

Månedsbrev 9. november 2016

En refleksjon

+Central banks would like to overshoot their inflation targets as insurance against the next recession. Bond markets don't believe they can achieve this.+

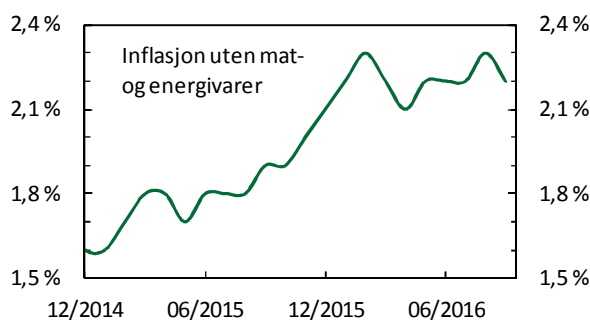
Lombard Street Research, 6. oktober 2016

Makro

I de siste år har økonomisk vekst og inflasjon generelt skuffet i forhold til forventningene. Svak vekst og svekket inflasjon har bidratt til deflasjonsfrykt og stadig lavere rentenivåer.

Både Lombard Street Research og BCA Research, begge anerkjente og uavhengige analyseselskaper innen makroøkonomi, reiser nå spørsmålet om vi står foran et trendskifte på kort til mellomlangt sikt. Selv om ikke rentenivået skal tilbake til gamle høyder, har 10-års statsrenter de siste månedene steget i sentrale land. Inflasjonsforventningene i flere land stiger. I USA har også realisert kjerneinflasjon vært i en stigende trend siden 2015, noe som vises av figuren nedenfor.

Stigende kjerneinflasjon i USA



Kilde: Bloomberg

Lombard Street skriver at det globale bakteppet blir gradvis mer inflatorisk. Råvareprisene som bidro til den lave inflasjonen, har stabilisert seg og ligger nå betydelig over bunnivåene tidligere i år. I Kina har fallet i produsentprisindeksen stoppet, og trenden viser nå en positiv utvikling. I USA rapporteres det tiltagende lønnsvekst uten at produktivitetsveksten stiger tilsvarende.

BCA Research vektlegger at den ledige produksjonskapasiteten i industrialiserte land nå er vesentlig redusert. Dette skyldes i

hovedsak at tilbudssiden er svekket, ikke at etterspørselen har tatt seg vesentlig opp. Dette kan bidra til økte priser og økt inflasjonspress, selv om veksten ikke nødvendigvis blir så sterk. Arbeidsledigheten har videre falt i de fleste viktige økonomier og nærmer seg flere steder full sysselsetning. Dette bør bidra til lønnsvekst fremover også i andre land enn USA.

Markedene har fortsatt lave forventninger til global vekst og inflasjon, kanskje for lave på kort til mellomlangt sikt. Det kan på bakgrunn av ovennevnte argumenter være grunn til å tro at både vekst og inflasjon kan overraske positivt i de kommende månedene. På lengre sikt tror vi derimot at både den demografiske utviklingen og produktivitetsutviklingen vil legge en demper for vesentlig styrking av vekst og inflasjon.

Det er videre en usikkerhet hvordan valgresultatet i USA vil påvirke utviklingen. I sin første tale fremsto Donald Trump som forsonende, men kun tiden vil vise hvilken politikk han vil føre.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen har hittil i år vært drevet av en positiv utvikling i oljepris og kronekurs. I de siste ukene har volatiliteten i markedene økt betydelig som følge av den tilspissede valgkampen i USA.

Per 8. november har indeksen MSCI Developed World falt med 3,6 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 8,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 4,5 %. Lange renter i Norge er tilbake på samme nivå som ved årsskiftet, og den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har nå gitt en avkastning på 1,0 %. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,5 %. Lange renter i USA og Tyskland er fortsatt under nivåene ved inngangen til året, selv etter siste måneders oppgang.

Råvarepriser har steget i år. Oljeprisen har steget 23,5 %, gullprisen har steget 20,2 %, aluminiumsprisen har steget 15,0 %, mens kobberprisen har steget med 10,9 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Utvalgte markeder

Pr. 8. november 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	635,45	4,13 %
Dow Jones	18332,74	5,21 %
S&P 500	2139,56	4,68 %
DAX	10482,32	-2,43 %
FTSE 100	6843,13	9,62 %
Nikkei 225	17171,38	-9,78 %
Hang Seng	22909,47	4,54 %
WTI Olje	44,98	21,44 %
Brent Olje	46,04	23,50 %
Gull	1275,65	20,18 %
Kobber	5218,75	10,90 %
USDNOK	8,23	-6,91 %
EURNOK	9,07	-5,54 %
GBPNOK	10,19	-21,81 %
SEKNOK	91,55	-12,60 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år. Hittil i år har GBP og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 21,8 % og 12,6 %. I samme periode har USD og EUR svekket seg mot NOK med henholdsvis 6,9 % og 5,5 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Sentralbankene har lenge ønsket at inflasjonen skal ta seg opp. Inflasjonen har ligget under inflasjonsmålene for de fleste store sentralbanker i mange år. Både den amerikanske og den engelske sentralbanksjefen har uttrykt at de kan både ønske og akseptere at inflasjonen nå for en periode skulle bli høyere enn målsetningene, slik at inflasjonsmålene kan vurderes mot et realisert gjennomsnitt over flere år. Det kan derfor være grunn til å anta at sentralbankene vil videreføre den ekspansive pengepolitikken lenger enn det som strengt tatt ville vært nødvendig for å nå inflasjonsmålet.

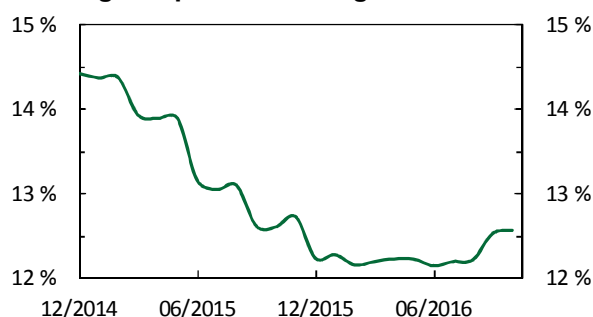
Problemet er at rentemarkedet ikke har priset inn denne sterkere inflasjonen i dagens obligasjonskurser. Rentemarkedet har mistet troen på at sentralbankene vil evne å skape inflasjon med sin pengepolitikk. Som tidligere kommentert, har en vesentlig del av verdens statsobligasjoner negativ rente. Dersom rentemarkedet skulle endre syn på inflasjonsutviklingen, kan vi få en plutselig og kraftig renteoppgang som gir store kursfall på obligasjoner med lang rentedurasjon. En sterk renteoppgang vil også kunne være negativt for aksjemarkedene, mens en moderat høyere inflasjon og svak renteoppgang kan være positivt, såfremt selskapsinntjeningen øker.

Dersom global økonomisk vekst overgår forventningene fremover, vil dette isolert være positivt for aksjekursene. Høyere inflasjon vil dog gi større lønnspress. Økte lønninger vil

kunne redusere marginene i mange selskaper, og økte renter vil isolert bidra til lavere verdsettelse.

Figuren nedenfor viser egenkapitalavkastningen i selskapene i S&P 500, som er USA sin viktigste aksjeindeks. Egenkapitalavkastningen har jevnt over vært fallende i mange år. Som her vist var fallet betydelig i 2015 og 2016. De siste månedene er det dog tegn til en positiv utvikling. Aksjemarkedet i USA har holdt seg i verdi på tross av fallende egenkapitalavkastning, høyst sannsynlig som følge av lave renter.

Egenkapitalavkastning S&P 500



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Det er klart at både Brexit og valgeresultatet i USA er signaler til det etablerte politiske system på at det er store ubalanser i mange land og samfunn som dagens politikere må ta på alvor.

Konsekvensene for kapitalmarkedene vil avhenge av hvilken politikk som vil bli gjennomført i tiden som kommer.

Vi opprettholder vår nøytrale vekt innen norske og internasjonale aksjer. Innen renteporteføljen har vi kort durasjon på bakgrunn av de forhold som er diskutert i brevet.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no