

## USAs neste valg: forbruk eller sparing?

Oslo, 9. november 2020

### En refleksjon

*“Our aim is to have 2 billion doses of vaccine available by the end of 2021.”*

*Dr. Tedros Adhanom Ghebreyesus, generalsekretær i WHO, i pressekonferanse om covid-19 den 21. september 2020*

### Makro

Selv om presidentvalget tilsynelatende er avgjort, har USA flere viktige valg foran seg. Sjokket av den første bølgen av koronasmitte ligger bak amerikanerne. Investorer følger nå nøye med på gjeninnhenting i økonomien som har startet etter krisen. Forbrukerne, bedriftene og myndighetene står overfor valget om hvorvidt de skal spare eller anvende inntektene til forbruk og nye investeringer. Demokratene har gått sterkest ut med forslag om nye stimuluspakker, og det avhenger nå av godt politisk håndverk fra Joe Bidens parti om Kongressen skal kunne stimulere ny vekst, spesielt dersom republikanerne beholder flertallet i Senatet.

Chen Zhao i Alpine Macro publiserte 2. november en artikkel om utviklingen i global økonomi etter koronakrisen. Han viser der hvordan det personlige forbruket langt på vei har kommet tilbake etter at nedstengningene i mange delstater ble avsluttet og økonomisk aktivitet har tatt seg opp. Derimot hevder han at krisesubsidiene til forbrukerne fra myndighetene ikke økte forbruket, men heller gått til sparing. Spareraten for amerikanere flest ble femdoblet under tiden med disse subsidiene og har deretter avtatt. Hadde subsidiene blitt brukt til personlig forbruk av mottakerne, ville forbruksveksten og økonomisk aktivitet tatt seg mye sterkere opp enn det har gjort.

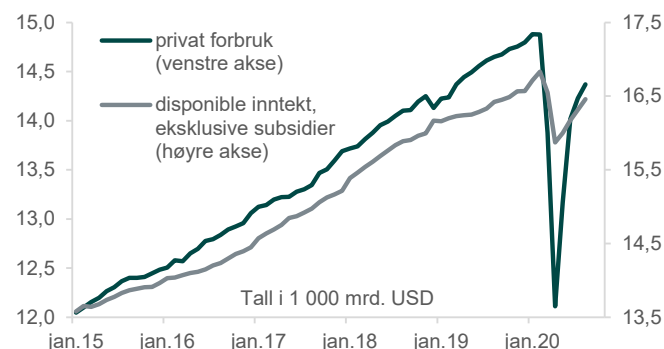
Løsningen er, ifølge Zhao, å velge andre finanspolitiske virkemidler, ved å bytte fra subsidier for lønsmottakerne til direkte offentlig forbruk. En direkte injeksjon i økonomien av denne art, som ikke er avhengig av forbrukernes framtidsoptimisme, kan bidra til å løfte økonomisk aktivitet.

Zhao viser med figuren til høyre, hvordan forbruket heller har økt i takt med underliggende inntekter, eksklusive subsidier. Forbruket falt først med 19 % mellom februar og april. Deretter har det steget med økte underliggende inntekter og er i dag 4 % under nivået fra før pandemien. Det positive å ta med seg fra denne figuren er derfor at denne underliggende inntektsstrømmen er stødig stigende, i takt med økonomisk gjeninnhenting.

En parallell løsning er offentlige investeringer, som er velprøvd i Kina. De har i utgangspunktet samme effekt som offentlig forbruk, og for begge tiltakene er det avgjørende hvorvidt de skaper innenlands produksjon eller import.

Valget av ny finanspolitisk tiltakspakke er ventet ferdig en gang mellom de nærmeste ukene og starten av 2021, ifølge de sentrale aktørene i Kongressen. Representantenes hus ledet av demokratene Nancy Pelosi og Senatet ledet av republikanernes Mitch McConnell kom med ulike signaler fredag 6. november. McConnell poengterte på sin side at siste rapport om lavere arbeidsledighet på 6,9 % tyder på at det ikke er behov for så sterke stimuli. Pelosi, derimot, viste til rekordhøye 120.000 nye koronasmittede i USA, på én dag. Det er et stort spenn i politisk vilje, mellom siste forslag fra republikanerne med en ny pakke på 500 milliarder dollar og demokratenes forslag på 2.200 milliarder dollar. I tillegg til den politiske viljen, vil den politiske kløkt Chen Zhao etterspør, være avgjørende for hvorvidt pakkene vil gi ønsket effekt.

### Privat forbruk øker med underliggende inntektsvekst



Kilde: Alpine Macro, U.S. Bureau of Economic Analysis

Ingen optimisme eller tiltakspakke vil bety mer enn en velfungerende løsning på det grunnleggende problemet i den aktuelle krisen: covid-19. Vi er ikke epidemiologer, som kan forutse videre smittebølger, men mener det for en langsiktig investor bør tas i betraktning at Verdens helseorganisasjon (WHO) selv har som arbeidsmål at det i løpet av kommende år er tilgjengelig 2 milliarder doser med sertifisert vaksine.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 30. oktober var 7,4 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var -1,3 %. Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin teknologiindeks best avkastning med 31,3 %, fulgt av forbruksvarer med 28,1 % og kommunikasjon med 19,2 %. Avkastningen i den globale energisektoren var derimot -41,0 % i samme periode.

Blant stilene markerer MSCI sin vekstindeks seg ut med 25,2 % mot verdiindeksen med -9,5 % avkastning hittil i år per 30. oktober.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 11,1 % hittil i år, per 30. september. Oslo Børs indeks for egenkapitalbevis har falt mer moderat med 6,3 % i samme periode.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,5 % per 30. oktober, 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 1,1 % per 30. oktober, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for indeksen NBP norske høyrente-obligasjoner

var 8,4 % per 30. oktober, fremdeles høyere enn 6,9 % ved inngangen til året.

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

Hittil i år, per 30. oktober, har gullprisen steget med 23,8 %. Kopperprisen har steget 9,1 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) var per 30. oktober USD 37,5, som er 43,0 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Hittil i år, per 30. oktober, hadde USD og EUR styrket seg mot NOK med henholdsvis 8,6 % og 12,9 %. GBP og SEK hadde per samme tidspunkt styrket seg mot NOK med henholdsvis 6,0 % og 14,3 %. Alle disse valutaene styrket seg mot NOK i oktober og gav en stor forskjell i månedens avkastning mellom MSCI AC World i NOK på -0,3 % og MSCI AC World i lokal valuta på -2,5 %.

## Likviditet, verdi og sentiment

Sentralbanklikviditet var kanskje den viktigste faktoren for aktivapriser etter finanskrisen i 2008, i mangel på sterk ekspansiv finanspolitikk i mange land. Etter koronakrisen i år, har økonomien og markedene fått tydelige tiltak fra begge hold, både penge- og finanspolitikk i Europa og USA.

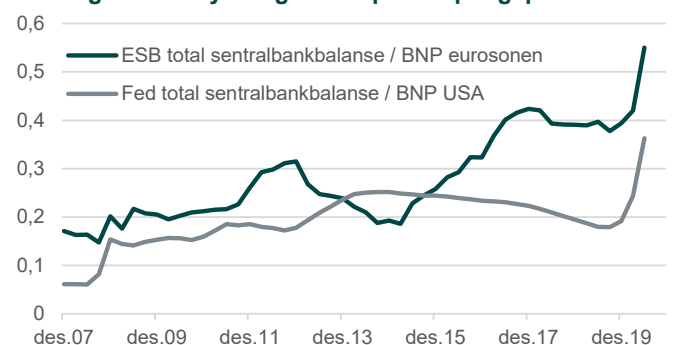
Den europeiske sentralbanken (ESB) skapte dog nye forventninger til pengepolitikken, da sentralbanksjef Christine Lagarde etter siste rentemøte 29. oktober rapporterte full enighet om recalibrering av tiltakene i desember. ESB gjennomgår nå en oppdatering av sine makroøkonomiske prediksjoner, og annonserte allerede nå at dette ville medføre konsekvenser for pengepolitikken i lys av økt smitte og svakere økonomiske utsikter i eurosonen.

Figuren til høyre viser at ESB sine ekstraordinære tiltak på sentralbankbalansen har vært minst like sterke som hos Federal Reserve (Fed), målt mot utviklingen i BNP. Fed var dog mindre offensiv i sin redegjørelse etter deres siste rentemøte 5. november, men fortsetter heller med sin allerede ekspansive pengepolitikk. Sentralbanksjef Jerome Powell

satte i pressekonferansen lit til at Kongressen ville finne fram til ytterligere finanspolitiske virkemidler.

Troen på etablerte tiltak har vært sterk målt i økte aktivapriser med tilhørende reduserte risikopremier. Videre utvikling vil være avhengig av en fortsatt balansert tilnærming med både pengepolitiske og finanspolitiske virkemidler.

### ESB signaliserer ytterligere ekspansiv pengepolitikk



Kilde: Industrifinans, 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 penge-marked. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer.

### Relevante markedsindikatorer per 30. oktober 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 %	0,9 %	2,4 %	3,5 %	0,08 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0,1 %	-0,2 %	3,9 %	3,7 %	5,7 %	7,8 %	0,27 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0,3 %	-0,5 %	5,7 %	5,2 %	8,6 %	11,7 %	0,45 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,1 %	0,2 %	5,3 %	5,3 %	8,8 %	14,1 %	1,08 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,2 %	2,6 %	-2,9 %	-2,3 %	6,5 %	23,5 %	8,44 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0,0 %	-0,3 %	4,1 %	3,8 %	12,1 %	19,7 %	1,15 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0,0 %	-0,3 %	4,4 %	4,0 %	12,4 %	19,1 %	0,91 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0,2 %	-0,1 %	-3,4 %	-1,0 %	3,1 %	23,9 %	5,96 %
Oslo Børs Fondsindeks	-5,1 %	-1,1 %	-11,1 %	-7,3 %	4,4 %	35,3 %	821,08
Oslo Børs Hovedindeks	-5,2 %	-1,7 %	-12,8 %	-9,6 %	0,6 %	32,0 %	811,85
Oslo Børs Small Cap Index	-4,6 %	2,5 %	-17,0 %	-5,9 %	-8,3 %	1,2 %	584,95
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-2,0 %	0,6 %	-6,3 %	-1,3 %	21,0 %	99,1 %	2 052,18
Oslo Børs Eiendomsindeks	-3,7 %	-4,5 %	-14,5 %	-4,0 %	19,1 %	61,3 %	--
VINX Benchmark Cap	-2,8 %	4,9 %	17,1 %	19,8 %	34,6 %	64,8 %	533,54
MSCI All Countries (AC) World Local	-2,5 %	0,3 %	-1,3 %	4,2 %	18,0 %	47,6 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-0,3 %	5,0 %	7,4 %	8,8 %	37,1 %	65,9 %	--
MSCI Developed World	-0,9 %	4,6 %	7,0 %	8,2 %	38,8 %	66,0 %	--
MSCI Emerging World	4,3 %	7,5 %	9,5 %	12,3 %	23,6 %	64,4 %	--
MSCI Frontier World	3,3 %	15,4 %	0,1 %	1,1 %	10,7 %	31,7 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-3,6 %	-0,5 %	-6,6 %	-5,9 %	7,6 %	21,7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-4,0 %	-2,5 %	-17,6 %	-16,7 %	1,4 %	19,2 %	--
MSCI Developed North America	-0,5 %	5,3 %	12,1 %	14,2 %	54,5 %	89,1 %	--
MSCI Emerging Latin America	1,0 %	-7,8 %	-31,4 %	-30,7 %	-18,0 %	15,8 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	4,7 %	8,8 %	14,3 %	16,0 %	30,6 %	73,3 %	--
MSCI Japan	0,6 %	12,0 %	6,1 %	4,1 %	23,2 %	44,2 %	--
MSCI AC Communication Services	4,2 %	8,1 %	19,2 %	20,4 %	48,9 %	50,3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	1,0 %	12,9 %	28,1 %	28,8 %	70,2 %	92,9 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-1,6 %	2,2 %	5,3 %	3,3 %	30,5 %	40,9 %	--
MSCI AC Energy	-3,7 %	-12,2 %	-41,0 %	-40,3 %	-34,4 %	-27,2 %	--
MSCI AC Financials	1,5 %	2,8 %	-16,4 %	-15,3 %	-2,4 %	22,3 %	--
MSCI AC Health Care	-2,6 %	0,3 %	10,7 %	14,3 %	52,0 %	61,1 %	--
MSCI AC Industrials	-0,4 %	9,7 %	1,8 %	1,3 %	22,3 %	55,9 %	--
MSCI AC Information Technology	-2,3 %	5,4 %	31,3 %	37,8 %	97,0 %	194,1 %	--
MSCI AC Materials	0,0 %	6,1 %	8,5 %	10,9 %	23,2 %	70,1 %	--
MSCI AC Real Estate	-1,0 %	0,5 %	-9,1 %	-12,6 %	14,9 %	26,7 %	--
MSCI AC Utilities	3,9 %	3,8 %	4,0 %	1,1 %	33,3 %	54,9 %	--
USDNOK	2,2 %	4,8 %	8,6 %	3,7 %	16,7 %	12,3 %	9,53
EURNOK	1,6 %	3,7 %	12,9 %	8,3 %	16,8 %	19,0 %	11,11
GBPNOK	2,3 %	3,7 %	6,0 %	3,8 %	13,8 %	-5,7 %	12,35
SEKNOK	2,9 %	3,4 %	14,3 %	12,5 %	9,9 %	7,8 %	1,07
Bloomberg Commodity	1,4 %	4,6 %	-10,8 %	-8,7 %	-12,6 %	-12,9 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	3,2 %	12,4 %	-4,8 %	-0,7 %	-15,2 %	-22,8 %	--
Brent Crude (ICE)	-8,5 %	-13,5 %	-43,2 %	-37,8 %	-39,0 %	-24,4 %	37,46
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-5,4 %	-8,0 %	-36,0 %	-10,8 %	-9,6 %	17,0 %	48,04
Gull spot	-0,4 %	-4,9 %	23,8 %	24,2 %	47,8 %	64,5 %	1 878,81
Aluminium spot	6,8 %	10,3 %	3,7 %	5,3 %	-13,8 %	27,6 %	1 847,00
Kobber spot	0,6 %	4,4 %	9,1 %	16,3 %	-1,6 %	30,8 %	6 707,50

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.