

## En gradvis makroøkonomisk innhenting er underveis

Oslo, 6. oktober 2020

### En refleksjon

*“Monetary policy can only be credible if we ensure that our goals are truly understood and shared by the people we serve. As an independent central bank, we are and will remain accountable to them.”*

*Christine Lagarde, president i Den europeiske sentralbanken, i sin [tale](#) 30. september 2020*

### Makro

OECD publiserte en ekstra utgave av OECD Economic Outlook i september. Denne rapporten konkluderer med at global økonomisk vekst er på vei opp etter koronakrisen i vår. OECD tror fremdeles på god vekst i 2021. Innhentingen vil likevel ta tid, og den globale økonomien forventes ikke å nå 2019-nivået før i 2022.

I Kina ble økonomisk vekst svekket i koronakrisen, men den nasjonale økonomien var allerede i juni tilbake til 2019-nivået, hovedsakelig drevet av investeringer i infrastruktur. For andre land med oppdatert statistikk, hadde økonomisk aktivitet ved utgangen av juli i snitt hentet inn halvparten av fallet i koronakrisen. I mange land var svekkelsen drevet av fall i husholdningenes forbruk. Fornyhet vekst har i disse landene i sterk grad kommet av økt etterspørsel etter varer, mens deler av tjenesteproduksjonen fortsatt preges av smitteverntiltak.

PMI-indeksen for samlet global industri- og tjenesteproduksjon med oppdatering fra 5. oktober viser fortsatt ekspansjon for september, tredje måned på rad etter det store sjokket ved nedstengningene i vår. Grafen til høyre viser denne indeksen, der verdier over 50 indikerer vekst. Det er fremdeles et godt stykke igjen til produksjonen er på samme nivå som forut for koronakrisen, men tallmaterialet underbygger poenget om en pågående innhenting.

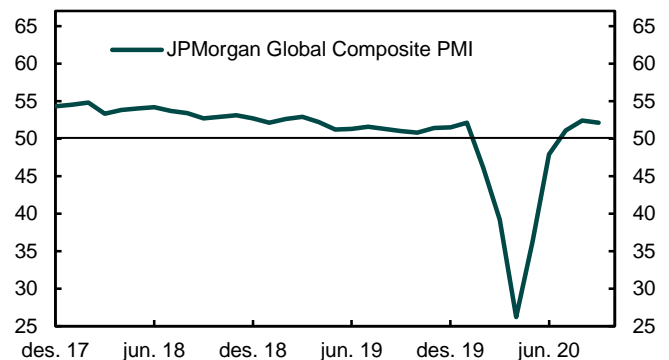
Chen Zhao i Alpine Macro tar opp tre risikomomenter for videre vekst i sin rapport Global Strategy fra 28. september:

- 1) Verden får en ny smittebølge, ledet an av Europa. Denne bølgen var for så vidt alt i gang i september og stod for mye av forklaringen bak fallende inflasjonsforventninger og finansmarkeder. Zhao mener likevel at en ny bølge ikke er den største risikoen for markedene.
- 2) Konsekvensene for økonomien ved de to mulige utfallene av presidentvalget i USA kan vanskelig kvantifiseres, men det eksisterer en klar oppfatning om at en større disputt rundt valgresultatet i seg selv er negativt for tilliten til det amerikanske styresettet.
- 3) Zhao mener den største nåværende risikoen er at den politiske behandlingen av en ny tiltakspakke i USA går i vranglås. Demokratene ønsker en mye større pakke enn republikanerne er villige til å tilby. I lys av presidentvalget

er verken Representantenes hus eller Det hvite hus særlig villig til å inngå kompromisser. Zhaos bekymring er i tråd med OECD sine formaninger til myndigheter generelt om å opprettholde finanspolitiske tiltak.

Det finnes også oppsidedmuligheter. Christine Lagarde, leder av Den europeiske sentralbanken (ECB), oppsummerte i sin tale 30. september den pågående revurderingen av pengepolitisk strategi i ECB. Kjernen er en revurdering av inflasjonsmålet, som i dag er under, men nær 2 %. Dersom ECB adopterer en strategi som ligner den amerikanske sentralbankens strategi om gjennomsnittlig inflasjonsmål, vil det også i eurosone bli større fleksibilitet til å holde rentene nede selv når inflasjonen eventuelt skulle stige igjen.

#### Bedriftene rapporterer vekst i tredje kvartal



Kilde: Bloomberg

På tross av usikkerhet, er den globale økonomien på sporet av fornyet vekst på litt lengre sikt. Verdens Helseorganisasjon (WHO) jobber med vaksineprogrammer og har staket ut veien for å håndtere roten til problemene. Ifølge WHO kan vaksinedistribusjon likevel ikke ventes å få stor utbredelse før mot slutten av 2021, og det gir tid til at finansmarkedene kan møte flere snublesteiner på vei til en mer normal veksttakt.

Det store spørsmålet blir hvordan koronakrisen påvirker de langsiktige trendene i retning av større proteksjonisme, som var i gang før pandemien oppstod. Det vil være avgjørende for hvor den sterke den nye normale vekstraten blir.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 30. september var 7,7 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var 1,2 %. Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin teknologiindeks best avkastning med 34,4 %, fulgt av forbruksvarer med 26,9 %, kommunikasjon med 14,4 % og helsevern med 13,6 % avkastning.

Blant stilene markerer MSCI sin vekstindeks seg ut med 25,5 % mot verdiindeksen med -9,2 % avkastning hittil i år per 30. september. Dog var september en god måned for verdiaksjer.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 6,4 % hittil i år, per 30. september.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,4 % per 30. september, mot 1,4 % ved årsskiftet, men høyere enn bunnivået under 0,1 % i mai. Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,0 % per 30. september, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for indeksen NBP norske høyrente-

obligasjoner var 8,1 % per 30. september, fremdeles høyere enn 6,9 % ved inngangen til året.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 0,9 % i USD per 30. september, mot 1,4 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 5,9 % i USD per 30. september, mot 5,6 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 30. september, har gullprisen steget med 24,3 %. Kobberprisen har steget 8,4 % hittil i år med en god stigning i august. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) var per 30. september USD 40,9, som er 38,0 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Hittil i år, per 30. september, hadde USD og EUR styrket seg mot NOK med henholdsvis 6,3 % og 11,2 %. GBP og SEK hadde per samme tidspunkt styrket seg mot NOK med henholdsvis 3,6 % og 11,1 %.

Alle disse valutaene styrket seg mot NOK i september og gav en stor forskjell i månedens avkastning mellom MSCI AC World i norske kroner på 3,4 % og MSCI AC World i lokal valuta på -2,7 %.

## Likviditet, verdi og sentiment

Konsensusforventninger til inntjening i det globale aksjemarkedet for 2020 har fulgt forventningene til innhenting i den globale økonomien som diskutert på foregående side. Disse konsensusforventningene er et mål på sentimentet blant analytikerne.

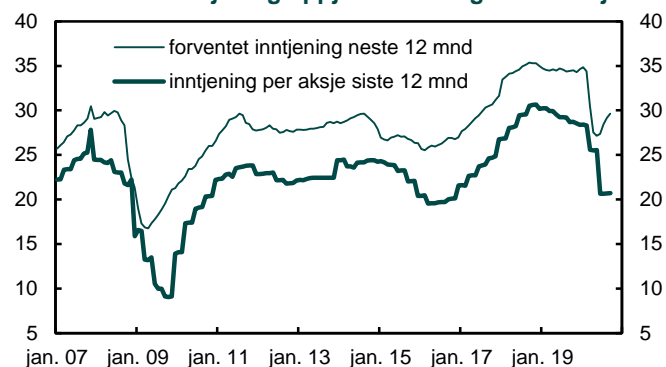
Grafen til høyre viser to markante skift i sentimentet i konsensusforventningene til global inntjening de siste 15 årene. Dette kan leses av forholdet mellom den tynne og den tykke grafen. Den tykke grafen representerer indeksert inntjening per aksje siste 12 måneder for den globale aksjeindeksen MSCI AC World. Den tynne viser hvilken inntjening som på samme tidspunkt ble forventet for de påfølgende 12 månedene.

Det første skiftet kom etter at sjokket fra finanskrisen i 2008 hadde sunket inn, like over nyttår til 2009. Selv om realisert inntjening fortsatte å falle gjennom hele 2009, snudde blant annet ultraekspansiv sentralbankpolitikk forventningene i markedet og aksjeavkastningen ble kraftig positiv i 2009.

Det andre store skiftet kom i slutten av mai i år etter at kraftige finanspolitiske tiltakspakker var vedtatt og smittevernstiltakene

sakte, men sikkert ble løst opp. Inntjeningen har fortsatt å falle etter stemningsskiftet, men aksjeavkastningen har vært sterk. Det har gjort verdsettingen høy og sensitiv for hvorvidt de sterke forventningene blir realisert.

Forventet inntjening oppjusteres for globale aksjer



Kilde: Bloomberg

## Konklusjon

Positiv sentralbanklikviditet, justert for høyere verdsetting og sensitivitet i forhold til videre innhenting i global økonomi gjør at vi har en viss overvekt i aktivklasser med høyere risiko. Denne overvekten er i høyrenteobligasjoner.

I tillegg har det hjemlige kredittmarkedet med høy kredittverdighet fortsatt et potensiale, og vi har derfor en svak overvekt i denne aktivklassen. Undervekten er i pengemarked. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer.

### Relevante markedsindikatorer per 30. september 2020

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 %	0.0 %	0.6 %	1.0 %	2.4 %	3.6 %	-0.03 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.4 %	0.1 %	4.1 %	4.0 %	5.9 %	7.6 %	0.21 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.9 %	0.2 %	6.1 %	5.6 %	9.0 %	11.5 %	0.36 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.4 %	0.7 %	5.4 %	5.3 %	9.2 %	14.7 %	1.00 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.5 %	3.7 %	-3.1 %	-1.9 %	7.0 %	23.3 %	8.09 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.3 %	0.8 %	4.0 %	3.6 %	12.5 %	20.3 %	1.14 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.4 %	0.7 %	4.4 %	3.7 %	12.8 %	19.6 %	0.90 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-1.6 %	3.1 %	-3.6 %	-0.9 %	3.5 %	27.6 %	5.94 %
Oslo Børs Fondsindeks	-0.1 %	8.3 %	-6.4 %	-0.7 %	13.4 %	51.3 %	864.89
Oslo Børs Hovedindeks	-0.4 %	7.7 %	-8.1 %	-3.4 %	9.3 %	47.1 %	856.09
Oslo Børs Small Cap Index	0.8 %	12.5 %	-12.9 %	-1.0 %	-5.2 %	6.4 %	613.38
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-2.6 %	3.1 %	-4.4 %	3.0 %	27.3 %	96.2 %	2 093.05
Oslo Børs Eiendomsindeks	1.5 %	1.8 %	-11.2 %	-0.7 %	24.8 %	72.1 %	--
VINX Benchmark Cap	7.2 %	11.6 %	20.5 %	29.8 %	42.3 %	76.8 %	549.06
MSCI All Countries (AC) World Local	-2.7 %	6.9 %	1.2 %	9.0 %	24.3 %	62.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.4 %	4.8 %	7.7 %	13.2 %	44.0 %	78.8 %	--
MSCI Developed World	3.1 %	4.6 %	8.1 %	13.2 %	46.5 %	80.2 %	--
MSCI Emerging World	5.1 %	6.2 %	5.0 %	13.3 %	25.9 %	68.3 %	--
MSCI Frontier World	7.6 %	5.0 %	-3.1 %	-0.3 %	11.3 %	31.7 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.3 %	1.3 %	-3.2 %	1.7 %	15.0 %	34.8 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3.3 %	-2.1 %	-14.1 %	-10.1 %	8.3 %	28.8 %	--
MSCI Developed North America	2.7 %	6.0 %	12.7 %	18.3 %	62.8 %	104.7 %	--
MSCI Emerging Latin America	1.3 %	-4.3 %	-32.1 %	-27.6 %	-19.7 %	21.2 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	4.4 %	6.1 %	9.2 %	16.4 %	33.3 %	77.5 %	--
MSCI Japan	7.9 %	3.6 %	5.5 %	9.6 %	31.6 %	57.3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	1.3 %	4.0 %	14.4 %	19.4 %	42.8 %	53.9 %	--
MSCI AC Consumer Staples	3.8 %	14.3 %	26.8 %	32.5 %	76.4 %	107.0 %	--
MSCI AC Energy	5.3 %	3.9 %	7.0 %	5.9 %	36.0 %	51.4 %	--
MSCI AC Financials	-6.1 %	-15.5 %	-38.8 %	-37.5 %	-29.4 %	-16.4 %	--
MSCI AC Health Care	1.1 %	-1.7 %	-17.6 %	-13.4 %	0.2 %	27.8 %	--
MSCI AC Industrials	5.1 %	1.4 %	13.6 %	24.7 %	58.3 %	74.8 %	--
MSCI AC Information Technology	6.0 %	7.7 %	2.2 %	5.9 %	28.3 %	69.5 %	--
MSCI AC Materials	2.9 %	9.2 %	34.4 %	48.4 %	121.6 %	230.8 %	--
MSCI AC Real Estate	5.6 %	8.3 %	8.5 %	14.5 %	30.3 %	87.0 %	--
MSCI AC Communication Services	3.8 %	-1.1 %	-8.2 %	-8.9 %	19.9 %	35.8 %	--
MSCI AC Utilities	5.9 %	0.8 %	0.1 %	-1.3 %	35.1 %	54.1 %	--
USDNOK	6.8 %	-3.1 %	6.3 %	2.5 %	17.2 %	9.5 %	9.33
EURNOK	4.9 %	1.2 %	11.2 %	10.4 %	16.3 %	15.0 %	10.94
GBPNOK	3.3 %	1.1 %	3.6 %	7.8 %	13.0 %	-6.4 %	12.06
SEKNOK	3.2 %	1.0 %	11.1 %	12.8 %	6.7 %	2.4 %	1.04
Bloomberg Commodity	-3.4 %	9.1 %	-12.1 %	-8.2 %	-12.0 %	-14.5 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	4.0 %	12.2 %	-7.7 %	-2.3 %	-17.0 %	-24.0 %	--
Brent Crude (ICE)	-9.6 %	-0.5 %	-38.0 %	-32.6 %	-28.8 %	-15.3 %	40.95
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	3.1 %	-14.0 %	-32.4 %	6.4 %	-8.2 %	25.7 %	50.77
Gull spot	-4.2 %	5.9 %	24.3 %	28.1 %	47.4 %	69.1 %	1 885.82
Aluminium spot	-2.0 %	7.9 %	-2.9 %	1.6 %	-16.9 %	10.4 %	1 729.00
Kobber spot	-0.4 %	11.1 %	8.4 %	17.1 %	3.7 %	28.8 %	6 668.00

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.