

Neste kapittel av økonomisk vekst etter koronakrisen

Oslo, 10. mai 2021

En refleksjon

«Investing is laying out of money now to get more back in the future – more money in real terms, after taking inflation into account.»

Warren Buffett, «Mr. Buffett on the Stock Market», Forbes, 1999

Makro

Sentralbanksjef Øystein Olsen var optimistisk for norsk realøkonomi i sin [tale i Stortinget, torsdag 6. mai](#). Han påpekte at den økonomiske aktiviteten har tatt seg godt opp fra bunnen og at mange som ble arbeidsledige, er kommet tilbake i jobb. På tross av usikkerhet, ser han lyset i enden av tunnelen.

Det utspiller seg fremdeles menneskelige tragedier, som i India, men vaksiner distribueres nå bredt i mange land. USA har gitt første vaksinedose til 45 % av befolkningen. EU har gitt tilsvarende til over 30 % av befolkningen, som også tilsvarer progresjonen i Norge. Hva den økonomiske siden av pandemien angår, viser mange indikatorer at økonomisk veksttakt og innhenting av inntjening er en realitet. I neste kapittel av innhenting er det fire momenter som er høyaktuelle å følge med på videre:

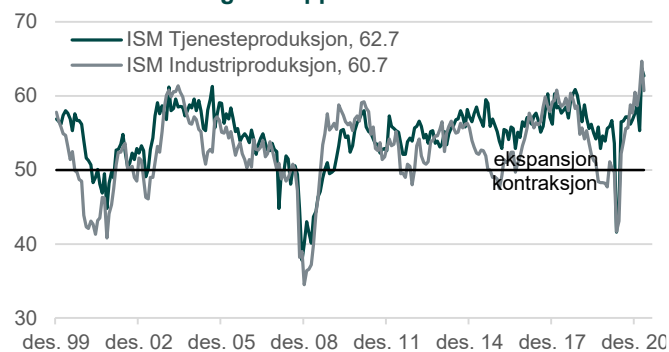
(1) Regnskapsrapportering for første kvartal er snart gjennomført for alle større, børsnoterte selskaper. Rapporteringen bekrefter at **inntjening og kontantstrøm** per aksje for det globale aksjemarkedet har hentet seg inn igjen på kvartalsbasis. For en fundamental investor er dette sentralt å forholde seg til. Utviklingen understøttes av indikatorer for aktivitet i bedriftene. Figuren til høyre viser Institute of Supply Management sine indekser for industri- og tjenesteproduksjon, som er på høyeste nivåer på mange år. Samlet sett ser vi at veksten fra gjenåpningen er intakt.

(2) Warren Buffett minnet oss i månedens refleksjon om **inflasjonens betydning** for en investor. I mange år har sterk inflasjon vært et mindre problem. Utfordringen har heller vært å unngå at den skulle falle ytterligere (desinflasjon) eller til og med bli negativ (deflasjon). Vi ser ikke bare at forventet inflasjon stiger, men også at realisert inflasjon er sterkere. Øystein Olsen kommenterte norsk inflasjon i sin tale med at prisveksten nå er over inflasjonsmålet, men at dette er en forbigående konsekvens av den kraftige kronesvekkelsen i fjor vår. Han ser likevel at også underliggende inflasjon vil ta seg opp på lengre sikt når effekten av pengepolitikken bidrar til å normalisere aktiviteten i økonomien. Chen Zhao i Alpine Macro viser til noe av det samme poenget for USA i en inflasjonskommentar 3. mai. Der viser han til høyere råvarepriser og innhenting i økonomien som argumenter for en ekstra høy inflasjon på kort sikt. På lang sikt er likevel inflasjonsforventningene i USA forankret i sentralbankens

inflasjonsmål. For en langsiktig investor er investering i realaktiva en av de fundamentale måtene inflasjonen kan håndteres. Aksjer i selskaper er i prinsippet en realinvestering.

(3) **Arbeidsmarkedet** har ikke kommet like sterkt tilbake som inflasjonen. Bloomberg rapporterer at amerikansk arbeidsledighet fremdeles er 6 %, mot 4 % før koronakrisen. NAV rapporterer at norsk arbeidsledighet er 4 %, mot 2 % før koronakrisen. Manglende måloppnåelse for denne faktoren er kanskje den viktigste årsaken til at pengepolitikken fortsatt er svært ekspansiv.

Amerikansk næringsliv rapporterer sterk vekst



Kilde: Bloomberg

(4) Pengepolitikken kan på ny komme i fokus, med viktig balansering mellom økonomisk utvikling, inflasjon og arbeidsmarked. Selve styringsrentene kan forbli lave lenge. Majoriteten av Federal Reserve Open Market Committee, som fastsetter den amerikanske styringsrenten, tror selv at renten vil forbli uendret gjennom 2022 og 2023. Dette synet er dominerende på tross av at så godt som hele komiteen forventer inflasjon nær inflasjonsmålet på 2 % allerede i 2021. Da er det mulig at komiteen heller justerer på de ekstraordinære tiltakene.

Det etablerte scenariet med innhenting av økonomisk vekst er intakt. Dette er priset inn i markedene. Finanspolitikken har medvirket til god vekst og styrket inflasjon. Pengepolitikken tar igjen over som førstefiolin, og **sentralbankenes evne til å porsjonere ut endringer i tiltakene vil bety mye**, både for neste kapittel av økonomisk utvikling og verdsetting av verdipapirmarkedene.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 30. april var 5,9 %. Tilsvarende avkastning sikret til NOK var 9,7 %.

MSCI All Countries Value, som måler avkastningen på selskaper med relativt lavere verdsetting, har gitt 8,8 % avkastning i samme periode. MSCI All Countries Quality, som måler avkastning på selskaper med sterk egenkapitalavkastning og andre kvalitetsparametere, gav 4,9 % avkastning i samme periode. Sistnevnte stil var sterkest i april. Avkastningen på MSCI-indeksene er oppgitt i NOK.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, hadde steget med 10,3 % hittil i år, per 30. april.

Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,5 % per 30.

april, mot 1,2 % ved årsskiftet. Avkastningen var -0,2 % i samme periode.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 5,7 % per 30. april, mot 7,4 % ved inngangen til året. Avkastningen var 4,7 % i samme periode.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 1,1 % i USD per 30. april, mot 0,8 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 4,4 % i USD per 30. april, mot 4,5 % ved årsskiftet.

Bloombergs indeks for industrimetaller har derimot steget med 17,0 % i samme periode, inklusive en sterk oppgang i april. Oljeprisen (Brent) var per 30. april USD 67, som er på samme nivå som ved utgangen av 2019. Råvareprisene er målt i USD.

Hittil i år, per 30. april, hadde USD, EUR og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 3,0 %, 4,6 % og 5,7 %.

Likviditet, verdi og sentiment

Figuren til høyre viser BCA Research sin samleindikator for investorers sentiment. Den er sammensatt av indekser for netto kjøp i verdipapirfond, svingninger i aksjemarkedet, opsjonsposisjoner, og spørreundersøkelser blant profesjonelle investorer. Når indikatoren er høyere enn 1, anses det for å være særdeles stor optimisme.

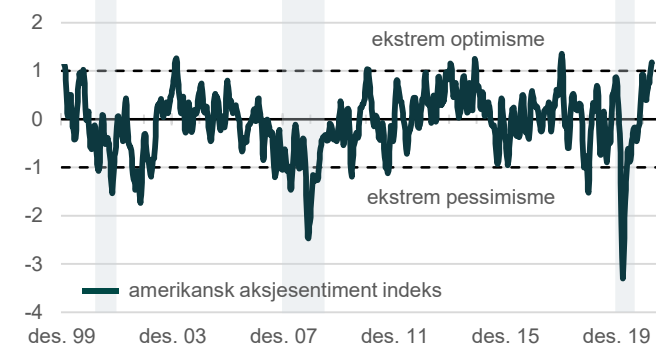
Sentimentet nå er særdeles godt og har stort sett vært stigende siden koronakrisen. Dette har vært med å gi svært god avkastning i markedet. Rent nøkternt bør en kanskje ikke forvente at sentimentet overrasker med å bli enda mer positiv, men fortsatt fundamental innhenting og enda sterkere vekst i inntjening og fri kontantstrøm kan i større grad gjøre dagens optimisme berettiget.

Mer tradisjonelle mål på sentimentet er naturligvis også svært positive, slik som utvikling i markedsindekser målt opp mot glidende 50, 100 og 200 dagers gjennomsnitt.

Likviditeten er også god, som målt ved investorers appetitt for tegning i fond. Dette gir også godt omsetningsvolum og markedslikviditet.

Prisingen av markedet har på den annen side også steget mer enn konsensusforventningene til inntjeningsvekst, slik at framoverskuende verdsettingen har gått opp. Det er en balanserende faktor for positivt sentiment og god likviditet.

Sentimentet blant investorer er særdeles sterkt



Kilde: BCA Research

Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Den underliggende økonomiske utviklingen er god, og investorers sentiment er særdeles bra. Kjente usikkerhetsfaktorer er for brå endringer i den ekspansive pengepolitikken og høy verdsetting.

Totalt sett konkluderer vi med en viss overvekt i aktivklasser med høyere risiko, men vurderer dette løpende. Vi har overvekt i høyrenteobligasjoner og en svak overvekt i internasjonale aksjer.

Relevante markedsindikatorer per 30. april 2021

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	2,2 %	3,1 %	0,18 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,4 %	-0,3 %	-0,2 %	1,3 %	8,4 %	12,2 %	1,49 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,7 %	2,8 %	4,7 %	22,7 %	12,6 %	41,7 %	5,65 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0,3 %	-1,6 %	-2,1 %	0,7 %	11,6 %	14,6 %	1,32 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0,3 %	-1,7 %	-2,2 %	0,0 %	11,5 %	13,6 %	1,13 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	1,4 %	1,3 %	1,2 %	18,8 %	12,2 %	29,1 %	4,36 %
Oslo Børs Fondsindeks	1,9 %	11,6 %	10,3 %	42,1 %	31,9 %	82,2 %	1 094,18
Oslo Børs Hovedindeks	1,7 %	11,3 %	10,5 %	38,9 %	25,2 %	77,5 %	1 076,45
Oslo Børs Small Cap Index	3,9 %	18,8 %	14,2 %	75,5 %	26,1 %	50,8 %	857,02
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	4,1 %	14,7 %	16,6 %	42,1 %	61,3 %	171,9 %	2 749,17
Oslo Børs Eiendomsindeks	-0,1 %	1,7 %	-3,8 %	38,0 %	60,8 %	111,6 %	--
VINX Benchmark Cap	3,0 %	7,3 %	7,3 %	30,3 %	58,9 %	94,2 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1,5 %	6,6 %	5,9 %	18,3 %	51,1 %	97,7 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	3,6 %	9,9 %	9,7 %	39,6 %	--	--	--
MSCI Developed World	1,8 %	7,9 %	6,5 %	18,0 %	54,2 %	99,2 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	1,1 %	8,2 %	7,1 %	13,3 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-0,3 %	-1,1 %	1,7 %	20,8 %	29,0 %	86,2 %	--
MSCI Frontier World	3,9 %	4,4 %	4,5 %	13,2 %	9,9 %	47,6 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	1,7 %	7,4 %	5,6 %	16,2 %	24,5 %	56,3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0,6 %	6,7 %	6,9 %	8,9 %	18,0 %	40,5 %	--
MSCI Developed North America	2,5 %	9,2 %	7,9 %	20,0 %	71,8 %	124,3 %	--
MSCI Emerging Latin America	0,8 %	2,4 %	-4,8 %	18,9 %	-9,6 %	23,3 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	0,0 %	-0,8 %	2,5 %	20,6 %	37,2 %	96,8 %	--
MSCI Japan	-4,2 %	-1,7 %	-3,0 %	6,0 %	22,1 %	60,0 %	--
MSCI AC Communication Services	3,2 %	8,9 %	9,8 %	21,6 %	67,7 %	70,1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	1,5 %	2,9 %	3,6 %	30,4 %	71,7 %	128,4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-0,1 %	3,2 %	-1,1 %	-1,9 %	33,4 %	41,8 %	--
MSCI AC Energy	-2,5 %	12,8 %	14,4 %	5,4 %	-17,8 %	1,0 %	--
MSCI AC Financials	1,7 %	15,4 %	13,0 %	24,5 %	21,5 %	71,5 %	--
MSCI AC Health Care	1,1 %	0,5 %	1,3 %	-1,5 %	55,7 %	79,7 %	--
MSCI AC Industrials	0,1 %	10,3 %	7,3 %	25,3 %	41,4 %	82,9 %	--
MSCI AC Information Technology	2,4 %	4,0 %	3,9 %	29,6 %	117,9 %	264,6 %	--
MSCI AC Materials	3,1 %	10,9 %	9,4 %	33,4 %	45,6 %	99,5 %	--
MSCI AC Real Estate	2,5 %	9,7 %	8,4 %	2,8 %	26,9 %	41,5 %	--
MSCI AC Utilities	0,0 %	1,8 %	0,3 %	-1,2 %	35,3 %	51,5 %	--
USDNOK	-2,7 %	-2,7 %	-3,0 %	-18,8 %	3,8 %	3,3 %	8,32
EURNOK	-0,3 %	-3,7 %	-4,6 %	-10,9 %	3,3 %	8,4 %	10,00
GBPNOK	-2,4 %	-2,1 %	-2,0 %	-10,9 %	4,1 %	-2,3 %	11,49
SEKNOK	0,4 %	-3,9 %	-5,7 %	-6,4 %	7,3 %	-1,9 %	0,98
Bloomberg Commodity	8,3 %	12,8 %	15,8 %	48,5 %	4,9 %	11,8 %	--
Brent Crude (ICE)	5,8 %	20,3 %	29,8 %	166,1 %	-10,5 %	39,7 %	67,25
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-1,5 %	22,7 %	32,2 %	8,3 %	-8,5 %	8,3 %	61,13
Gull spot	3,6 %	-4,2 %	-6,8 %	4,9 %	34,5 %	36,8 %	1 769,13
Aluminium spot	10,1 %	21,5 %	22,0 %	65,0 %	6,7 %	44,2 %	2 407,50
Kobber spot	11,8 %	25,0 %	26,8 %	90,5 %	45,2 %	94,1 %	9 829,00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, 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 aktivaklasser, 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.