

## Krigen i Ukraina forandrer Europa

Oslo, 9. mars 2022

### En refleksjon

*"We must become independent from Russian oil, coal and gas. We simply cannot rely on a supplier who explicitly threatens us. We need to act now to mitigate the impact of rising energy prices, diversify our gas supply for next winter and accelerate the clean energy transition."*

*Ursula von der Leyen, president i EU-kommisjonen, pressekonferanse, Strasbourg, 8. mars 2022*

### Økonomiske konsekvenser av invasjonen

Invasjonen i Ukraina er først og fremst menneskelig lidelse. Russlands angrep på Ukraina har blitt fordømt i internasjonale organer, og svært strenge økonomiske sanksjoner har blitt innført. Generelt trekker også flere og flere globale selskaper seg fra leveranse til Russland. Når vi som forvaltere analyserer de økonomiske konsekvensene av krisen, skjer det i dyp respekt for familiene og barna som nå opplever krig.

Vi framhever tre måter krigen har forandret Europa:

- Europa ser sterkere behov for egen opprustning.
- Europa står samlet bak sterke økonomiske sanksjoner.
- Europa ser ytterligere behov for energiavhengighet.

Hva opprustning angår, var den tyske forbundskansleren Olaf Scholz sin annonsering 27. februar historisk. Ytterligere 100 milliarder euro i 2022-budsjettet og deretter minst 2 % av årlig BNP ble lovet det tyske forsvaret.

Med hensyn til sanksjoner og effektene av disse på europeisk og global økonomi, er råvaremarkedene det mest nærliggende temaet. EUs statistiske byrå, Eurostat, opplyser at olje og naturgass utgjorde henholdsvis 73 % og 15 % av energiimporten i 2021. Eurostat viser også at Russland var største leverandør av begge disse råvarene. Russland anses på sin side å være atskillig mer avhengig av Europa som eksportmarked enn Europa er av Russland som produsent.

Figuren under viser prisutviklingen på olje og naturgass. Brent Blend oljepris har steget til USD 129 per 8. mars, som er over nivået i forkant av oljeprisfallet i 2014. Prisen på naturgass, målt ved standardprisen Dutch TTF, har tredoblet seg i EUR siden nyttår til sin høyeste notering noensinne. Dette har vært utfordrende for mange selskaper på kontinentet, mens det i Norge er mange selskaper med direkte og indirekte inntekter fra disse råvarene. Økte energipriser bidrar sterkt til de økte inflasjonsforventningene som er illustrert på neste side. Også industrimetaller har økt kraftig i pris. Som målt ved Bloombergs aggregerte indeks har prisene økt 36 % hittil i år per 8. mars.

Europa står ikke som passiv observatør til utviklingen i prisene på olje og gass. Som sitert i refleksjonen la EU-kommisjonens president nettopp fram en ny plan, kalt [REPowerEU](#), som kort fortalt skal framskynde unionens energiavhengighet i forhold til tidligere målsetning om 2030. Kommisjonen estimerer at foreslåtte tiltak reduserer EUs import av russisk naturgass med to tredjedeler innen nyttår. Samme dag forbød president Biden oljeimport fra Russland til USA.

Vår investeringsfilosofi gjør at vi fortsatt søker etter selskaper med vedvarende konkurransefortrinn i attraktive markeder. Denne type selskaper merker også krisen, men har støtte i en sterk og stabil forretningsmodell med god egenkapitalavkastning.

### Prisutvikling olje og naturgass



Kilde: Bloomberg

## Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 7,4 % hittil i år per 28. februar, målt i NOK. Tilsvarende indeks valutaskret til NOK falt 7,0 %, mens Oslo Børs Fondsindeks har falt 1,6 % og Oslo Børs Hovedindeks har steget 0,1 % i samme periode. Investorer med innslag av både norske og globale aksjer i sin portefølje har derfor fått et dempet verdifall i aksjeporteføljen sin.

Vi kunne også kommentert avkastningen i starten av mars i detalj, men avkastningen er preget av relativt store daglige svingninger i begge retninger.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er fokusområder for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategien for taktisk allokering.

**Likviditeten** har nå tydelig gått inn i et nytt kapittel. De sterke forventningene til økonomisk vekst har blitt noe avdempet, jamfør OECDs ledende indikatorer. Inflasjonsforventningene ble for så vidt også noe avdempet forut for invasjonen av Ukraina, men har steget kraftig igjen. Figuren til høyre viser at forventningene til inflasjon på to års sikt har steget kraftig i USA, mens tilsvarende på 10 års sikt har steget mindre. Markedet forventer derfor generelt noe høyere inflasjon, men tror den nåværende ekstreme inflasjonen vil avdempes.

Den siste tids utvikling i inflasjons- og vekstforventninger har foreløpig ikke lagt mye demper på sentralbankenes planer om mindre ekspansiv pengepolitikk. Jeremy Powell i Federal Reserve (Fed) bekreftet i sin tale til den amerikanske kongressen 2. mars, etter krigens utbrudd, at Fed forventer at styringsrenten blir satt opp i marsmøtet og at reduksjon i sentralbankbalansen vil starte en gang etter at rentehevingene har begynt. Bloombergs indikator for finansielle rammevilkår i USA er nå blitt negativ for første gang siden koronakrisen.

Den europeiske sentralbanken har annonsert avslutning av verdipapirkjøpene for Pandemic emergency purchase programme (PEPP) ved utgangen av mars og gradvis reduksjon av netto kjøp i Asset purchase programme (APP). I siste rentemøte ble det indikert at rentehevinger ikke er aktuelle før netto kjøp i disse programmene er avsluttet.

## Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi.

Taktisk allokering vurderer vi slik: Sentralbanklikviditeten har utviklet seg i negativ retning for aksjer og obligasjoner. Med krisen i Ukraina vil sentralbankene møte høyere inflasjon, samtidig med mer usikker økonomisk vekst og bør trå varsomt

Målt i USD per 28. februar har Oljeprisen Brent Blend steget 29,8 % hittil i år og 52,7 % siste 12 måneder. Det har i perioden vært et naturlig fokus på gasspriser, og referanseprisen Natural Gas Dutch TTF har steget 50,1 % hittil i år, per 28. februar, målt i EUR.

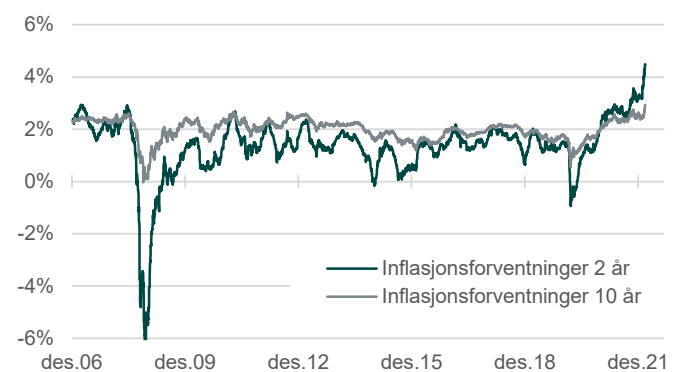
Stilindeksen for kvalitet falt 11,0 % hittil i år per 28. februar, mens verdiindeksen kun falt 2,9 % i samme periode, begge målt i NOK. MSCI Europe og MSCI North America har falt om lag like mye.

Med usikkerhet rundt eksport og sitt interne eiendomsmarked er det for Kinas del heller forventet pengepolitiske lettelser.

**Verdsettingen** har falt, men er fremdeles høy. Lavere markedsverdier og økt inntjening samt økte frie kontantstrømmer, gjør at forholdstallene går ned.

**Sentimentet** er negativt. Forventninger til høyere renter har gitt fallende markeder for aksjer og obligasjoner. De senere ukene har spenningene forut for og ved utbruddet av den russiske invasjonen i Ukraina vært dominerende for sentimentet, men fortsatt med renteforventningene som bakgrunnsbilde. Det globale aksjemarkedet har vært volatilt, og det er ennå stor usikkerhet.

### Inflasjonsforventningene på kort sikt stiger mest i USA



Kilde: Bloomberg

fram. Verdsettingen er generelt høy, men noe mer avdempet etter markedsfallet. Sentimentet er preget av nyheter fra krigen og tilhørende sanksjoner dag for dag og time for time.

Videre utvikling er usikker, og vi vurderer den taktiske allokeringen fortløpende. Vi er i sum mellom strategisk vekt og svakt undervektet i aksjer og tar ingen nye, taktiske posisjoner.

### Relevante markedsindikatorer per 28. februar 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd (NOGOV3DM)	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,5 %	3,7 %	6,6 %	1,50 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,5 %	-1,6 %	-1,1 %	-1,2 %	4,8 %	8,9 %	2,61 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	-1,3 %	-0,1 %	-0,8 %	5,3 %	12,4 %	26,5 %	7,17 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-1,3 %	-3,1 %	-2,8 %	-2,0 %	7,2 %	10,6 %	1,76 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-2,3 %	-3,0 %	-4,5 %	-2,3 %	6,2 %	12,1 %	6,26 %
Oslo Børs Fondsindeks	1,5 %	-0,1 %	-1,6 %	15,8 %	40,5 %	72,7 %	1 181,99
Oslo Børs Hovedindeks	2,3 %	1,8 %	0,1 %	19,4 %	38,9 %	74,2 %	1 202,17
Oslo Børs Small Cap Index	-1,7 %	-4,9 %	-7,1 %	6,2 %	33,4 %	30,1 %	826,51
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1,8 %	5,4 %	0,0 %	46,3 %	88,0 %	144,2 %	3 571,79
VINX Benchmark Cap	-5,9 %	-12,4 %	-14,5 %	4,0 %	52,4 %	81,8 %	--
MSCI ACWI	-3,5 %	-6,0 %	-7,4 %	9,6 %	50,1 %	80,3 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-2,5 %	-3,6 %	-7,0 %	9,5 %	--	--	--
MSCI World	-3,5 %	-6,1 %	-7,8 %	12,6 %	54,2 %	85,4 %	--
MSCI World Hedged NOK	-3,5 %	-6,0 %	-7,5 %	14,5 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	-3,9 %	-5,4 %	-4,9 %	-9,2 %	22,7 %	47,1 %	--
MSCI Frontier Markets	-5,3 %	-8,7 %	-7,9 %	11,7 %	28,8 %	43,8 %	--
MSCI Europe (EMEA)	-3,8 %	-3,6 %	-7,4 %	8,6 %	31,4 %	52,7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-15,6 %	-14,3 %	-13,7 %	6,8 %	13,0 %	31,6 %	--
MSCI North America	-3,8 %	-6,9 %	-8,2 %	16,1 %	67,4 %	105,9 %	--
MSCI Emerging Latin America	3,8 %	16,3 %	12,5 %	16,2 %	-2,6 %	14,0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-2,1 %	-5,7 %	-5,2 %	-10,7 %	26,1 %	52,0 %	--
MSCI Japan	-2,1 %	-6,7 %	-6,2 %	-3,4 %	26,8 %	41,3 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-6,4 %	-11,4 %	-10,6 %	-5,5 %	44,0 %	51,7 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-5,6 %	-14,7 %	-12,4 %	-3,7 %	54,0 %	90,8 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	-1,6 %	1,4 %	-3,8 %	16,2 %	35,1 %	46,6 %	--
MSCI ACWI Energy	0,9 %	16,8 %	15,1 %	38,3 %	15,1 %	28,1 %	--
MSCI ACWI Financials	-3,6 %	0,1 %	-1,4 %	16,7 %	35,1 %	51,8 %	--
MSCI ACWI Health Care	-1,4 %	-4,2 %	-8,1 %	11,9 %	46,3 %	80,7 %	--
MSCI ACWI Industrials	-2,4 %	-5,4 %	-8,0 %	6,9 %	35,5 %	60,0 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-5,4 %	-11,9 %	-12,4 %	12,0 %	115,1 %	204,9 %	--
MSCI ACWI Materials	1,5 %	2,4 %	-1,4 %	12,0 %	53,8 %	75,9 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-4,4 %	-5,3 %	-9,3 %	11,4 %	19,6 %	39,3 %	--
MSCI ACWI Utilities	-1,5 %	1,7 %	-3,6 %	15,2 %	27,8 %	54,0 %	--
USDNOK	-1,0 %	-2,5 %	-0,1 %	1,7 %	2,9 %	4,9 %	8,81
EURNOK	-1,2 %	-3,7 %	-1,4 %	-5,5 %	1,5 %	11,3 %	9,88
GBPNOK	-1,2 %	-1,7 %	-0,9 %	-2,1 %	4,1 %	13,7 %	11,82
SEKNOK	-2,4 %	-7,0 %	-4,3 %	-9,3 %	0,5 %	0,3 %	0,93
Bloomberg Commodity	6,2 %	19,6 %	15,6 %	34,4 %	43,9 %	37,8 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	7,7 %	17,2 %	13,5 %	29,8 %	56,1 %	25,3 %	--
Bloomberg Industrial Metal	6,4 %	16,5 %	9,5 %	29,6 %	58,8 %	68,4 %	--
Brent Crude (ICE)	10,7 %	43,1 %	29,8 %	52,7 %	52,9 %	81,7 %	100,99
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	24,6 %	42,2 %	23,3 %	72,2 %	46,5 %	39,1 %	87,92
Gull spot	5,7 %	7,0 %	3,8 %	9,5 %	44,4 %	51,2 %	1 899,26
Aluminium spot	11,1 %	28,6 %	20,7 %	57,6 %	79,3 %	76,5 %	3 388,00
Kobber spot	3,6 %	4,2 %	1,8 %	8,5 %	51,3 %	66,2 %	9 919,00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI ACWI Hedged NOK og MSCI World Hedged NOK (sikret til NOK) 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.