

Hvor lenge vil økonomien preges av nedstengning?

Oslo, 7. april 2020

En refleksjon

“Indeed, our latest estimates show the lockdown will directly affect sectors amounting to up to one third of GDP in the major economies. We calculate that, for each month of containment, there will be a loss of 2 percentage points in annual GDP growth.”

OECDs generalsekretær Antonio Gurría til G20 sin konferanse om covid-19, 26. mars 2020

Makro

Arbeidsledigheten når historiske høyder i Norge, USA og andre land rammet av covid-19. NAV sin arbeidsledighetsrate har vært stabil rundt 2-3 % i et tiår, inntil den steg til 11 % i mars. USA rapporterte at det i tredje uke av mars var 3,3 millioner nye søkere av ledighetstrygd. I fjerde uke var det 6,6 millioner.

I våre ekstraordinære markedskommentarer gjennom mars har vi gitt mange eksempler på finanspolitiske og pengepolitiske tiltak for å begrense effekten av smitteverntiltakene og den økte arbeidsledigheten. Disse tiltakene har økt i styrke og omfang gjennom måneden. Både sentralbanker og myndigheter har utvidet sine program. Disse skal lette finansieringsbehov og til dels dempe inntjeningstap.

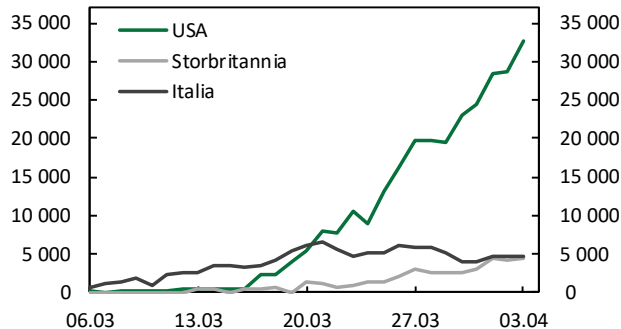
Markedet har likevel priset inn stor usikkerhet til fremtidig inntjening. Markedets usikkerhet har sin rot i to hovedspørsmål: spørsmålet om hvor lenge nedstengingen av store deler av realøkonomien vil vare og spørsmålet om hvor lenge det vil ta før den styrkes igjen etter at tiltakene reduseres.

Det første spørsmålet knyttes ofte til når pandemien vil nå sin topp. For noen land i Europa, som Italia, Spania og Tyskland, har det daglige antallet nye påviste sykdomstilfeller stabilisert seg noe. For andre land, som Storbritannia, Nederland og USA, kan dette ennå ikke sies å ha skjedd.

Avkastning – hittil i år

Rentemarkedets avkastning i mars reiser naturlige spørsmål for investorer som bruker obligasjoner som den sikre delen av sin balanserte portefølje. Avkastningen for svært mange norske obligasjonsfond med høy kredittverdighet var dårlig, også sammenlignet med referanseindeks. Vi trekker fram fem årsaker: utgang kredittpåslag, lavt rentenivå, dårlig markedslivlighet, store valutasingninger og indeksgrunnlaget.

Antall nyregistrerte smittetilfeller per dag



Kilde: Bloomberg, John Hopkins Univ., WHO, mfl.

Det andre spørsmålet er avhengig av hvor fort smitteverntiltakene kan lettes når pandemitoppen er nådd, uten å få en gjenoppblomstring av sykdommen. Land som nå vurderer lettelse i smitteverntiltak, indikerer at en grad av begrensninger vil vare i mange måneder ennå. I Kinas provins Henan innføres nye smitteverntiltak etter frykt for en ny bølge. I tråd med sitatet i refleksjonen, mener OECD at deres nedjustering av estimert global vekst til det halve, nå synes optimistisk og at nedstengingene kan prege landene i lang tid.

gang økte også kredittpåslagene kraftig, men fallet i det generelle rentenivået utlignet effekten. Denne gangen var det ikke mye å gå på.

Likviditeten i rentemarkedet forsvant også i mars. Med lav likviditet menes det at det var svært få kjøpere i markedet. Dette medvirket til ytterligere fall i obligasjonsverdiene, som i ethvert annet åpent marked. Regjeringen la i mars en plan om å sette av 50 milliarder kroner til garantier og kjøp av obligasjoner, kanalisert gjennom Statens obligasjonsfond. Nyheten om dette har brakt kjøpere tilbake til markedet.

Valutasvingningene var svært store i mars, spesielt for norske kroner, og var en ytterligere negativ faktor for rentemarkedet for en norsk investor. Prisen for en USD målt i NOK steg fra 9,39 til 11,71 og tilbake til 10,40 i løpet av mars. Kun august 2008 under finanskrisen har gitt sterkere månedlig bevegelse etter at kronkursen ble flytende i 1992. Hovedårsaken var fallet i oljeprisen drevet av pågående priskrig og redusert etterspørsel i mange land på grunn av delvis nedstengt økonomisk aktivitet. Selv om ikke NOK beveget seg like kraftig mot alle valutaer, måtte norske fond som hadde valutasikret sine internasjonale obligasjoner selge ytterligere obligasjoner for å dekke sikringstapet. Dette var lite gunstig i et marked med allerede svak likviditet.

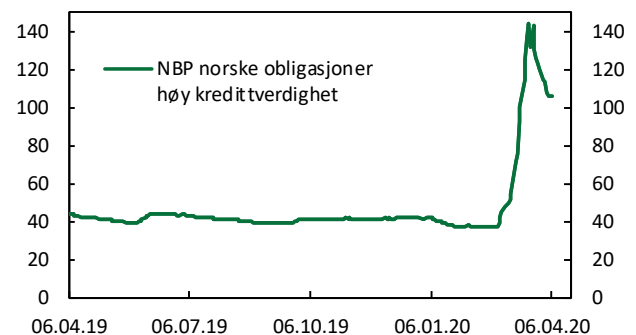
Avkastningen i forhold til referanseindeks var også dårlig for mange obligasjonsfond. Verdipapirfondenes Foreningen (VFF) sin store fondskategori av kredittobligasjoner har tre års rentedurasjon og høy kredittverdighet. Blant tilgjengelige fond som er registrert hos VFF i denne kategorien, var likevektet gjennomsnittlig avkastning -2,0 %. Avkastningen til referanseindeksen NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet var +0,1 % i samme periode. Den avgjørende årsaken til mindreaktningen er høy andel av obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) i det norske rentemarkedet med

høy kredittverdighet. Dette er obligasjoner med sikring i aktiva og dermed lavere risiko. I tall vi har fått fra Nordic Bond Pricing (NBP), utgjorde OMF 35 % av NBP Norske obligasjoner med høy kredittverdighet og 3 års løpetid ved inngangen til mars. Den positive avkastningen fra denne obligasjonstypen medvirket til at referanseindeksens avkastning ble om lag null.

Fondene i denne kategorien har i mindre grad OMFer i sine porteføljer. Med så urolige markeder som i mars, falt de ordinære obligasjonene kraftigere i verdi, enn de som hadde sikkerhet som en OMF.

Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK dekker internasjonale obligasjoner med høy kredittverdighet sikret til NOK. Avkastningen er 1,4 % hittil i år per 6. april. Løpende rente per samme dag var 1,2 % mot 1,5 % ved inngangen til året.

Kredittpåslag for høy kredittverdighet



Kilde: Nordic Bond Pricing

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World var -5,2 % i NOK hittil i år per 6. april. Tilsvarende tall i lokal valuta var -18,5 %. Oslo Børs har falt 22,0 % i samme periode, målt ved OSEFX.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Midt i turbulente tider som dette er det gode selskaper som fortsatt har god verdiskaping. Et eksempel er Reckitt Benckiser, det britiske selskapet innen konsumentvarer. Det produserer dagligdagse merkevarer innen hygiene og husholdning, som oppvaskmiddelet Finish og hygieneprodukter under merket Clearasil. Avkastningen i GBP var 7,5 % i mars, og 0,3 % i første kvartal.

Et annet eksempel er Roche Holding, som utvikler en veldiversifisert palett av produkter for medisinsk diagnostisering og farmasi. I tider med uro fortsetter selskapet som før sine mange utviklingsprosjekter, og selskapet inviterte i dag investorer til gjennomgang av deres nyvinninger innen digitalisert medisinsk analyse. Avkastningen i CHF var 1,4 % i mars, og totalavkastning for aksjen var 2,9 % i første kvartal.

Konklusjon

Inntjeningen er svekket. Utviklingen er sensitiv til hvor fort smittehemmende tiltak kan reverseres og hvor lenge oljepriskrigen mellom Russland og OPEC varer. Likviditeten er styrket med sentralbanktiltak i eurosone og i USA.

Verdsettingen er lavere enn ved inngangen til året. Ved inngangen til påsken har modellporteføljen om lag nøytralvekt i aksjer og overvekt i høyrente. Vi vurderer fortløpende mulige endringer i modellporteføljen.

Relevante markedsindikatorer per 6. april 2020

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	hittil i mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0,0 %	0,5 %	0,5 %	1,5 %	2,6 %	3,9 %	0,22 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0,4 %	3,2 %	3,5 %	4,5 %	5,8 %	8,6 %	0,34 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	1,0 %	4,8 %	5,5 %	7,0 %	9,0 %	12,8 %	0,40 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,5 %	2,1 %	2,4 %	3,7 %	7,3 %	--	1,72 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	3,1 %	-16,3 %	-16,2 %	-13,9 %	-3,9 %	--	13,80 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0,0 %	0,2 %	0,6 %	5,3 %	10,1 %	15,5 %	1,61 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0,1 %	1,0 %	1,4 %	6,2 %	10,8 %	15,6 %	1,23 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-1,2 %	-17,2 %	-17,1 %	-13,2 %	-7,6 %	6,1 %	10,72 %
Oslo Børs Fondsindeks	3,1 %	-22,5 %	-22,0 %	-16,6 %	5,0 %	19,5 %	702,21
Oslo Børs Hovedindeks	3,0 %	-22,5 %	-21,8 %	-17,7 %	5,3 %	17,1 %	712,21
Oslo Børs Small Cap Index	5,4 %	-36,1 %	-36,7 %	-30,2 %	-28,1 %	-28,0 %	433,78
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	4,1 %	-18,5 %	-17,6 %	-6,6 %	22,4 %	56,0 %	1 739,53
Oslo Børs Eiendomsindeks	1,7 %	-19,3 %	-20,6 %	-4,5 %	19,8 %	33,9 %	--
VINX Benchmark Cap	-2,3 %	-5,3 %	-5,2 %	4,2 %	23,7 %	34,9 %	423,07
MSCI All Countries (AC) World Local	1,9 %	-18,7 %	-18,5 %	-10,3 %	7,8 %	18,8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1,8 %	-5,6 %	-5,2 %	6,8 %	28,5 %	50,5 %	--
MSCI Developed World	1,9 %	-5,2 %	-4,8 %	8,0 %	30,4 %	53,9 %	--
MSCI Emerging World	1,0 %	-8,7 %	-8,7 %	-2,2 %	15,2 %	25,4 %	--
MSCI Frontier World	0,9 %	-10,8 %	-12,3 %	-2,4 %	5,3 %	10,8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1,2 %	-11,6 %	-11,5 %	-1,6 %	11,4 %	17,6 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	6,0 %	-13,4 %	-13,4 %	-2,7 %	7,9 %	17,6 %	--
MSCI Developed North America	3,3 %	-3,1 %	-2,4 %	11,9 %	40,0 %	74,5 %	--
MSCI Emerging Latin America	0,2 %	-36,3 %	-35,5 %	-30,6 %	-21,3 %	-9,8 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1,2 %	-5,0 %	-5,0 %	1,5 %	20,1 %	34,3 %	--
MSCI Japan	-2,3 %	-2,9 %	-3,7 %	8,7 %	23,0 %	37,1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0,8 %	-6,6 %	-6,1 %	4,6 %	30,9 %	51,4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	3,2 %	5,3 %	5,1 %	17,8 %	28,1 %	51,3 %	--
MSCI AC Energy	5,0 %	-31,7 %	-30,3 %	-31,0 %	-23,7 %	-19,8 %	--
MSCI AC Financials	-0,3 %	-19,2 %	-19,3 %	-9,3 %	1,3 %	18,7 %	--
MSCI AC Health Care	2,7 %	7,8 %	7,7 %	24,5 %	52,0 %	62,7 %	--
MSCI AC Industrials	0,1 %	-13,3 %	-12,6 %	-3,5 %	12,6 %	37,0 %	--
MSCI AC Information Technology	3,3 %	4,6 %	5,5 %	29,6 %	87,2 %	155,1 %	--
MSCI AC Materials	2,0 %	-10,8 %	-12,1 %	-6,7 %	8,2 %	27,7 %	--
MSCI AC Real Estate	0,2 %	-9,3 %	-9,5 %	-2,5 %	16,6 %	27,7 %	--
MSCI AC Communication Services	2,0 %	-0,3 %	1,2 %	12,6 %	21,1 %	31,4 %	--
MSCI AC Utilities	-0,4 %	0,8 %	0,3 %	13,3 %	32,9 %	54,8 %	--
USDNOK	0,3 %	18,6 %	18,8 %	21,1 %	20,9 %	31,0 %	10,60
EURNOK	-2,0 %	14,3 %	14,3 %	16,4 %	22,5 %	29,4 %	11,45
GBPNOK	-1,1 %	10,2 %	9,6 %	13,6 %	18,6 %	7,7 %	13,02
SEKNOK	-1,9 %	10,1 %	9,8 %	11,3 %	7,7 %	10,9 %	1,04
Bloomberg Commodity	1,6 %	-22,8 %	-22,1 %	-22,4 %	-22,8 %	-34,1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-4,6 %	-16,2 %	-17,0 %	-17,0 %	-28,4 %	-37,0 %	--
Brent Crude (ICE)	45,3 %	-52,0 %	-49,9 %	-53,0 %	-39,8 %	-43,1 %	34,11
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	0,0 %	-24,6 %	-21,5 %	-9,5 %	-6,0 %	39,4 %	58,95
Gull spot	3,4 %	5,6 %	8,5 %	27,9 %	31,9 %	35,5 %	1 619,10
Aluminium spot	-3,8 %	-20,2 %	-19,4 %	-22,9 %	-25,9 %	-19,4 %	1 448,10
Kobber spot	-1,4 %	-20,4 %	-20,8 %	-23,7 %	-16,4 %	-18,9 %	4 824,00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), 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 brevs 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.