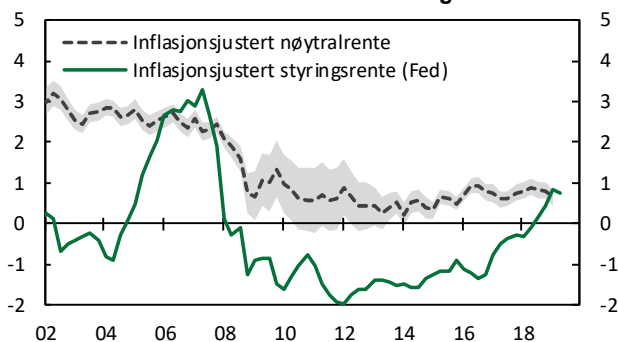
TS Lombard og BCA Research mener at markedet forventer for mange rentekutt. De tror at Fed gjennomfører to rentekutt, som en justering i en noe svakere, men likevel forlenget oppgangskonjunktur.

TS Lombard viste i en presentasjon for Industrifinans den 2. juli at selv om de ser svekket vekst i amerikansk handel og produksjon, samt lav inflasjon, tror de ikke på resesjon nå. Selv om OECDs ledende indikator for USA er svak, ser de dog en ny spire til styrket global vekst i oppgradering av samme indikator for Kina.

BCA Research understreker i Global Investment Strategy fra 28. juni at global vekst og inflasjon er

svekket, samt at usikkerheten har økt ved den pågående handelskrigen mellom USA og Kina. I tillegg framhever BCA at Fed har fått økt fokus på det lave normalnivået for rentene som gjør at styringsrentene ikke lenger er lave nok til å gi ekspansiv pengepolitikk. Fed kan av den grunn se behovet for å korrigere renten ned igjen for å opprettholde den gode utviklingen.

Rentenivået i USA stimulerer ikke lenger økonomien



Kilde: BCA Research

Forholdet mellom styringsrente og et estimat på rentens normalnivå er illustrert i figuren over. Begge tallene er inflasjonsjustert. Normalnivået er det rentenivået som verken virker stimulerende eller hemmende på den økonomiske veksten.

Alt annet like, er rentekutt positivt for markedet. Med Feds pengepolitikk betinget av makroøkonomisk utvikling vil enhver positiv pengepolitisk nyhet være et resultat av negative nyheter fra realøkonomien.

Også den underliggende realøkonomien er blitt for avhengig av pengepolitikken, ifølge BIS. De nasjonale myndigheter skape en mer balansert vekst ved å ta i bruk flere politiske verktøy for å løse strukturelle utfordringer. Det ville skape et bredere fundament for en videre oppgangskonjunktur enn ved at myndighetene enda en gang setter sin lit til pengepolitiske lettelse.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 30. juni hadde indeksen steget 14,7 % målt i NOK og 15,9 % målt i lokal valuta hittil i år. IT og Industri har hatt sterkst avkastning blant sektorene. Selv helse, med svakest utvikling blant sektorene, har gitt 8,0 % avkastning hittil i år. MSCI Developed World steg i samme periode 15,5 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg 9,2 %, begge målt i NOK.

Hittil i år, per 30. juni hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 9,2 %. Finans hadde sterkst avkastning blant sektorene, med 18,3 % avkastning.

Lange norske statsrenter var 1,3 % ved utgangen av 1. halvår, 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 1,5 % avkastning hittil i år per 30. juni. Løpende avkastning er 2,1 %, mot 2,2 % ved nyttår. Norske høyrenteobligasjoner valutasikret, som målt ved NBP sin indeks HYNK har gitt 3,6 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 6,8 % siden nyttår.

Hittil i år har gullprisen steget med 9,9 %. Kobberprisen har steget 0,6 % og aluminiumprisen har falt 4,5 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Oljeprisen har steget med 23,7 %.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år har EUR og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 2,1 % og 5,8 %, mens USD og GBP har svekket seg mot NOK med henholdsvis 1,3 % og 1,7 %.

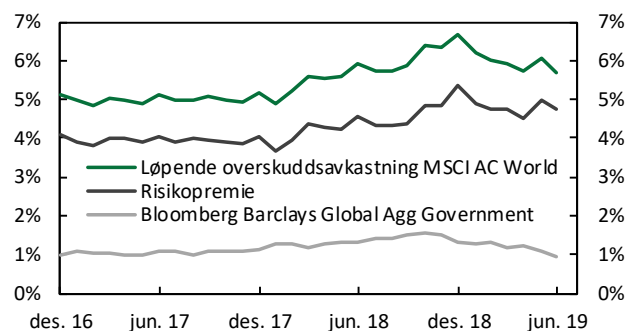
Likviditet, Verdi og Sentiment

Løpende overskuddsavkastning på globale aksjer har falt siden nyttår, hovedsakelig på grunn av økte aksjekurser, blant annet drevet av utsikter til mer ekspansiv pengepolitikk. Løpende avkastning på globale statsobligasjoner har også falt. Risikopremien på aksjer versus renter har dermed holdt seg relativt stabilt, som framgår av figuren til høyre.

I Norge har ikke løpende avkastning for obligasjoner falt like markant som for det globale markedet. Det har ikke løpende overskuddsavkastning for OSEFX heller gjort. Totalt sett har også her risikopremien av den grunn vært noenlunde stabil.

Både for amerikanske, europeiske og det norske aksjemarkedet er indeksverdiene høyere enn 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

Relativt stabil risikopremie for aksjer



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

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

Verdsettingen er ikke svært høy globalt sett, men er sensitiv til pengepolitikk, geopolitikk og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer, overvekt i høyrente og undervekt i rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 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 %	0.5 %	0.8 %	1.8 %	3.6 %	1.20 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.2 %	0.5 %	0.8 %	1.4 %	2.0 %	7.8 %	1.25 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.4 %	0.9 %	1.9 %	2.5 %	2.3 %	12.4 %	1.28 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.3 %	0.6 %	1.5 %	2.2 %	5.3 %	--	--
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.0 %	1.3 %	3.6 %	4.4 %	30.8 %	--	--
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	1.3 %	2.6 %	5.3 %	6.2 %	6.8 %	19.7 %	1.70 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	1.3 %	2.5 %	5.2 %	6.1 %	6.0 %	19.2 %	1.49 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	2.7 %	2.5 %	8.8 %	6.8 %	19.0 %	25.2 %	5.88 %
Oslo Børs Fondsindeks	1.2 %	0.5 %	9.2 %	-0.2 %	42.2 %	42.2 %	845.71
Oslo Børs Hovedindeks	1.5 %	0.2 %	8.2 %	-1.7 %	43.4 %	39.9 %	864.20
Oslo Børs Small Cap Index	-0.1 %	0.6 %	8.8 %	-10.2 %	20.2 %	-7.1 %	621.43
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2.0 %	6.9 %	15.7 %	17.2 %	104.8 %	112.6 %	2 026.16
Oslo Børs Eiendomsindeks	1.8 %	2.7 %	11.8 %	13.2 %	46.7 %	91.9 %	--
VINX Benchmark Cap	4.6 %	1.9 %	10.8 %	6.6 %	30.5 %	59.7 %	406.81
MSCI All Countries (AC) World Local	5.7 %	3.2 %	15.9 %	6.1 %	40.1 %	46.8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.8 %	2.5 %	14.7 %	10.7 %	41.9 %	87.5 %	--
MSCI Developed World	3.9 %	2.8 %	15.5 %	11.3 %	42.5 %	91.5 %	--
MSCI Emerging World	3.5 %	-0.5 %	9.2 %	6.0 %	38.3 %	57.3 %	--
MSCI Frontier World	-0.3 %	3.5 %	10.5 %	9.8 %	29.8 %	33.9 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	4.0 %	3.3 %	14.3 %	6.7 %	32.6 %	48.1 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2.8 %	6.7 %	13.3 %	18.9 %	40.4 %	28.3 %	--
MSCI Developed North America	4.2 %	3.0 %	17.1 %	14.4 %	48.2 %	117.0 %	--
MSCI Emerging Latin America	3.4 %	3.3 %	11.2 %	24.0 %	38.8 %	33.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	3.6 %	-0.4 %	10.8 %	5.5 %	40.9 %	71.0 %	--
MSCI Japan	1.1 %	-0.1 %	6.4 %	0.3 %	28.8 %	73.1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	5.3 %	3.3 %	16.7 %	9.1 %	48.6 %	105.6 %	--
MSCI AC Consumer Staples	1.6 %	1.7 %	13.0 %	14.3 %	15.2 %	80.0 %	--
MSCI AC Energy	3.8 %	-2.2 %	11.4 %	-3.4 %	17.0 %	10.7 %	--
MSCI AC Financials	3.2 %	4.6 %	13.0 %	8.2 %	47.2 %	76.3 %	--
MSCI AC Health Care	3.9 %	0.2 %	8.0 %	14.8 %	29.1 %	96.4 %	--
MSCI AC Industrials	4.5 %	3.3 %	17.3 %	11.3 %	40.3 %	86.7 %	--
MSCI AC Information Technology	5.8 %	4.1 %	23.4 %	15.0 %	91.6 %	185.6 %	--
MSCI AC Materials	7.0 %	2.5 %	13.7 %	4.7 %	44.7 %	58.6 %	--
MSCI AC Real Estate	-0.1 %	-0.7 %	15.0 %	15.2 %	22.2 %	84.1 %	--
MSCI AC Communication Services	1.8 %	2.2 %	13.4 %	18.2 %	7.9 %	51.7 %	--
MSCI AC Utilities	1.3 %	1.5 %	10.9 %	19.2 %	23.7 %	72.0 %	--
USDNOK	-2.6 %	-1.1 %	-1.3 %	4.7 %	2.0 %	39.1 %	8.52
EURNOK	-0.9 %	0.2 %	-2.1 %	1.8 %	4.5 %	15.5 %	9.68
GBPNOK	-2.1 %	-3.7 %	-1.7 %	0.7 %	-2.7 %	3.3 %	10.79
SEKNOK	-0.3 %	-1.0 %	-5.8 %	0.8 %	-7.1 %	0.2 %	0.92
Bloomberg Commodity	2.7 %	-1.2 %	5.1 %	-6.8 %	-6.4 %	-38.1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0.1 %	1.7 %	-0.2 %	-4.0 %	-24.7 %	-38.4 %	--
Brent Crude (ICE)	3.2 %	-2.7 %	23.7 %	-16.2 %	34.0 %	-40.8 %	66.55
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	4.5 %	-5.4 %	10.1 %	3.9 %	-4.9 %	90.7 %	64.09
Gull spot	8.0 %	9.1 %	9.9 %	12.5 %	6.6 %	6.2 %	1 409.79
Aluminium spot	0.4 %	-6.0 %	-4.5 %	-17.4 %	8.3 %	-4.1 %	1 770.50
Kobber spot	3.0 %	-7.8 %	0.6 %	-9.7 %	23.6 %	-15.0 %	5 976.50

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 eksempelviserende 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.