

## Hva nå med den stramme pengepolitikken?

Oslo, 12. april 2023

### En refleksjon

*In particular, common equity instruments are the first ones to absorb losses, and only after their full use would Additional Tier One be required to be written down.*

*"Additional Tier 1 is and will remain an important component of the capital structure of European banks", European Banking Authority, 20.03.*

### Med urolighetene i bankene litt på avstand

I går publiserte Det internasjonale pengefondet (IMF) sin siste og omfattende [Global Financial Stability Report](#). Her var naturligvis uroen i banksektoren det sentrale temaet.

De lærde strides om hvor bredt utfordringene for banksektoren favner. På den ene siden har reguleringen av bankene blitt betydelig skjerpet etter finanskrisen, og bankene står generelt stødigere enn den gang. På den annen side har noen svakheter fått bygge seg opp gjennom år med lave renter.

En svakhet var investering av bankenes balanse i obligasjoner, som ikke ble ført til markedspriser. Med en moderat allokering har ikke denne svakheten gitt signifikant tap ifølge IMF. Silicon Valley Bank hadde dog rundt dobbelt så stor eksponering som sammenlignbare banker jamfør BCA Research sin rapport av 16. mars. Da innskyttere etter hvert begynte å ta ut innskuddene, tvang dette blant annet denne banken til å selge slike obligasjoner og bokføre store tap.

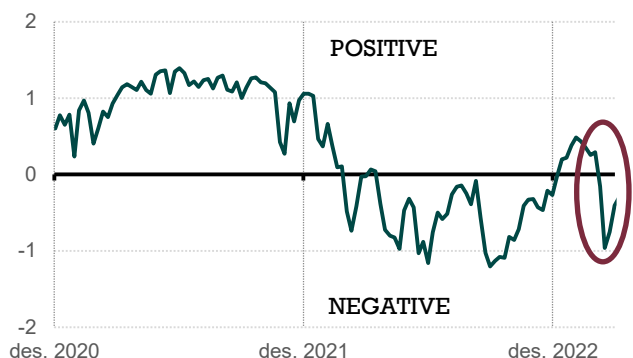
En annen svakhet for bankene er hvor raskt nyhetene om usikkerhet kan spres viralt gjennom sosiale medier. I mars gav dette tilløp til massive uttak fra en liten gruppe banker med konsentrert kundemasse.

I USA ble Silicon Valley Bank og Signature Bank hardest rammet. Federal Reserve annonserte resolutt at de ville sikre innskytterne i de to nevnte bankene og opprette [Bank Term Funding Program](#) som gir inntil ett års lån til amerikanske banker med pant i verdipapirer med høy sikkerhet. Hensikten er å sikre at bankene kan møte uttaksbehovene til innskyttere.

I Europa ble Credit Suisse den første globale, systemkritiske banken som måtte reddes siden finanskrisen. De sveitsiske myndighetene beordret full nedskrivning av bankens obligasjoner som er godkjent som kjernekapital, på engelsk kalt Additional Tier 1 (AT1) bonds. Finanstilsynet oversetter dette begrepet med hybridkapital/fondsobligasjoner. Nedskrivningen overrasket markedet, da aksjeeierne i banken ikke først mistet alle sine verdier. De sveitsiske tilsynsmyndighetene FINMA gav en [pressemelding](#) som begrunnet valget juridisk med en klausul i obligasjonskontrakten som tilsier nedskrivning av obligasjonsverdien om banken skulle motta statlig krisehjelp.

Med urolighetene i bankene litt på avstand spør gjerne en investor seg om det kommer mer. John Williams, leder for Federal Reserve Bank of New York (Fed), framhever at selskapsesifikke årsaker skapte problemer for noen banker, ikke rentehevingene alene. Som vi ser av figuren under ble Bloombergs indeks for brede, finansielle rammebetingelser i USA likevel tydelig negativ etter hendelsen. Med myndighetenes inngripen og med nyhetene litt mer på avstand, har rammebetingelsene igjen forbedret seg noe.

#### Finansielle rammebetingelser for USA ved bankuroen



Kilde: Bloomberg

IMF påpeker i sin rapport to viktige balansekunster sentralbankene må håndtere i tiden som kommer:

Selv om forventningene til styringsrenter har falt sterkere enn på flere tiår etter de siste urolighetene, hevder IMF at inflasjonspresset fremdeles er betydelig. Det kreves kløkt av Fed for å balansere den doble målsetning om moderat inflasjon og maksimal sysselsetting.

For det andre forventer IMF at netto reduksjon av sentralbankenes beholdning av obligasjoner vil sammenfalle med netto utstedelse av statsobligasjoner. Dette tilbudsskiftet kan presse ned verdiene, øke løpende avkastning på statsrenter og binde opp privat kapital.

Håpet er likevel at sentralbankene setter ned rentene før den kontraktive pengepolitikken har gitt for sterk demping av den realøkonomiske veksten og inntjeningsveksten.

## Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 14,6 % hittil i år, per 31. mars, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK og Oslo Børs Fondsindeks steget henholdsvis 6,9 % og 3,0 %.

Løpende renteavkastning for norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, har steget marginalt fra 4,1 % ved nyttår til 4,2 % per 31. mars. Kredittpåslaget har også kun steget marginalt fra 90 basispunkter ved nyttår til 93 basispunkter per 31. mars. Dette nivået er fremdeles blant de høyeste siden indeksens oppstart i 2014. Siden oppstart har ikke løpende renteavkastning vært over 5,0 %. Kredittpåslaget

har i samme periode ikke vært over 110, med unntak av starten av koronaepidemien. Ved en realøkonomisk utvikling som tilsier et større rentefall, vil denne aktivaklassen kunne skape en god avkastning.

Løpende renteavkastning for norske høyrenteobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NOHYNH har steget fra 9,3 % ved nyttår til 9,8 % i perioden. Kredittpåslaget har steget marginalt i perioden. Nivåene er ikke ekstreme sammenlignet med perioden siden indeksens oppstart i 2014. Både i perioden etter oljeprisfallet i 2014 og en i en større periode av koronapandemien, var begge måltallene betydelig høyere.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

### Likviditet

Som diskutert på side 1, er det i skrivende stund mer søkelys på konsekvensene av den allerede gjennomførte innstramningen i sentralbanklikviditeten.

Forventningene til ytterligere innstramning i pengepolitikken er hva sentralbanker ofte betegner som dataavhengig. Det vil si at den er avhengig av utviklingen i underliggende økonomier hva angår inflasjons- og sysselsettingsrelaterte data. Figuren til høyre viser forventninger til amerikansk inflasjon neste år og neste 10 år, beregnet ved forskjellen mellom inflasjonssikrede og ordinære amerikanske statsobligasjoner. Vi ser at den 1-årige inflasjonsforventningen har vært kraftig volatil. Den mer langsiktige 10-årige inflasjonsforventningen har også variert, men har siden i fjor sommer vært mer forankret i Federal Reserve sin målsetning om 2 % inflasjon. Skiftende kortsiktig inflasjonsforventninger har slått rett inn på forventede sentralbankrenter. Dette har igjen skapt svingninger i absolutt aksjeavkastning, men også relativ avkastning mellom stiler.

Per dags dato forventer markedet 0,25 prosentenheter oppgang i styringsrenten, både for amerikansk og norsk pengepolitikk. Deretter forventes den å falle utover høsten.

### Verdsetting

På samme måte som for likviditeten er oppmerksomheten for verdsettingen rettet mot konsekvensene av de pengepolitiske

## Konklusjon

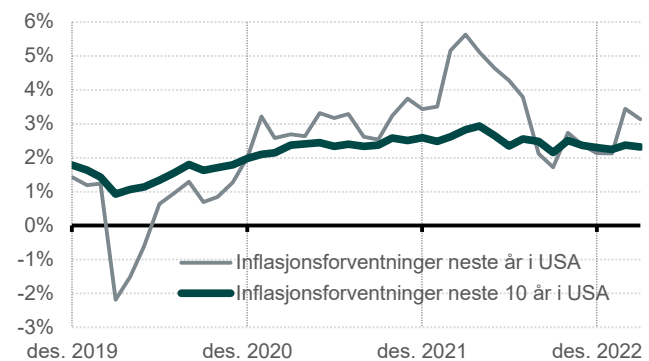
Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Sentralbanklikviditeten er stram. Hvor stram den er, avhenger av synet på langsiktig likevektsrente. Videre overraskelser for

innstramminger som har vært. Det er en generelt lav forventning til økonomisk vekst i 2024 med tilhørende lav, men positiv forventet inntjeningsvekst.

Ved lav, men positiv vekst og tilhørende rentenedgang når inflasjonen slipper taket, kan vi ennå få god avkastning for risikoaktiva. Ved svakere realøkonomisk utvikling er kanskje verdsettingen til obligasjoner høy kredittverdighet mest interessant.

### Inflasjonsforventninger driver styringsrenter



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

### Sentimentet

Sentimentet er skiftende i det volatile markedet for brede aksjeindekser for USA og Europa i første kvartal.

innstramningen vil kunne svekke forventningen til inntjeningsvekst. Dagens forventning til inntjeningsvekst er positiv, men på et lavt nivå.

Sentimentet svinger. Vi har svak overvekt i aksjer og gjør ingen taktiske endringer.

### Relevante markedsindikatorer per 31. mars 2023

Avkastningsperiode, ikke annualisert	1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield	Kurs
<b>Norske renteindekser</b>								
NOLQSTD	0.14%	0.90%	0.90%	2.46%	4.66%	7.58%	4.35%	
NOGOVD3M	0.26%	0.72%	0.72%	1.83%	2.14%	4.27%	2.78%	
NORM123D3	1.42%	0.88%	0.88%	1.33%	1.36%	6.91%	4.16%	
NOHYNH	-0.60%	2.23%	2.23%	6.82%	45.00%	26.75%	9.83%	
<b>Globale renteindekser</b>								
Bl. Global Agg. H. NOK	2.07%	2.44%	2.44%	-5.44%	-7.74%	0.86%		
Bl. Global HY H. NOK	0.31%	2.42%	2.42%	-5.76%	12.04%	1.52%		
<b>Norske aksjeindekser</b>								
OSEFX	-3.15%	2.96%	2.96%	-5.76%	64.44%	48.39%		
OSEBX	-3.82%	0.38%	0.38%	-5.37%	68.79%	48.21%		1193.6
OSEEX	-3.80%	2.51%	2.51%	-7.40%	97.22%	97.84%		
<b>Nordiske aksjeindekser</b>								
VINX BM Cap NOK NI	2.54%	13.64%	13.64%	12.75%	58.22%	85.97%		
VINX Real Estate NOK NI	-8.02%	1.13%	1.13%	-32.02%	-4.50%	46.86%		
<b>Globale aksjeindekser regioner</b>								
MSCI ACWI NR	3.95%	14.61%	14.61%	10.20%	54.64%	86.77%		
MSCI ACWI NR NOK Hedged	2.38%	6.89%	6.89%	-7.94%	47.89%			
MSCI World NR	3.95%	15.06%	15.06%	10.70%	58.87%	96.41%		
MSCI World NR NOK Hedged	2.43%	7.35%	7.35%	-7.82%	52.12%			
MSCI Developed Europe (EMEA)	3.23%	18.09%	18.09%	20.70%	53.22%	65.33%		
MSCI Developed North America	4.20%	14.75%	14.75%	8.19%	65.43%	118.31%		
MSCI Emerging Latin America NR	1.69%	11.00%	11.00%	5.90%	66.12%	21.74%		
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	3.65%	11.19%	11.19%	8.45%	29.77%	40.81%		
MSCI Japan NR	4.84%	13.41%	13.41%	12.83%	24.76%	42.31%		
MSCI Emerging Mkts NR	3.89%	11.03%	11.03%	6.32%	26.28%	27.66%		
<b>Globale aksjeindekser sektorer</b>								
MSCI ACWI Communication Services	9.66%	25.13%	25.13%	0.60%	24.13%	61.92%		
MSCI ACWI Consumer Discretionary	4.78%	21.96%	21.96%	4.63%	48.59%	79.70%		
MSCI ACWI Consumer Staples	5.44%	10.40%	10.40%	19.80%	35.79%	77.49%		
MSCI ACWI Energy	-0.46%	3.49%	3.49%	26.74%	125.08%	70.25%		
MSCI ACWI Financials	-5.75%	5.24%	5.24%	6.21%	56.73%	49.17%		
MSCI ACWI Health Care	3.99%	4.97%	4.97%	14.16%	41.55%	109.63%		
MSCI ACWI Industrials	2.93%	14.00%	14.00%	17.52%	63.71%	76.12%		
MSCI ACWI Information Technology	10.40%	28.62%	28.62%	10.15%	79.67%	175.82%		
MSCI ACWI Materials	2.54%	12.48%	12.48%	7.87%	78.73%	80.84%		
MSCI ACWI Real Estate	-1.34%	7.34%	7.34%	-4.53%	15.05%	37.27%		
MSCI ACWI Utilities	5.87%	6.08%	6.08%	11.44%	28.20%	79.71%		
<b>Globale aksjeindekser stiler</b>								
MSCI ACWI Growth	7.45%	21.53%	21.53%	7.12%	51.88%	105.66%		
MSCI ACWI Minimum Volatility	4.58%	8.44%	8.44%	11.79%	27.77%	70.89%		
MSCI ACWI Momentum	1.94%	5.66%	5.66%	2.03%	35.65%	80.69%		
MSCI ACWI Quality	7.38%	18.29%	18.29%	9.82%	53.54%	115.26%		
MSCI ACWI Value	0.49%	8.13%	8.13%	12.50%	54.16%	64.71%		
<b>Valuta</b>								
USDNOK	0.84%	6.81%	6.81%	19.06%	0.73%	33.61%		10.5
EURNOK	3.29%	8.17%	8.17%	16.69%	-1.14%	17.48%		11.4
GBPNOK	3.49%	8.91%	8.91%	11.76%	0.13%	17.57%		12.9
SEKNOK	1.67%	7.18%	7.18%	7.81%	-3.97%	7.29%		100.8
<b>Råvarer</b>								
Brent Crude (USD/Boe)	-4.91%	-7.15%	-7.15%	-26.08%	250.79%	13.52%		79.8
LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	8.50%	9.15%	9.15%	1.93%	23.04%	49.54%		1979.7
MSCI ACWI Commodity NR	-0.38%	-1.25%	-1.25%	-0.79%	119.50%	37.94%		
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	4.32%	57.03%	57.03%	40.45%	99.02%	80.16%		117.3
S&P Goldman Sachs Commodity	-0.52%	0.50%	0.50%	-5.63%	126.28%	69.33%		
<b>Andre indekser</b>								
Dow Jones	2.94%	7.80%	7.80%	17.12%	61.25%	105.58%		
FTSE EPRA/NAREIT	-2.45%	7.64%	7.64%	-6.42%	22.04%	39.41%		
Hang Seng	4.34%	9.84%	9.84%	16.20%	-6.69%	6.52%		
NASDAQ 100	10.46%	28.99%	28.99%	7.11%	72.58%	179.97%		
S&P 500	4.54%	14.82%	14.82%	10.24%	66.62%	126.93%		

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra administrator.

**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.