

Aktiv finanspolitikk viktig for videre økonomisk vekst

Oslo, 7. desember 2020

En refleksjon

“Fiscal policy support needs to be pursued as long as containment measures limit economic activity, and also subsequently to help restore sustainable economic growth.”

OECD Economic Outlook, desember 2020

Makro

November var en måned med mange positive overraskelser. Rapporter om global økonomisk utvikling var i snitt bedre enn forventet. PMI, som måler aktiviteten blant bedrifter, steg både for USA og Kina. OECD forventer normalisert økonomisk vekst for Kina i henhold til siste rapport. Disse forventningene kobles igjen til lyset i enden av tunnelen for koronakrisen: en vaksine.

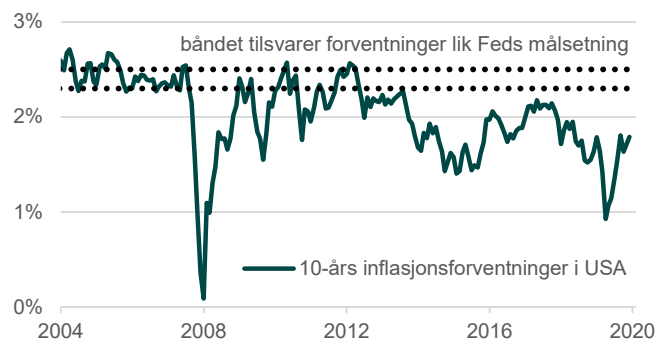
Det er imidlertid bekymring for økt inflasjon på grunn av innhentingen i økonomisk vekst, når økonomiene åpner opp etter at smitteverntiltakene reduseres. Dette kan igjen påvirke rentenivå og verdsetting. BCA Research tar opp temaet i sin rapport BCA Outlook 2021 og sier seg enig i at økt inflasjon kan påvirke aktivprisene. Rapporten argumenterer likevel for at effekten av styrket inflasjon vil være midlertidig og mest knyttet til at mildere smitteverntiltak gir økt etterspørsel av tjenester som ikke har vært tilgjengelig under koronakrisen. Arbeidsledigheten forventes også å ligge høyere enn før krisen og legge en generell demper på inflasjonen.

Rapporten viser også til langsiktige forventninger til inflasjon, som estimert fra inflasjonsjusterte statsobligasjoner i USA. Selv om disse forventningene har steget fra 0,6 % i bunnen av koronakrisen til 1,8 % ved utgangen av november, er det likevel mye å gå på. Figuren til høyre viser disse inflasjonsforventningene, som i mange år har vært lavere enn det nivået som reflekterer troen på at Federal Reserve (Fed) vil oppnå sitt inflasjonsmål. Dette båndet ligger noe høyere enn 2 %, da måltallet for inflasjon i forventningene og i inflasjonsmålet ikke er identiske. BCA peker også på at det er mindre sammenheng mellom økt inflasjon og rentenivået, etter at Fed gikk over til et gjennomsnittsmål over tid. Det gir den amerikanske sentralbanken muligheter til å la inflasjonen stige over målsetningen på 2 % for en lengre periode. I tillegg er Fed nå mer opptatt av å unngå feil som kan gi deflasjon enn å få for mye inflasjon.

Finanspolitikken utgjør den mest avgjørende faktoren for markedet utover vinteren, selv om mange har festet sitt håp til koronavaksinen og pengepolitikken. Vaksinen tar tid, men innen utløpet av 2021 er det stort håp om tilstrekkelig distribusjon. Pengepolitikken i modne markeder har nesten frosset fast på ultraekspansivt nivå. Tilstrekkelig ekspansiv finanspolitikk er det dog knyttet usikkerhet til.

Betydningen av tålmodighet i finanspolitikken framheves av OECDs Economic Outlook, som sitert i refleksjonen. Etter finanskrisen reduserte spesielt eurosonen de finanspolitiske stimuliene til økonomien for raskt. På tross av til dels negative lange realrenter og ekspansiv pengepolitikk, fikk dette den generelle markedsoppgangen til å bli mer usikker.

Inflasjonen har mye å gå på, selv etter innhentingen



Kilde: BCA Research og Bloomberg

Etter koronakrisen og presidentvalget i USA er det viktig at amerikanske myndigheter unngår politisk vranglås og gjentar eurosonens feil fra finanskrisen. Kongressen bør nå finne veien videre for ekspansiv finanspolitikk. Det amerikanske finansdepartementet skriver i sin [pressemelding fra 16. oktober](#) at begge de store ekstra arbeidsledighetsstønadene utløper ved nyttår. Pandemic Unemployment Assistance og Pandemic Emergency Unemployment Compensation har vært et ekstra sikkerhetsnett for amerikanske lønnstagere. Arbeidsledigheten har vært skarpt fallende etter toppen i vår, men er fremdeles 6,9 %, og amerikanske konsumenter trenger nye eller forlengede tiltak for å få bekreftet økonomisk trygghet.

Kinas ekspansive finanspolitikk blir på den annen side positivt bekreftet av OECD i [Economic Outlook](#), fra 1. desember 2020. Ifølge OECD vil landet fortsatt støtte den økonomiske innhentingen med en rekke skatteuttak og forlengelser av sosiale støtteordninger, som vil stimulere til ytterligere innhenting i privat konsum.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 30. november var 12,7 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var 10,0 %.

Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin teknologiindeks best avkastning med 38,1 %, fulgt av forbruksvarer med 32,6 %.

Avkastningen i energisektoren var derimot -30,6 % i samme periode. Blant regionene, gav MSCI sin indeks for Nord-Amerika 16,9 % og Europas utviklede markeder 2,1 % i samme periode.

Blant stiliindeksene markerer MSCI sin vekstindeks seg ut med 28,9 % mot verdiindeksen med -3,0 % avkastning i samme periode.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, hadde steget med 2,3 % hittil i år, per 30. november.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,6 % per 30. november, 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. november, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for indeksen

NBP norske høyrente-obligasjoner var 7,7 % per 30. november, fremdeles høyere enn 6,9 % ved inngangen til året. Vår overvekt i høyrente bidro til god avkastning i november, selv om den ikke har bidratt positivt hittil i år.

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

Hittil i år, per 30. november, har gullprisen steget med 17,1 %. Kobberprisen har steget 23,1 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) var per 30. november USD 47,6, som er 27,9 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Hittil i år, per 30. november, hadde USD og EUR styrket seg mot NOK med henholdsvis 1,4 % og 7,9 %. GBP og SEK hadde per samme tidspunkt styrket seg mot NOK med henholdsvis 1,9 % og 10,3 %. Alle disse valutaene svekket seg mot NOK i november og gav en stor forskjell i månedens avkastning mellom MSCI AC World i NOK på 4,9 % og MSCI AC World i lokal valuta på 11,4 %.

Likviditet, verdi og sentiment

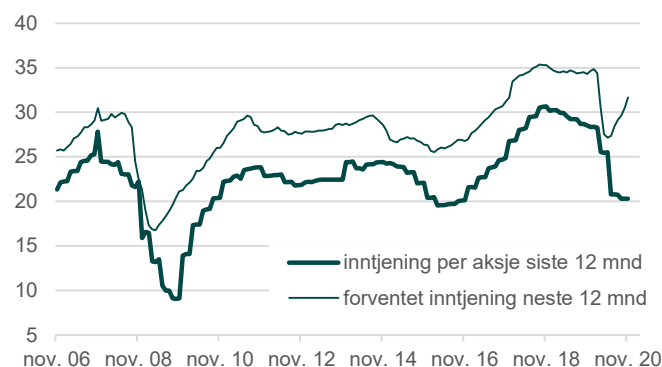
Konsensusforventningene til neste 12 måneders inntjening i verdensindeksen for aksjer har steget kraftig. Selv om realisert inntjening ennå er lav, har det globale aksjemarkedet hatt en sterk vekst etter koronakrisen. Figuren til høyre viser for hver måned de foregående 12 måneders inntjening og forventning til de kommende 12 måneders inntjening. Nå ligger forventningene langt over. Disse forventningene er til en stor grad priset inn i aksjekursene. Videre hjelp fra finanspolitikken er viktige for inntjeningsforventningene.

Sentralbanklikviditeten er fortsatt sterk. Nylige utgitte referater fra den amerikanske sentralbanken bekrefter at videre ekspansiv pengepolitikk står støtt. Den europeiske sentralbanken forventes å fortsette sin ekspansive pengepolitikk i sitt møte 10. desember.

Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Sterk sentralbanklikviditet bidrar fortsatt positivt i finansmarkedene. Høyere verdsetting og uavklarte nye finanspolitiske tiltakspakker er et risikomoment.

Inntjeningsforventningene har løftet aksjemarkedet



Kilde: Industrifinans og Bloomberg

Totalt sett konkluderer vi med en viss overvekt i aktivklasser med høyere risiko. Denne overvekten er i Høyrenteobligasjoner. Undervekten i aktivklasser med lavere risiko er i utgangspunktet i aktivklassen Pengemarked.

Relevante markedsindikatorer per 30. november 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 %	0.8 %	2.3 %	3.4 %	0.09 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.2 %	0.0 %	3.7 %	3.4 %	5.2 %	7.1 %	0.36 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.6 %	-0.1 %	5.1 %	4.5 %	7.4 %	10.2 %	0.57 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.0 %	0.3 %	5.3 %	5.3 %	8.5 %	14.1 %	1.10 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1.9 %	2.7 %	-1.0 %	-0.8 %	8.7 %	25.8 %	7.69 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.7 %	1.0 %	4.8 %	4.7 %	12.8 %	20.5 %	1.07 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.5 %	0.9 %	4.9 %	4.7 %	12.9 %	19.7 %	0.86 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	4.2 %	2.7 %	0.6 %	2.8 %	7.9 %	30.5 %	4.91 %
Oslo Børs Fondsindeks	15.1 %	9.2 %	2.3 %	5.6 %	22.4 %	51.7 %	945.04
Oslo Børs Hovedindeks	14.6 %	8.3 %	-0.1 %	3.1 %	16.8 %	48.0 %	930.39
Oslo Børs Small Cap Index	16.5 %	12.0 %	-3.2 %	5.1 %	9.5 %	13.4 %	681.62
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	11.6 %	6.6 %	4.6 %	9.5 %	38.7 %	128.7 %	2 290.79
Oslo Børs Eiendomsindeks	27.5 %	24.6 %	9.1 %	15.5 %	51.1 %	109.6 %	--
VINX Benchmark Cap	5.6 %	9.9 %	23.6 %	24.1 %	43.4 %	68.0 %	563.17
MSCI All Countries (AC) World Local	11.4 %	5.7 %	10.0 %	12.9 %	29.8 %	64.0 %	--
MSCI All Countries (AC) World	4.9 %	8.1 %	12.7 %	11.0 %	38.6 %	71.3 %	--
MSCI Developed World	5.4 %	7.6 %	12.8 %	10.5 %	40.6 %	71.6 %	--
MSCI Emerging World	2.0 %	11.9 %	11.8 %	14.3 %	23.6 %	70.4 %	--
MSCI Frontier World	-2.8 %	8.0 %	-2.7 %	-3.4 %	4.4 %	30.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	9.3 %	8.8 %	2.1 %	0.9 %	15.2 %	32.3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	8.0 %	7.1 %	-11.0 %	-10.3 %	8.7 %	33.0 %	--
MSCI Developed North America	4.3 %	6.5 %	16.9 %	14.5 %	53.8 %	92.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	13.8 %	16.5 %	-21.9 %	-18.0 %	-5.5 %	34.4 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.9 %	11.3 %	16.4 %	17.2 %	29.9 %	76.9 %	--
MSCI Japan	5.1 %	14.0 %	11.5 %	8.3 %	23.5 %	49.4 %	--
MSCI AC Communication Services	1.5 %	7.2 %	21.0 %	18.5 %	44.2 %	52.2 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	3.5 %	8.5 %	32.6 %	30.6 %	67.4 %	97.0 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.9 %	4.5 %	6.2 %	3.4 %	24.9 %	40.4 %	--
MSCI AC Energy	17.7 %	6.5 %	-30.6 %	-30.4 %	-25.0 %	-15.0 %	--
MSCI AC Financials	10.9 %	13.8 %	-7.3 %	-8.5 %	4.2 %	33.3 %	--
MSCI AC Health Care	1.7 %	4.2 %	12.6 %	10.9 %	48.5 %	61.1 %	--
MSCI AC Industrials	7.9 %	14.0 %	9.8 %	5.9 %	27.7 %	63.9 %	--
MSCI AC Information Technology	5.2 %	5.8 %	38.1 %	37.9 %	101.8 %	200.2 %	--
MSCI AC Materials	5.6 %	11.5 %	14.6 %	14.7 %	27.0 %	80.2 %	--
MSCI AC Real Estate	2.6 %	5.4 %	-6.7 %	-9.3 %	13.3 %	29.7 %	--
MSCI AC Utilities	-1.1 %	8.9 %	2.9 %	1.8 %	27.7 %	55.6 %	--
USDNOK	-6.6 %	2.0 %	1.4 %	-3.5 %	7.0 %	2.4 %	8.90
EURNOK	-4.5 %	1.8 %	7.9 %	4.5 %	7.2 %	15.5 %	10.62
GBPNOK	-3.9 %	1.5 %	1.9 %	-0.5 %	5.5 %	-9.4 %	11.86
SEKNOK	-3.5 %	2.5 %	10.3 %	7.3 %	4.2 %	3.8 %	1.03
Bloomberg Commodity	3.5 %	1.5 %	-7.7 %	-3.1 %	-9.2 %	-2.8 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	5.2 %	12.8 %	0.2 %	5.2 %	-10.2 %	-15.9 %	--
Brent Crude (ICE)	27.0 %	5.1 %	-27.9 %	-23.8 %	-25.1 %	6.7 %	47.59
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-0.8 %	-3.2 %	-36.5 %	-22.6 %	-2.8 %	-2.3 %	47.67
Gull spot	-5.4 %	-9.7 %	17.1 %	21.4 %	39.4 %	66.9 %	1 776.95
Aluminium spot	10.2 %	15.4 %	14.3 %	13.6 %	0.1 %	41.7 %	2 036.00
Kobber spot	12.8 %	13.0 %	23.1 %	29.5 %	12.4 %	64.6 %	7 569.25

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.