

## Myndighetene gjør hva de kan

Oslo, 8. juni 2020

### En refleksjon

*“To the extent that some self-imposed limits might hamper action that the ECB is required to take in order to fulfil its mandate, the Governing Council will consider revising them to the extent necessary ...”*

Den europeiske sentralbanken i pressemelding, 18. mars 2020

### Makro

Den siste tids aksjekursoppgang bekrefter at det ikke kun er økonomisk vekst som styrer markedene på tross av at selskapene er en del av økonomien.

I koronakrisen har globalt BNP falt sterkere enn på mange tiår. Samtidig har nasjonale myndigheter verden over kommet med finans- og pengepolitiske tiltak i en skala som ikke har vært sett før. I motsetning til ved finanskrisen, hvor pengepolitiske virkemidler var alene, tok nasjonale parlamenter raskt ansvar i koronarisen med en ny dimensjon av finanspolitiske grep. Responsen har vært bred og global, og det finnes knapt noen av de 193 landene på listen til Det internasjonale pengefondet som ikke nå har iverksatt ekspansiv finanspolitikk.

Kongressen i USA vedtok programmer for om lag 3.000 milliarder USD. Det tilsvarer grovt regnet tre oljefond eller om lag 15 % av amerikansk BNP. Store poster i disse programmene var lån og garantier for å unngå konkurser både i store og små selskaper. Andre poster gikk til sykehus og arbeidsledige.

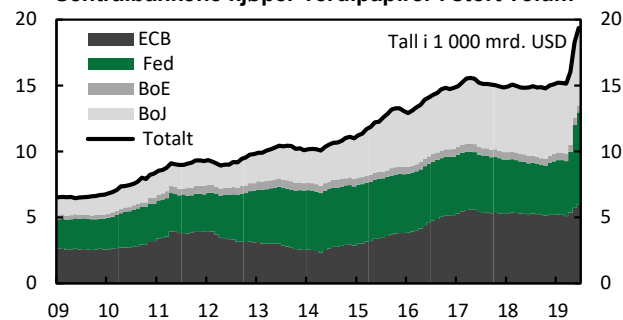
Forbundsdagen og parlamentene i forbundslandene i Tyskland har vedtatt ekspansive budsjettendringer for om lag 300 milliarder EUR. Det tilsvarer grovt regnet 10 % av landets BNP. I tillegg er det nyetablerte stabiliseringsfondet økt til 750 milliarder EUR, som gir garantier til små og store bedrifter. 3. juni kom nye initiativ til stimulansepakker for familier, små bedrifter og lokale myndigheter for over 100 milliarder EUR.

Japanske myndigheter vedtok først en nødpakke for økonomien med rammer over 100.000 milliarder JPY, over 20 % av BNP, med all hovedvekt på å bevare sysselsetting og bedrifter. 27. mai ble det også her tatt nytt initiativ til ytterligere stimulanter.

I tillegg til disse massive finanspolitiske tiltakene, har også pengepolitikken blitt mer ekspansiv enn under finanskrisen. Som framgår av figuren, øker sentralbankbalansene dramatisk på grunn av kjøp av nye verdipapirer. Den amerikanske sentralbanken (Fed) og den europeiske sentralbanken (ECB) kjøper nå

samlet verdipapirer til en verdi av et oljefond i måneden.

Sentralbankene kjøper verdipapirer i stort volum



Kilde: Bloomberg

Fed rapporterer også 11 andre program for å støtte økonomisk vekst og sysselsetting. Blant annet er et program for god dollarlikviditet i valutamarkedet etablert med 13 sentralbanker, deriblant Norges Bank. Mange andre program har fokus på å sikre likviditet for ulike typer verdipapirer med det som hensikt å sørge for at amerikanske bedrifter og husholdninger har god tilgang på kreditt. Disse ekstraordinære tiltakene må godkjennes av US Treasury.

Til slutt har også myndighetene i mange land gradvis åpnet samfunnene igjen og redusert smittevern-tiltakene. Økonomisk utvikling, som ifølge OECD var negativ i første kvartal for alle G7-landene, viser tegn til å reagere positivt på gjenåpningen. Arbeidsledigheten er fortsatt høy, men ikke like høy som i april.

Markedsutviklingen har vært svært sterk i april og mai, selv om de finans- og pengepolitiske tiltakene ikke kan forventes å oppveie for tapt overskudd de siste månedene eller fjerne usikkerheten knyttet til nye smittebølger eller den fulle effekten av tapte inntekter.

Villigheten til handling er uansett positiv, og den hurtige responsen gjennom historiske sterke tiltak, viser at myndighetene er handlingskraftige. Nettopp denne

kontante krisehåndteringen faller i god jord hos investorene. Tilgjengeligheten av verdipapirer påvirker også når verdipapirkjøpene til de store sentralbankene legger beslag på stadig større andel av utestående statsgjeld.

Tiltak hos ECB er blitt så ekspansive at den tyske grunnlovsdomstolen stilte spørsmålstegen ved det

legale grunnlag for å stadig presse grensene for ultraekspansiv pengepolitikk. Forbundsdagen har valgt å forholde seg relativt stille i saken, og ECB holder fast ved sin innstilling som gjengitt i refleksjonen over. Markedet setter åpenbart pris på et kraftfullt ECB som står fast ved sin aktive tilnærming for å håndtere den inneværende krisen.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 29. mai var 0,6 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var -8,0 %. Det var resultatet etter først et fall til en bunn 23. mars, fulgt av en ny delvis innhenting.

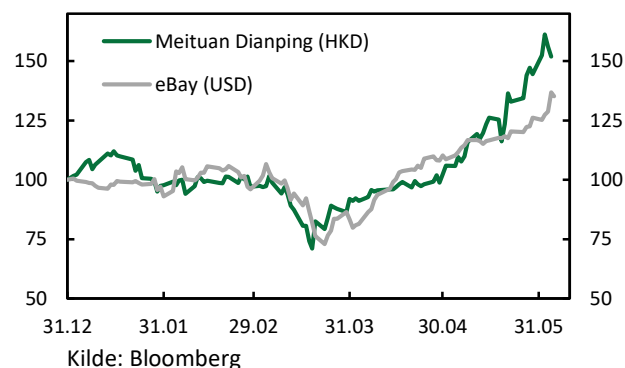
I disse urolige tidene finnes det kvalitetselskaper med stødig avkastning som vist i figuren til høyre. To av dem er den amerikanske internettbaserte auksjonsplattformen eBay og den kinesiske nettbutikken Meituan Dianping, som begge har en naturlig gevinst i tider hvor konsumenter beveger seg mindre ut av huset. Disse er nevnt som eksempler, ikke som kjøpsanbefaling.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 13,8 % hittil i år, per 29. mai.

Løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,3 % per 29. mai, mot 1,4 % ved årsskiftet. NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, har gitt 4,4 % avkastning hittil i år per 29. mai. Indeksens løpende avkastning var 1,1 % per 29. mai, mot 2,3 % ved årsskiftet. Indeksens NBP norske høyrenteobligasjoner har gitt -10,7 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning var 10,2 % per 29. mai, mot 6,9 % ved inngangen til året.

Hittil i år, per 29. mai har gullprisen steget med 14,0 %. Industrimetallene kobber og aluminium har falt med henholdsvis 13,0 % og 14,3 %. Råvareprisene er målt i USD.

Avkastning selskaper for internetthandel



Oljeprisen (Brent) har falt kraftig og var per 29. mai USD 35,3, som er 46,5 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Valutamarkedet har vært preget av svært høy volatilitet. Hittil i år, per 29. mai hadde USD, EUR, GBP og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 10,7 %, 9,6 %, 3,1 % og 9,9 %.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

Når likviditeten styrkes, faller investors krav til likviditetspremie, og markedet har fått et ekstra løft av utsiktene til sterk sentralbanklikviditet. Forventet inntjening faller generelt og aksjeprisene målt mot forventningene er heller dyrere nå enn før koronakrisen.

Sentimentet er tungen på vektskålen i denne situasjonen. Sentimentet har snudd til kraftig positivt på grunn av de forannevnte finans- og pengepolitiske tiltakene, samt delvis gjenåpning av samfunnet verden over. Sentimentet er imidlertid også sensitivt overfor en forverring av koronakrisen.

## Konklusjon

Positiv sentralbank- og markedslivlikviditet, høyere verdsetting og sensitivitet i forhold til sentiment gjør at vi i sum setter en om lag nøytral aksjevekt.

Det norske kredittmarkedet med høy kredittverdighet og høyrentemarkedet virker relativt lavt priset, og vi har derfor en viss overvekt i disse aktivaklassene.

### Relevante markedsindikatorer per 29. mai 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	0.1 %	0.5 %	0.6 %	1.4 %	2.5 %	3.8 %	0.05 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.4 %	2.6 %	4.0 %	4.4 %	6.0 %	8.5 %	0.21 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.6 %	3.9 %	6.1 %	6.5 %	9.1 %	12.8 %	0.31 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.8 %	2.6 %	4.4 %	5.2 %	8.8 %	14.0 %	1.12 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	4.3 %	-11.3 %	-10.7 %	-9.3 %	0.4 %	6.7 %	10.23 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.4 %	-0.2 %	2.7 %	6.0 %	11.4 %	18.8 %	1.30 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.3 %	0.0 %	3.2 %	6.4 %	11.7 %	18.6 %	1.01 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	4.7 %	-7.2 %	-8.4 %	-3.5 %	0.2 %	15.2 %	7.42 %
Oslo Børs Fondsindeks	3.4 %	-3.6 %	-13.8 %	-4.7 %	13.8 %	26.8 %	796.42
Oslo Børs Hovedindeks	2.8 %	-4.0 %	-14.5 %	-6.5 %	12.2 %	23.4 %	796.77
Oslo Børs Small Cap Index	7.6 %	-7.4 %	-25.4 %	-15.8 %	-16.3 %	-20.4 %	525.74
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	4.5 %	-6.7 %	-7.7 %	1.5 %	37.3 %	64.9 %	2 020.97
Oslo Børs Eiendomsindeks	5.8 %	-13.3 %	-11.7 %	7.0 %	25.2 %	52.6 %	--
VINX Benchmark Cap	3.0 %	6.9 %	6.3 %	24.0 %	27.4 %	53.9 %	484.59
MSCI All Countries (AC) World Local	4.2 %	0.2 %	-8.0 %	6.0 %	18.1 %	32.1 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-1.0 %	3.3 %	0.6 %	17.0 %	34.0 %	61.8 %	--
MSCI Developed World	-0.6 %	4.3 %	1.6 %	18.5 %	36.8 %	66.1 %	--
MSCI Emerging World	-4.4 %	-3.8 %	-7.0 %	6.1 %	14.6 %	30.7 %	--
MSCI Frontier World	0.3 %	-8.9 %	-8.3 %	-0.8 %	8.0 %	22.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-0.8 %	-2.0 %	-7.2 %	6.1 %	9.4 %	25.2 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-0.7 %	-4.0 %	-12.1 %	-3.2 %	12.2 %	22.4 %	--
MSCI Developed North America	-0.4 %	6.6 %	5.0 %	24.1 %	50.5 %	89.8 %	--
MSCI Emerging Latin America	1.0 %	-23.3 %	-31.9 %	-24.4 %	-12.0 %	1.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-5.5 %	-2.7 %	-3.9 %	8.7 %	19.4 %	37.1 %	--
MSCI Japan	0.5 %	7.2 %	2.8 %	18.7 %	27.1 %	45.7 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0.3 %	8.4 %	6.4 %	24.5 %	43.2 %	75.3 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-3.3 %	5.7 %	3.0 %	14.4 %	20.7 %	53.3 %	--
MSCI AC Energy	-3.4 %	-12.8 %	-26.8 %	-21.8 %	-14.3 %	-14.2 %	--
MSCI AC Financials	-3.9 %	-12.7 %	-18.0 %	-6.2 %	3.4 %	22.1 %	--
MSCI AC Health Care	-1.3 %	15.7 %	14.0 %	36.6 %	57.6 %	72.0 %	--
MSCI AC Industrials	0.5 %	-2.6 %	-6.4 %	7.0 %	17.5 %	49.3 %	--
MSCI AC Information Technology	1.3 %	12.9 %	15.5 %	47.7 %	93.6 %	179.0 %	--
MSCI AC Materials	0.4 %	6.7 %	-2.7 %	11.7 %	21.8 %	41.5 %	--
MSCI AC Real Estate	-4.7 %	-7.8 %	-8.1 %	-0.2 %	17.9 %	37.3 %	--
MSCI AC Communication Services	-0.7 %	7.3 %	8.3 %	23.1 %	28.8 %	43.1 %	--
MSCI AC Utilities	-1.4 %	-1.8 %	1.5 %	14.0 %	30.5 %	59.0 %	--
USDNOK	-5.2 %	3.4 %	10.7 %	11.0 %	15.2 %	25.1 %	9.72
EURNOK	-3.9 %	4.1 %	9.6 %	10.2 %	13.7 %	26.3 %	10.79
GBPNOK	-7.0 %	-0.4 %	3.1 %	8.5 %	10.4 %	1.1 %	12.00
SEKNOK	-1.9 %	5.4 %	9.9 %	11.8 %	6.1 %	12.8 %	1.03
Bloomberg Commodity	4.3 %	-10.4 %	-21.2 %	-17.1 %	-19.3 %	-33.3 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.0 %	-10.2 %	-17.9 %	-17.5 %	-29.4 %	-34.4 %	--
Brent Crude (ICE)	39.8 %	-30.1 %	-46.5 %	-45.2 %	-29.8 %	-46.1 %	35.33
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	15.9 %	-4.3 %	-12.8 %	6.7 %	-9.3 %	69.4 %	65.46
Gull spot	2.6 %	9.1 %	14.0 %	32.5 %	36.4 %	45.3 %	1 730.27
Aluminium spot	4.6 %	-9.0 %	-14.3 %	-13.9 %	-20.7 %	-10.2 %	1 526.25
Kobber spot	3.7 %	-4.7 %	-13.0 %	-7.8 %	-5.4 %	-10.9 %	5 352.25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, 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 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.