

## Inntjeningen kommer tilbake

Oslo, 9. februar 2021

### En refleksjon

*“There’s absolutely no reason why we should suffer through a long slow recovery. ... I would expect that if this package is passed that we would get back to full employment next year.”*

*Janet Yellen, finansminister i USA, om ny finanspolitisk tiltakspakke, CNN, 7. februar 2021*

### Makro

Inntjening er ett av de mest sentrale makrotallene for en investor. Selskapene er ikke kun investeringsobjekter som nyter av gode konjunkturer i den underliggende økonomien, de er selv en sentral del av økonomien.

Figuren til høyre viser kvartalsvis inntjening per aksje for den brede verdensindeksen MSCI All Countries World. Tallet bør tolkes som et indeksert tall og brukes for å få en forståelse av utvikling over tid. Bloombergs estimat for fjerde kvartal bygger på tredje kvartal oppdatert med rapporterte tall så langt for fjerde kvartal. Vi ser at inntjeningen ligger an til å ende på nivået som var før koronakrisen. Det var også inntjeningen i tredje kvartal, slik at kvartalsvis inntjening stabiliserer seg på gammelt nivå etter svakt første og andre kvartal. Det er enda høyere vekstforventninger til inntjeningen i 2021, og resten av året vil vise hvorvidt forventningene blir oppfylt. Uansett er inntjeningen i høst gode nyheter fra selskapene.

Vi er langsiktige investorer, og sentimentet skifter ikke med kvartalsrapportene. Likevel poengterte vi, i markedsbrevet ved inngangen til året, at det i 2021 ville være viktig å følge med på hvorvidt inntjeningen ville møte de høye konsensusforventningene for året som ligger foran. Inntjeningen reflekterer nok ennå ikke den veksten som markedet forventer, men har heller ikke blitt liggende nede på tross av nye smittebølger i høst.

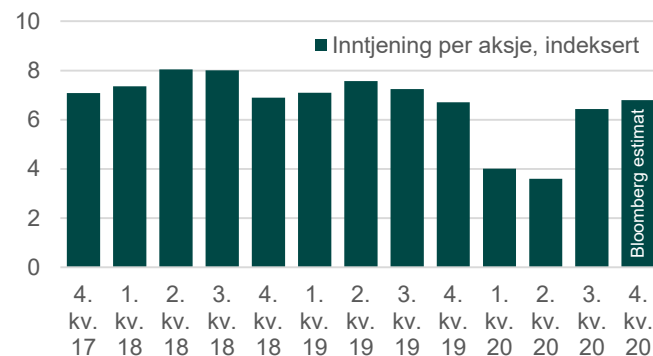
Tiden etter korona har ikke vært lik for alle typer selskaper. Solide selskaper med høy egenkapitalavkastning og stabil inntjening har greid seg fundamentalt sett relativt godt også i denne krisen. Det er også forskjeller mellom regionene. Nord Amerika har kommet sterkere tilbake enn Europa.

Det internasjonale pengefondet (IMF) oppdaterte sin analyse av World Economic Outlook i januar. BNP for USA er estimert til å hente inn koronafallet i løpet av 2021, mens eurosonen vil trenge lengre tid. Økonomisk vekst vil likevel ligge bak hva tilsvarende publikasjon i fjor predikerte den ville være i 2021 for både USA og eurosonen. Kina har derimot ifølge IMF oppnådd positiv vekst i 2020 og vil nesten kunne hente inn igjen tapt vekst i 2021.

IMF skriver at investeringene i produksjonsfaktorer har tatt tid å hente seg inn igjen, med unntak av kinesisk investering.

Kinesiske myndigheter har fortsatt med nye investeringer, som igjen har drevet råvarepriser som kobber og jernmalm. Peter Berezin i BCA Research skriver i sin analyse 29. januar at investeringene er kinesiske myndigheters måte å veie opp for oversparingen i kinesiske husholdninger. Ved å la statseide selskaper og lokale myndigheter reinvestere folkets sparing i nye gjeldsfinansierte prosjekter, motvirker deflatoriske krefter ved for lavt nasjonalt forbruk. Kinesiske myndigheter trenger ifølge Berezin disse gjeldsfinansierte prosjektene for å opprettholde økonomisk vekst, og vil av den grunn ikke legge større demper på gjeldsveksten. Han forventer derfor ytterligere sykliske impulser fra kinesiske stimuli.

### Inntjeningen kommer tilbake i MSCI All Countries World



Kilde: Bloomberg

Generelt forblir vår hovedtese om innhenting i økonomisk vekst intakt. Federal Reserve sitt løpende estimat for amerikansk økonomisk vekst i inneværende kvartal er på nivå med veksten i fjerde kvartal. Også PMI-indeksene for januar, som bygger på spørreundersøkelser blant bedriftene, viser god vekst i USA, fortsatt vekst i Kina, mens det er noe tilbakegang eurosonen.

Mulige negative overraskelser til vårt hovedsyn vil kunne være mutasjoner hvor kjent vaksine ikke er tilstrekkelig, og markedet får stor usikkerhet om hvor lenge dette vil vare, som ved første nedstengning i fjor. Mulige positive overraskelser er gode nyheter om effektiv distribusjonen av vaksiner verden over.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 29. januar var -0,7 %. Tilsvarende avkastning sikret til NOK var -0,2 %.

Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin energiindeks best avkastning med 1,5 %, fulgt av kommunikasjon med 0,8 %. Avkastningen i konsumsektoren var derimot -4,2 % i samme periode. MSCI Emerging World gav 2,8 % i samme periode, godt hjulpet av den sykliske veksten.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, hadde falt med 1,1 % hittil i år, per 29. januar.

Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,2 % per 29. januar, som også ved årsskiftet. Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 6,7 % per 29. januar, mot

7,4 % ved inngangen til året. Vår overvekt i høyrente bidro til god avkastning i januar.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 0,9 % i USD per 29. januar, mot 0,8 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 4,6 % i USD per 29. januar, mot 4,5 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 29. januar, har gullprisen falt med 2,7 %. Kobberprisen har steget 1,5 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) var per 29. januar USD 55,8, som er 7,9 % høyere enn ved årsskiftet, men lavere enn i januar i fjor.

Hittil i år, per 29. januar, hadde USD og EUR svekket seg mot NOK med henholdsvis 0,3 % og 0,9 %. SEK hadde per samme tidspunkt svekket seg mot NOK med 1,9 %.

## Likviditet, verdi og sentiment

Det var stort fokus på inflasjonsmålet til Federal Reserve (Fed) da sentralbanksjef Jerome Powell, talte ved det berømte symposiet for økonomisk politikk i Jackson Hole 27. august i fjor. Et nytt strategidokument fra Fed ble lagt fram, som understreket at for å oppnå målet om 2 % inflasjon i gjennomsnitt, ville Fed åpne for å la inflasjonen overgå 2 % i perioder. Dette ble ansett for å understreke Feds villighet til vedvarende ekspansiv pengepolitikk for å oppnå inflasjonsmålet. Den gang var langsiktig forventning til amerikansk inflasjon 1,5 %. I løpet av halvåret som har gått, har forventningene steget til over 2,0 %. Det er første gang siden 2018. Dersom disse forventningene stabiliserer seg, har Fed lyktes i å forankre forventningene i egen målsetning.

Det har likevel ikke kun vært Feds standhaftighet som har drevet opp forventningene. Finanspolitikken har kanskje vært vel så sentral, da den er et mer direkte virkemiddel i økonomien. Som nylig innsatt amerikansk finansminister fremmet Janet Yellen den nye finanspolitiske pakken med ramme på USD 1.900 milliarder den 7. februar. Med et slikt virkemiddel, som tilsvarer halvannet oljefond, mente hun at USA ville komme tilbake til full sysselsetting allerede neste år. Dette ville vært til fordel for å måtte gå gjennom en sakte innhenting, som etter finanskrisen. Markedet virker å sette sin lit til en slik kraftig, underliggende vekst.

## Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Styrket inntjening og pågående innhenting i underliggende økonomisk vekst bidrar positivt i finansmarkedene. Verdsettingen priser likevel inn enda sterkere vekst, og kan utgjøre et risikomoment sammen med uavklarte nye finanspolitiske tiltakspakker.

### Markedet forventer nå at Fed oppnår sitt inflasjonsmål



Kilde: Industrifinans og Bloomberg

Feds mest kjente måltall for realisert inflasjon står nå rundt 1,5 %. Skulle måltallet over tid stige opp og møte forventningene, vil dette til slutt gi endringer i pengepolitikken og rentenivåene. Dette vil være et positivt tegn for økonomisk vekst, men kunne dempe verdsettingen av verdipapir-markedene.

Videre utvikling i verdsetting, vil nå være knyttet til markedets tillit til at Yellen og Powell kan balansere finanspolitiske og pengepolitiske virkemidler i passende doser.

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

### Relevante markedsindikatorer per 31. januar 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 %	0.0 %	0.6 %	2.3 %	3.3 %	0.09 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.1 %	-0.5 %	-0.1 %	2.9 %	5.5 %	6.5 %	0.36 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.1 %	-1.2 %	-0.1 %	3.5 %	8.0 %	8.9 %	0.57 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.1 %	-0.1 %	0.1 %	3.9 %	8.8 %	13.3 %	1.24 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1.9 %	5.4 %	1.9 %	1.0 %	10.3 %	38.4 %	6.71 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0.5 %	0.5 %	-0.5 %	2.8 %	13.2 %	19.1 %	1.08 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0.5 %	0.3 %	-0.5 %	2.7 %	13.3 %	17.9 %	0.88 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0.0 %	6.2 %	0.0 %	2.2 %	9.2 %	37.8 %	4.58 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1.1 %	19.5 %	-1.1 %	8.1 %	24.9 %	76.8 %	980.82
Oslo Børs Hovedindeks	-0.7 %	19.1 %	-0.7 %	5.8 %	19.2 %	72.4 %	966.90
Oslo Børs Small Cap Index	-3.9 %	23.3 %	-3.9 %	8.5 %	8.7 %	35.0 %	721.11
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	1.7 %	16.8 %	1.7 %	7.4 %	38.4 %	153.4 %	2 397.51
Oslo Børs Eiendomsindeks	-5.5 %	32.4 %	-5.5 %	9.0 %	53.9 %	125.6 %	--
VINX Benchmark Cap	0.0 %	7.0 %	0.0 %	20.9 %	47.5 %	82.3 %	571.10
MSCI All Countries (AC) World	-0.7 %	5.0 %	-0.7 %	8.8 %	39.3 %	86.1 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	-0.2 %	14.7 %	-0.2 %	10.5 %	--	--	--
MSCI Developed World	-1.2 %	4.5 %	-1.2 %	7.4 %	40.8 %	84.5 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	-0.8 %	14.2 %	-0.8 %	8.7 %	--	--	--
MSCI Emerging World	2.8 %	8.5 %	2.8 %	18.9 %	26.2 %	98.4 %	--
MSCI Frontier World	0.1 %	-0.9 %	0.1 %	-5.3 %	5.3 %	43.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1.7 %	8.4 %	-1.7 %	-0.9 %	15.1 %	44.3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0.2 %	9.7 %	0.2 %	-11.0 %	3.2 %	48.3 %	--
MSCI Developed North America	-1.2 %	3.2 %	-1.2 %	10.3 %	53.9 %	105.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	-7.0 %	14.1 %	-7.0 %	-20.8 %	-13.5 %	47.8 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	3.2 %	8.1 %	3.2 %	22.4 %	35.0 %	103.3 %	--
MSCI Japan	-1.3 %	4.1 %	-1.3 %	6.8 %	25.2 %	61.0 %	--
MSCI AC Communication Services	0.8 %	2.2 %	0.8 %	16.4 %	51.2 %	55.0 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0.6 %	4.9 %	0.6 %	29.6 %	66.4 %	118.9 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-4.2 %	-3.9 %	-4.2 %	-3.1 %	23.2 %	33.6 %	--
MSCI AC Energy	1.5 %	20.1 %	1.5 %	-25.8 %	-24.3 %	-1.6 %	--
MSCI AC Financials	-2.0 %	10.1 %	-2.0 %	-9.1 %	1.7 %	49.7 %	--
MSCI AC Health Care	0.8 %	2.2 %	0.8 %	9.5 %	51.9 %	73.2 %	--
MSCI AC Industrials	-2.8 %	3.9 %	-2.8 %	2.0 %	23.1 %	72.3 %	--
MSCI AC Information Technology	-0.1 %	8.3 %	-0.1 %	32.1 %	107.8 %	236.4 %	--
MSCI AC Materials	-1.4 %	7.3 %	-1.4 %	17.8 %	27.0 %	110.6 %	--
MSCI AC Real Estate	-1.1 %	-0.5 %	-1.1 %	-13.4 %	15.4 %	32.1 %	--
MSCI AC Utilities	-1.5 %	-4.0 %	-1.5 %	-9.1 %	40.1 %	47.9 %	--
USDNOK	-0.3 %	-10.3 %	-0.3 %	-7.0 %	10.9 %	-1.5 %	8.55
EURNOK	-0.9 %	-6.5 %	-0.9 %	1.8 %	8.4 %	10.4 %	10.38
GBPNOK	0.1 %	-4.9 %	0.1 %	-3.4 %	7.2 %	-5.0 %	11.74
SEKNOK	-1.9 %	-4.5 %	-1.9 %	7.0 %	4.6 %	1.2 %	1.02
Bloomberg Commodity	2.6 %	11.5 %	2.6 %	7.3 %	-6.8 %	9.9 %	--
Brent Crude (ICE)	7.7 %	3.7 %	7.7 %	-34.1 %	-12.6 %	-8.7 %	49.81
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-2.7 %	-1.7 %	-2.7 %	16.3 %	37.4 %	65.2 %	1 847.65
Gull spot	0.4 %	7.3 %	0.4 %	16.2 %	-10.7 %	30.5 %	1 981.88
Aluminium spot	1.5 %	17.2 %	1.5 %	41.6 %	11.1 %	72.0 %	7 862.40
Kobber spot	0.0 %	0.0 %	0.0 %	0.6 %	2.3 %	3.3 %	0.09 %

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.