

Styrket vekst i Europa, men se opp for sentralbankene

Oslo, 9. oktober 2017

En refleksjon

"Mrs Yellen and Mr Draghi seem committed to tightening, both quantitatively and via interest rates, but monetary conditions will remain fairly stimulative so long as inflation does not become a problem."

Charles Dumas, Lombard Street Research, september 2017

Makro

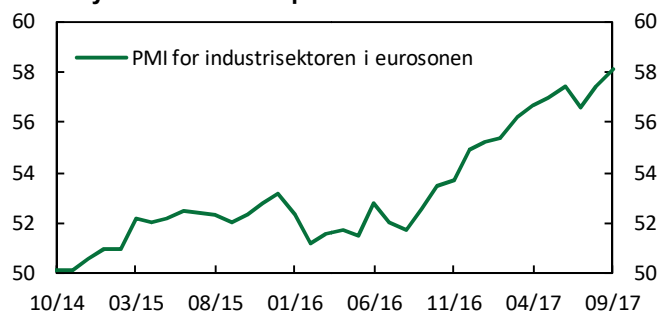
Den globale økonomiske utviklingen fortsetter å styrke seg. Både Kina, USA og Europa bidrar positivt. Det er ventet at veksten i Kina vil avta noe neste år. Den politiske ledelsen i Kina har aktivt stimulert økonomien frem mot den viktige partikongressen, som begynner senere i oktober. Dette har bidratt til en kraftig, men ikke bærekraftig veksttakt i gjeldsoppbyggingen. Det er trolig at politikken fra neste år vil bli mer balansert. Den styrkede veksten i USA og Europa er derimot bredere forankret. I USA er nå arbeidsledigheten den laveste på 16 år.

Den store positive endringen i verdensøkonomien, ifølge Lombard Street Research, er likevel at det kontinentale Europa nå fremstår som et lokomotiv. Veksten er drevet av intern etterspørselsvekst i regionen som genererer økt handel mellom landene som igjen stimulerer økonomiene i en positiv og selvforsterkende spiral. Figuren til høyre viser Markit Eurozone Manufacturing PMI, som er en indikator for tilstanden i industrien. Veksten har stadig styrket seg de siste årene. Mye tyder på at oppgangen vi nå ser er mye bredere og sunnere enn i årene før finanskrisen. Den gang skyldtes en stor del av oppgangen gjeldsfinansiert vekst og til dels spekulativ eiendomsutvikling i land som Spania.

Lombard Street Research mener at drivkraften er Tyskland og landene i det nordlige og sentrale Europa, fra Skandinavia i nord, Benelux i vest til Sveits og Østerrike i sør. Samlet BNP i denne regionen er dobbelt så stor som i Tyskland, og landene er svært økonomisk integret. Veksten og dynamikken i denne regionen trekker nå i økende grad land som Polen, Ungarn, Tsjekkia, Slovakia og Slovenia med i en positiv spiral, hvor de sistnevnte alene står for 40 millioner innbyggere.

I Frankrike har president Macron presentert sine visjoner for Frankrike og Europa, som fremstår som svært vekstvennlige. Med Angela Merkel i fire nye år som tysk forbundskansler, kan Frankrike og Tyskland nå sammen sette nye mål for EU. I Italia har de ytterliggående partiene nedprioritert Italias utmelding av euroen som politisk kampsak. Dette har bidratt til redusert politisk risiko knyttet til neste års valg i Italia.

Styrket vekst i Europa



Kilde: Bloomberg

I det store og hele er det et positivt og styrket bilde som tegnes av Europa, men hvor Brexit og den nylige folkeavstemningen i Catalonia fremstår som to usikkerhetsmomenter. Disse prosessene virker å gi mest negative effekter lokalt og i mindre grad gi ringvirkninger for resten av regionen. På den spanske børsen er de to katalanske storbankene Caixa og Banco Sabadell blant de store kurstaperne de siste dagene. I Catalonia vil om lag halvparten av befolkningen forbli i Spania, mens den andre halvparten vil ha selvstendighet. Folkeavstemningen var lite representativ da tilhengerne av å forbli en del av Spania stort sett ikke stemte, siden folkeavstemningen i seg selv var erklært lovstridig og aktivt motarbeidet av spanske myndigheter.

Avkastning – hittil i år

September ble en meget sterk måned for norske aksjer. Internasjonale aksjer hadde også en veldig god utvikling.

Hittil i år per 6. oktober har indeksen MSCI Developed World steget med 8,1 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 20,5 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 13,2 %.

ST5X har hittil i år gitt en positiv avkastning på 1,5 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X,

har gitt en avkastning på 0,4 %. Gullprisen har steget med 10,8 % målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD har svekket seg i år mot de fleste store valuter. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år med unntak av EUR og SEK. EUR og SEK har styrket seg mot NOK med henholdsvis 3,2 % og 3,9 %. USD og CHF har svekket seg mot NOK med henholdsvis 7,5 % og 3,7 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

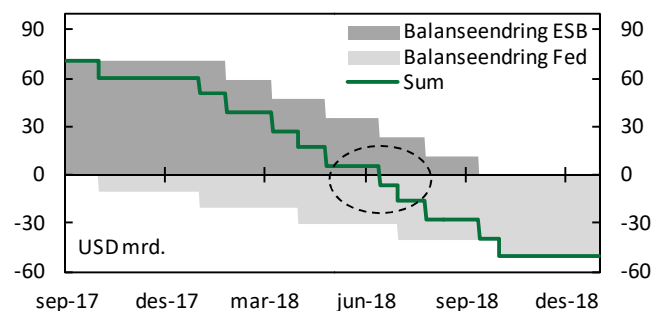
En svært stimulerende pengepolitikk fra sentralbankene med et ekstraordinært lavt rentenivå har bidratt til å støtte opp om sterke aksjemarkeder. En fortsatt positiv økonomisk utvikling vil medføre en gradvis normalisering av denne pengepolitikken med et høyere rentenivå til følge. Den amerikanske sentralbanken (Fed) har annonsert en gradvis nedbygging av balansen, mens den europeiske sentralbanken (ESB) høyst sannsynlig vil annonsere en lavere takt i oppbyggingen av balansen fra første kvartal 2018.

Figuren til høyre, som er utarbeidet av Lombard Street Research, viser at i henhold til deres vurderinger, vil Fed og ESB i sum gå fra netto oppbygging til netto nedbygging av balansen rundt midten av 2018. Japan antas å fortsette med en stimulerende pengepolitikk også i 2018.

Isolert sett vil dette medføre høyere renter, høyere avkastningskrav og lavere aksjeverdier. På den annen side kan den tidligere omtalte styrkede økonomiske utviklingen medføre fortsatt stigende overskudd i bedriftene, som støtter opp om et stigende aksjemarked. Sentrale parametere å følge i dette bildet er utviklingen i reallønner og inflasjon. Det blir viktig at

sentralbankene doserer innstramningene riktig i forhold til underliggende vekst og inflasjonsutvikling. I Fed er både ledervervet og nestledervervet på valg de neste seks månedene. Begge roller har stor innflytelse i å forme den videre pengepolitikken.

Se opp for sentralbankene



Kilde: Lombard Street Research, Industrifinans

Den siste tids positive utvikling i aksjemarkedene medfører at alle store regioner nå er i positiv trendutvikling på kort og mellomlangt sikt. Risikovilligheten er høy og den ofte brukte volatilitetsindeksen VIX handles nå rundt sitt laveste nivå hittil i år.

Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og reflekterer forventninger til fortsatt god økonomisk utvikling, lav inflasjon og lave renter. De samlede utsiktene for økonomien, inflasjonen og rentene er i sum fortsatt positive, men situasjonen er likevel sårbar for negative nyheter.

Vi opprettholder vår nøytralvekt i aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kreditt-eksponering og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 29. september 2017

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.0 %	0.1 %	0.4 %	0.5 %	2.2 %	5.3 %	0.40 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.0 %	0.3 %	1.1 %	1.0 %	5.9 %	9.7 %	0.89 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.1 %	0.5 %	1.8 %	0.7 %	8.8 %	13.5 %	1.18 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.4 %	0.7 %	2.6 %	0.2 %	10.4 %	17.4 %	1.85 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.5 %	0.6 %	2.2 %	-0.3 %	9.7 %	16.3 %	1.61 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0.7 %	2.3 %	7.7 %	8.8 %	21.8 %	40.6 %	5.11 %
Oslo Børs Fondsindeks	5.5 %	11.3 %	12.7 %	22.1 %	30.3 %	77.1 %	762.94
Oslo Børs Hovedindeks	5.8 %	12.7 %	14.5 %	25.7 %	29.0 %	75.6 %	783.09
Oslo Børs Small Cap Index	2.6 %	5.5 %	1.0 %	17.4 %	1.4 %	39.3 %	646.91
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.1 %	10.0 %	23.5 %	46.6 %	57.6 %	168.5 %	1 644.18
Oslo Børs Eiendomsindeks	-1.5 %	1.9 %	10.6 %	7.2 %	50.9 %	92.3 %	--
VINX Benchmark Cap	4.4 %	1.6 %	17.3 %	22.1 %	53.3 %	133.9 %	385.82
MSCI All Countries (AC) World Local	2.1 %	4.2 %	13.7 %	18.5 %	29.0 %	77.8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	4.5 %	-0.3 %	8.0 %	17.5 %	52.8 %	126.0 %	--
MSCI Developed World	4.8 %	-0.6 %	6.9 %	17.3 %	53.9 %	134.3 %	--
MSCI Emerging World	2.1 %	2.2 %	17.7 %	19.8 %	42.0 %	69.1 %	--
MSCI Frontier World	4.6 %	2.9 %	15.0 %	24.5 %	18.7 %	111.4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	5.9 %	0.5 %	13.1 %	21.1 %	40.6 %	107.8 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0.8 %	2.7 %	2.4 %	16.9 %	14.9 %	16.0 %	--
MSCI Developed North America	4.7 %	-0.6 %	4.8 %	17.1 %	61.0 %	152.8 %	--
MSCI Emerging Latin America	4.2 %	9.8 %	16.7 %	23.2 %	22.0 %	26.2 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	2.2 %	-0.1 %	16.9 %	18.0 %	50.1 %	92.5 %	--
MSCI Japan	4.6 %	-1.8 %	5.3 %	11.6 %	52.7 %	130.2 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4.7 %	-1.5 %	7.0 %	16.1 %	61.6 %	158.4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	1.6 %	-5.3 %	2.4 %	3.7 %	50.9 %	109.8 %	--
MSCI AC Energy	10.8 %	3.7 %	-7.9 %	6.7 %	2.9 %	33.3 %	--
MSCI AC Financials	5.7 %	-0.1 %	7.8 %	30.1 %	55.2 %	136.8 %	--
MSCI AC Health Care	4.0 %	-3.1 %	9.3 %	11.4 %	49.0 %	164.3 %	--
MSCI AC Industrials	6.2 %	0.2 %	9.7 %	20.1 %	60.7 %	146.6 %	--
MSCI AC Information Technology	3.8 %	3.1 %	20.8 %	28.9 %	94.8 %	201.2 %	--
MSCI AC Materials	3.7 %	3.6 %	10.6 %	22.2 %	44.3 %	67.2 %	--
MSCI AC Real Estate	1.9 %	-2.0 %	3.9 %	4.1 %	50.0 %	92.4 %	--
MSCI AC Telecommunication	2.7 %	-1.7 %	-2.7 %	1.2 %	29.7 %	76.5 %	--
MSCI AC Utilities	0.3 %	-2.4 %	5.2 %	8.0 %	41.7 %	93.0 %	--
USDNOK	2.5 %	-5.0 %	-7.9 %	-1.1 %	23.5 %	39.1 %	7.96
EURNOK	1.8 %	-2.0 %	3.5 %	4.1 %	15.0 %	27.8 %	9.41
GBPNOK	6.4 %	-2.1 %	0.1 %	2.2 %	1.9 %	15.3 %	10.67
JPYNOK	0.3 %	-5.3 %	-3.9 %	-11.1 %	20.2 %	-3.6 %	0.07
CNYNOK	1.9 %	-2.8 %	-3.4 %	-0.3 %	14.7 %	31.8 %	1.20
CHFNOK	1.6 %	-6.3 %	-3.0 %	-1.3 %	21.4 %	35.0 %	8.22
SEKNOK	-0.1 %	-1.4 %	2.9 %	4.0 %	9.7 %	12.0 %	0.98
Bloomberg Commodity	-0.1 %	4.1 %	-2.9 %	-0.2 %	-29.1 %	-42.5 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.6 %	-3.7 %	-7.1 %	-6.7 %	-19.3 %	-40.7 %	--
Brent Crude (ICE)	9.9 %	21.3 %	1.3 %	16.9 %	-40.8 %	-48.8 %	57.54
Gull spot	-3.1 %	2.8 %	11.1 %	-3.0 %	5.3 %	-27.8 %	1 280.15
Aluminium spot	-0.9 %	8.9 %	22.1 %	25.3 %	7.8 %	-0.2 %	2 080.00
Kobber spot	-4.8 %	8.4 %	16.5 %	33.3 %	-5.2 %	-21.7 %	6 432.25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (avkastning i USD),

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.