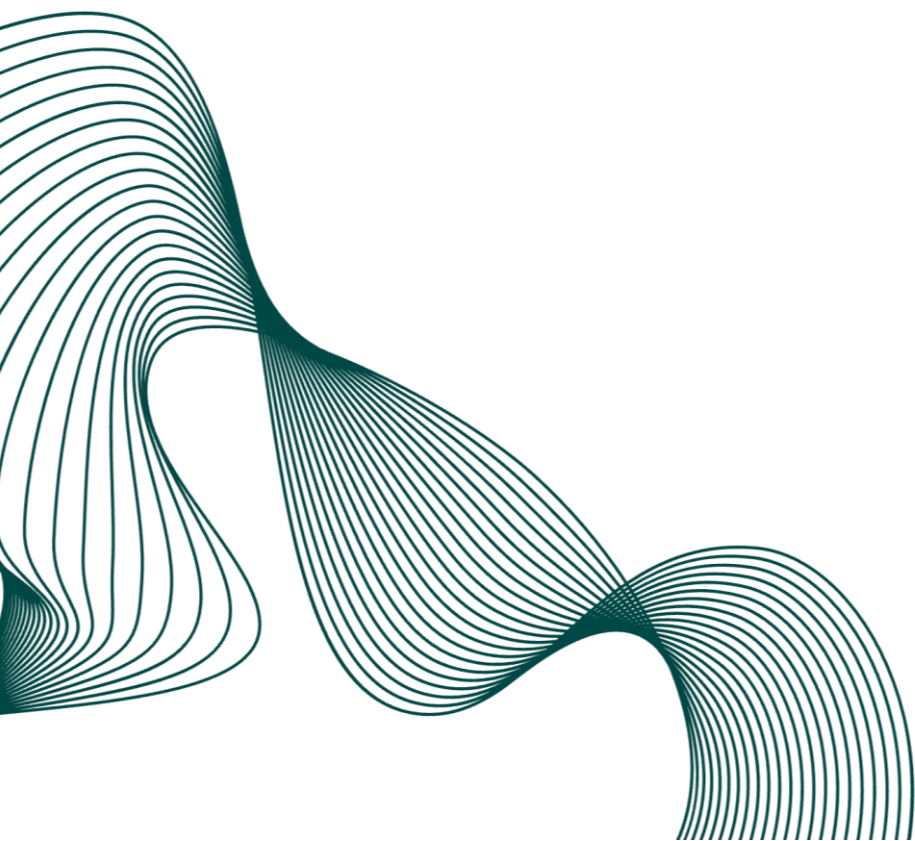


# Månedsbrev desember 2024



## En refleksjon

«In the euro area, while inflation pressures are receding, market participants are concerned about the potential for weaker than expected growth»

Luis de Guindos, visepresident i Den europeiske sentralbanken, Financial Stability Review, november 2024

## Flere år etter nullrente – hvordan vurderer sentralbankene utviklingen?

Pengepolitikken spilte i mange år førstefolin i analysen av global økonomisk vekst, med svært lave renter og ekstraordinære tiltak for å unngå deflasjon og stagnasjon. Figuren under viser hvordan styringsrentene hos store sentralbanker lenge lå lavt etter finanskrisen i 2008. Nå har inflasjonen og den økonomiske veksten steget og brakt med seg tilhørende høyere rentenivåer. Det er enkelt å påpeke hvor ofte sentralbankene har tatt feil i sine forventninger til renteutviklingen, men det er en like enkel feil å neglisjere de grunnleggende vurderingene til de komiteene som setter rentenivået for det globale markedet. Hvordan vurderer de store sentralbankene status quo?

I USA offentliggjorde **Federal Reserve (Fed)** 26. november referatet fra forrige rentemøte. Fed vurderer at realverdien av BNP har hatt en solid vekst i år. Nye jobber blir tilgjengelig på arbeidsmarkedet, men i et svakere tempo enn tidligere. Inflasjonen har blitt svakere, men ikke så svak som forventet. Dermed steg rentenivået. Selv om det fortsatt forventes fallende styringsrente, er forventningen til fall moderert.

Stabsanalysen i Fed anser aksjemarkedets verdsettelse som høy og risikopremiene som lave. Generelt vurderer de gjeldsrisikoen som moderat. Husholdningene ble ansett å ha solide balanser. En del av det private næringslivet har noe redusert evne til gjeldsbetjening, mens større, børsnoterte selskaper ble generelt ansett å ha god evne til gjeldsbetjening.

**Den europeiske sentralbanken (ESB)** publiserte 14. november referatet fra deres siste pengepolitiske møte. Der ble det framhevet at den økonomiske veksten for euroområdet har vært svakere enn forventet. Det ble framhevet at samlet PMI, som måler vekst i næringslivet, var svekket på bredt

grunnlag. Møtet vurderte at risikoen lå sterkest i retning av ytterligere svekkede forventninger til økonomisk vekst. ESB vurderte at også lønnsveksten ville bli svakere og at inflasjonen ville nå sentralbankens mål i 2025.

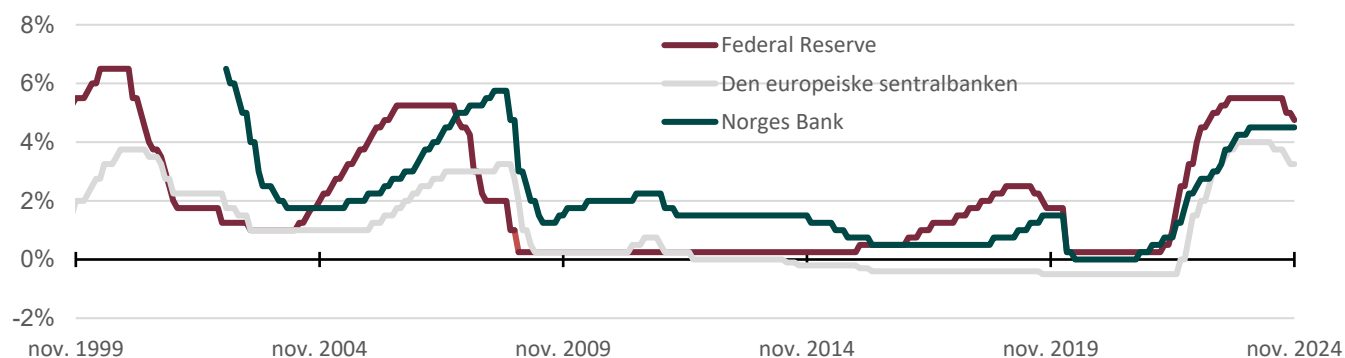
I Kina publiserte **Peoples Bank of China (PBC)** sin vurdering av den globale økonomiske utviklingen i siste møte. De vurderte den globale økonomiske veksten til å være svekket. Komiteen mener at Kina er stabilt, men ser utilstrekkelig innenlandsk konsum. Det ble argumentert for sterkere og mer målrettede pengepolitiske virkemidler for å løfte konsumet.

**Norges Bank** vurderte i rentemøtet 6. november at veksten i norsk økonomi gjennom fjoråret og så langt i år har vært lav. Det er usikkerhet om den videre utviklingen i norsk økonomi. Høy prisvekst og økte renter har redusert kjøpekraften og bidratt til svak vekst i husholdningenes forbruk. Så langt i år har den økonomiske veksten hos våre viktigste handelspartnere tatt seg noe opp. Inflasjonen i Norge er svekket fra toppen, men fortsatt så høy at det er nødvendig med kontraktiv pengepolitikk.

Budskapet fra alle disse sentralbankene har generelt vært at pengepolitikken skal være forutsigbar og løpende justeres i tråd med utviklingen i realøkonomien.

Et naturlig spørsmål fra leser vil være: «I hvilken region er det nå Industrifinans vil investere i?» Allokering mellom de ulike regionene overlates i utgangspunktet til den enkelte fondsforvalter av globale mandater. Vår investeringshorisont strekker seg forbi svingninger i sentiment og konjunkturer og realiserer på den måten verdien i veldrevne selskaper i et attraktivt produktmarked med sterk forretningsmodell.

### Sentralbankrenter over tid



Kilde: Bloomberg, sentralbankene

## Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

MSCI ACWI har steget 30,7 % hittil i år per 29. november, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged to NOK steget 21,8 %. En betydelig andel av avkastningen hittil i år i åpen valuta har kommet fra svekkelsen av NOK mot flere valutaer. Denne utviklingen har vedvart over flere år.

Avkastningen til MSCI ACWI har vært konsentrert hittil i år, hvor vi estimerer at under 40 av indeksens mer enn 2500 selskaper har stått for over halvparten av indeksavkastningen.

Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX) har hatt 13,6 % avkastning hittil i år, per 29. november. I samme periode hadde MSCI Europa 13,3 % avkastning og MSCI North America, som inkluderer USA, 38,5 % avkastning, begge målt i NOK. Europa har hatt svakest regionavkastning blant utviklede markeder. I samme periode har MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan, som inkluderer Kina, hatt 21,0 % avkastning.

Referanseindeksen for obligasjoner høy kredittverdighet, NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, hadde 4,3 % i effektiv rente per 29. november, lavere enn ved utgangen av oktober, men fremdeles høyere enn ved nyttår. Samtidig har effektiv rente for de andre nordiske landene falt gjennom året. Referanseindeksen for høyrente, NBP Norwegian HY Aggregated Index NOK Hedged, hadde 8,9 % i effektiv rente per 30. november. Risikopåslaget (credit spread) var 5,1 prosentenheter samme tid, en av de laveste verdiene siden indeksen ble etablert for snart 10 år siden.

Hittil i år per 29. november er avkastningen til NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index 4,1 %, ikke langt fra effektiv rente ved årets start. Bloomberg Global Aggregate Corporate TR 3-5 years, som representerer det globale kredittobligasjonsmarkedet med høy kredittverdighet har tilsvarende effektiv rente og noe høyere rentefølsomhet.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

### Likviditet

Sentralbanklikviditeten er fremdeles stram. Sentralbankbalansene reduseres fremdeles og legger ytterligere beslag på likviditet. På den annen side kuttes sentralbankrentene og blir mindre kontraktive. Se ellers temaartikkelen på forrige side.

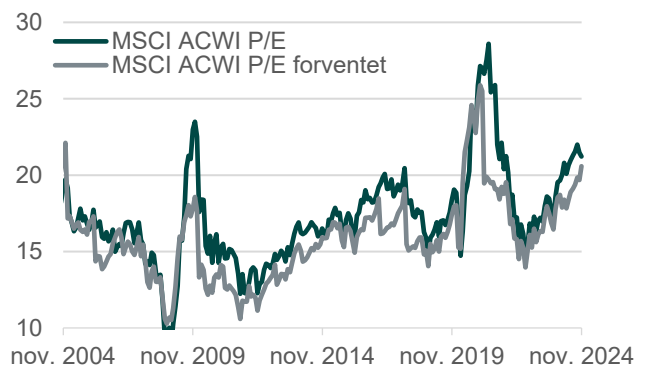
Vi har fremdeles høyere rentefølsomhet for relevante aktivklasser bestående av obligasjoner med høy kredittverdighet. Hensikten for denne aktive, taktiske posisjonen er i høyere grad å sikre den fremdeles relativt høye effektive renten. Med skiftende sentiment i forventningen til renteutviklingen, vil også avkastningen knyttet til denne posisjonen variere. Skulle rentenivået falle, vil høyere rentefølsomhet være gunstig.

### Verdsetting

Verdsettingen er høy for det globale aksjemarkedet, som framgår av figuren til høyre, og reflekterer forventninger om ytterligere styrket inntjening og fallende rentenivå. Dette

gjelder både om vi måler pris på oppnådd inntjening (P/E) eller pris på estimert, fremtidig inntjening (P/E forventet).

### Verdsettingen av det globale aksjemarkedet



Kilde: Bloomberg, MSCI

### Sentimentet

Sentimentet, som målt ved glidende gjennomsnitt i aksjemarkedsutviklingen, er positivt i USA, litt mer usikkert i Norge og negativt i Europa.

## Konklusjon

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

Taktisk allokering vurderer vi slik: Sentralbanklikviditeten er stram, men i ferd med å lettes. Inflasjonen er svekket, og det forventes ytterligere rentekutt gjennom vinteren. Verdsettingen

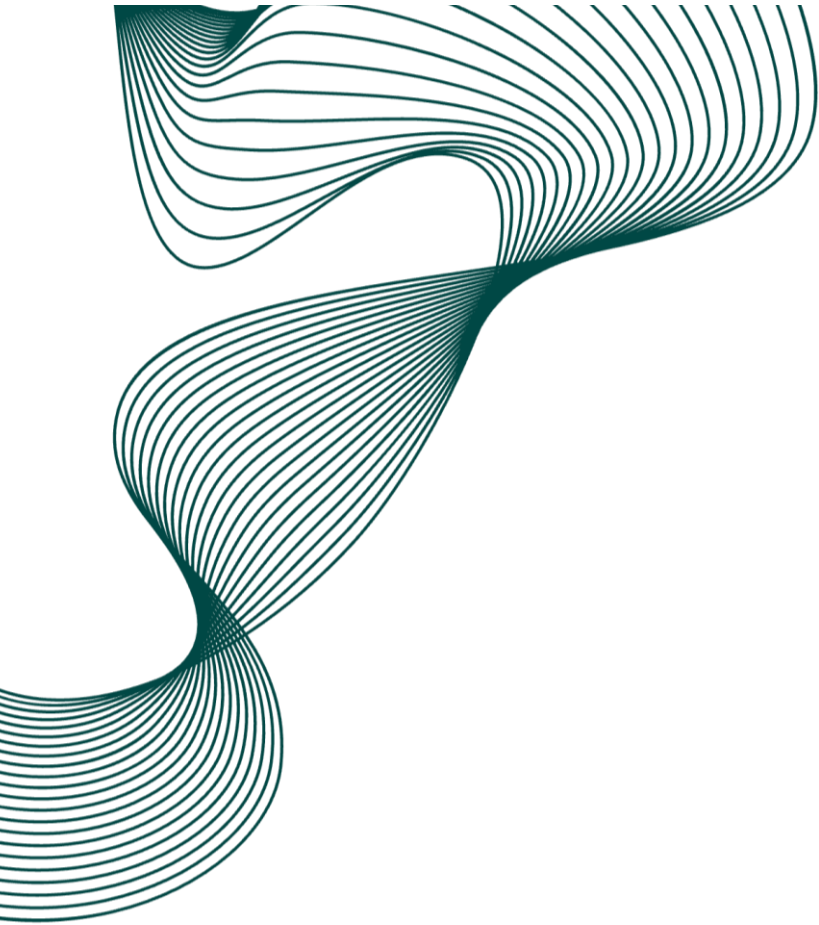
er høy. Sentimentet er blandet. Vi er om lag nøytralt vektet mellom aktivklassene etter rebalansering i november.

Vi opprettholder taktisk allokering til høyere rentefølsomhet i aktivklasser av obligasjoner med høy kredittverdighet.

Relevante markedsindikatorer per 30. november 2024

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,36 %	1,19 %	4,84 %	5,36 %	11,68 %	14,06 %	5,04 %
	NOGOVD3M	0,36 %	1,07 %	4,03 %	4,35 %	8,87 %	9,79 %	4,33 %
	NORM123D3	1,41 %	0,60 %	4,07 %	5,65 %	5,71 %	10,91 %	4,27 %
	NOHYNH	0,58 %	2,10 %	10,71 %	12,01 %	29,54 %	41,40 %	8,90 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	1,17 %	0,77 %	3,29 %	6,33 %	-4,90 %	-1,06 %	
	Bl. Global HY H. NOK	1,30 %	2,91 %	10,02 %	13,92 %	8,71 %	14,82 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	1,42 %	1,34 %	13,58 %	14,94 %	19,14 %	57,55 %	
	OSEBX	1,59 %	1,03 %	11,30 %	11,53 %	23,11 %	61,14 %	1454,2
	OSEEX	-0,79 %	4,23 %	25,04 %	35,13 %	44,16 %	133,57 %	
	OBX ESG	1,96 %	3,76 %	20,98 %	24,27 %	28,57 %	64,33 %	
	OBX ESG ex O&G	0,40 %	3,83 %	15,14 %	18,84 %	11,56 %	54,23 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-2,77 %	-5,68 %	9,30 %	11,82 %	17,72 %	79,06 %	
	VINX Real Estate NOK NI	-3,29 %	-5,64 %	2,39 %	15,20 %	-30,70 %	8,67 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	3,97 %	8,24 %	30,71 %	28,90 %	52,72 %	105,13 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	4,12 %	4,87 %	21,84 %	26,50 %	24,10 %		
	MSCI World NR	4,82 %	8,89 %	32,35 %	30,65 %	57,48 %	115,06 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	4,91 %	5,48 %	23,12 %	27,96 %	27,45 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-1,47 %	-3,12 %	13,33 %	11,97 %	38,55 %	62,07 %	
	MSCI Developed North America	6,47 %	12,25 %	38,46 %	36,50 %	64,30 %	141,44 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-5,30 %	-6,40 %	-14,83 %	-13,22 %	46,87 %	18,66 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-2,01 %	4,54 %	21,04 %	19,19 %	23,05 %	48,74 %	
	MSCI Japan NR	0,88 %	0,32 %	18,05 %	15,93 %	35,85 %	55,19 %	
MSCI Emerging Markets NR	-3,38 %	2,51 %	16,93 %	14,33 %	17,73 %	40,21 %		
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI ACWI Communication Services	2,74 %	12,64 %	39,91 %	36,29 %	42,06 %	92,63 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	7,59 %	15,98 %	28,28 %	26,57 %	27,09 %	92,20 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	2,25 %	2,69 %	18,05 %	14,18 %	37,49 %	53,12 %	
	MSCI ACWI Energy	4,42 %	4,11 %	18,80 %	12,38 %	94,31 %	87,30 %	
	MSCI ACWI Financials	6,77 %	13,02 %	40,28 %	39,65 %	71,19 %	99,88 %	
	MSCI ACWI Health Care	-0,78 %	-4,40 %	16,67 %	14,49 %	36,35 %	74,72 %	
	MSCI ACWI Industrials	4,35 %	8,61 %	29,41 %	30,86 %	62,63 %	97,94 %	
	MSCI ACWI Information Technology	4,48 %	9,75 %	41,53 %	39,19 %	70,87 %	215,96 %	
	MSCI ACWI Materials	-1,73 %	1,47 %	8,43 %	8,74 %	28,76 %	72,96 %	
	MSCI ACWI Real Estate	2,71 %	6,38 %	19,63 %	21,73 %	17,91 %	26,74 %	
MSCI ACWI Utilities	1,17 %	7,16 %	29,73 %	26,44 %	51,29 %	62,81 %		
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Growth	4,56 %	9,34 %	34,39 %	31,83 %	46,64 %	128,30 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	3,16 %	5,70 %	25,77 %	22,16 %	44,68 %	59,69 %	
	MSCI ACWI Momentum	2,78 %	8,11 %	45,87 %	43,05 %	48,56 %	112,02 %	
	MSCI ACWI Quality	2,67 %	4,79 %	32,57 %	30,76 %	56,10 %	134,36 %	
	MSCI ACWI Value	3,35 %	7,10 %	26,96 %	25,91 %	57,01 %	78,60 %	
Valuta	USDNOK	0,22 %	4,31 %	8,62 %	2,21 %	22,32 %	19,78 %	11,0
	EURNOK	-2,45 %	-0,35 %	3,97 %	-0,70 %	13,90 %	14,95 %	11,7
	GBPNOK	-0,98 %	0,84 %	8,57 %	2,81 %	16,85 %	17,84 %	14,0
	SEKNOK	-1,78 %	-2,12 %	0,42 %	-1,67 %	1,09 %	4,97 %	101,2
Råvarer	Brent Crude (USD/Boe)	-0,30 %	-7,44 %	-5,32 %	-11,94 %	3,36 %	16,83 %	72,9
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-3,04 %	5,48 %	27,55 %	30,24 %	46,92 %	81,56 %	2651,1
	MSCI ACWI Commodity NR	0,31 %	-2,01 %	1,96 %	4,70 %	35,30 %	53,14 %	
	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	11,60 %	12,72 %	-4,88 %	3,69 %	40,02 %	40,66 %	86,6
	S&P Goldman Sachs Commodity	0,50 %	4,11 %	8,63 %	-1,48 %	25,43 %	56,81 %	
Andre indekser	Dow Jones	7,98 %	13,15 %	31,66 %	30,00 %	68,43 %	112,39 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	2,62 %	4,43 %	17,98 %	21,53 %	16,07 %	23,21 %	
	Hang Seng	-4,11 %	13,99 %	29,82 %	22,35 %	13,34 %	5,77 %	
	NASDAQ 100	5,55 %	11,75 %	36,11 %	35,20 %	61,85 %	210,81 %	
	S&P 500	6,10 %	11,77 %	39,11 %	36,85 %	68,39 %	149,06 %	

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Avkastningen er ikke annualisert. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI, Nordic Bond Pricing eller direkte fra indeksadministrator.



## Industrifinans

Tillit gjennom mennesker og prestasjoner

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.