

## Positiv makroøkonomisk utvikling på bred front

Oslo, 7. desember 2017

### En refleksjon

*“Not only is the breath of global growth unprecedented this century, with three major locomotives all going strong, but also their growth is far less dependent on debt than was the pre-crisis global economy in 2004-07.”*

TS Lombard (tidl. Lombard Street Research), november 2017

### Makro

USA, Europa og Kina er alle tre nå lokomotiver for en positiv utvikling i verdensøkonomien. I motsetning til den sterke globale veksten før finanskrisen, ser oppgangen nå ut til å være bredere og i lavere grad gjeldsfinansiert.

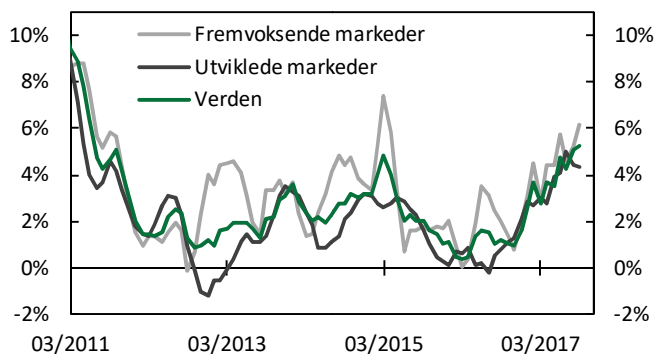
I USA drives veksten av både konsumentene og økte investeringer i kapitalvarer fra næringslivet. Europa fortsetter å overraske positivt og spesielt Tyskland sammen med resten av Nord- og Sentral-Europa viser fin utvikling. Spania vokser også bra på tross av indre politiske utfordringer. Oppgangen i Europa har vært hjulpet av den svake eurokursen i 2014-2015 og det sterke oljeprisfallet i 2015-2016. Denne medvinden er i ferd med å stilne som følge av en sterkere euro og høyere oljepris. Italia er fortsatt det svake leddet i eurosonen og det landet som vil være mest sårbart for en høyere eurokurs og høyere renter. Kina fortsetter med sin trendvekst på 6,5 %. Den kinesiske økonomien er i omlegging fra kapitalintensiv tungindustri og infrastrukturinvesteringer til mer høyteknologisk industri og vekst i servicenæringer. I denne fasen kan veksten svekke seg noe, men etter hvert bli mye bredere og sunnere.

I tidligere månedsbrev i 2016 kommenterte vi den svake utviklingen i internasjonal handel og spesielt i lys av en ny proteksjonistisk agenda i USA. Figuren til høyre viser at dette bildet er endret og at verdenshandelen har utviklet seg svært positivt i 2017. Dette har bidratt til at også Japan, som har en svært eksportorientert økonomi, har fått fin drahjelp fra veksten i verdenshandelen.

Det er usikkert hvor lenge oppgangen vil vare. Oppgangen har allerede vart lenge, spesielt i USA, men

det er likevel ingen grunn til at oppgangen skal stoppe av seg selv. Foreløpig styrkes både inflasjonsutvikling og lønnsutvikling moderat. I fravær av eksterne sjokk eller for sterk innstramning fra sentralbankene tror vi den positive utviklingen kan fortsette.

Årlig vekst i eksportvolum



Kilde: TS Lombard, Datastream, Industrifinans

Både sentralbanksjefen i Den europeiske sentralbanken, Mario Draghi, og den nyutnevnte sentralbanksjefen i den amerikanske sentralbanken, Jerome (Jay) Powell, er kjent for å følge en forsiktig linje. Vi tror likevel det blir en renteøkning i USA i desember og flere renteøkninger i 2018.

De lange amerikanske rentene, både 10-årsrentene og 30-årsrentene, er lavere nå enn ved inngangen til året. Samtidig er den korte renten høyere som følge av sentralbankens rentehevinger. Det viser at markedet ikke priser inn verken høy inflasjon eller sterk realvekst på lang sikt. Det bør være et signal til sentralbankene om å utvise varsomhet i en eventuell videre innstramning av pengepolitikken.

### Avkastning – hittil i år

I november falt norske aksjer noe tilbake, mens internasjonale aksjer fortsatte en positiv utvikling. Per 30. november har indeksen MSCI Developed World steget med 16,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 27,6 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode opp 14,0 %.

Lange renter har falt litt siste måned. ST5X har hittil i år gitt en positiv avkastning på 2,4 %, mens korte statskassaveksler, representert ved ST1X, har gitt en

avkastning på 0,5 %. Gullprisen har steget med 10,6 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har falt i november, men har fortsatt steget mye hittil i år, hvor kobberprisen har steget 21,9 % og aluminiumsprisen har steget med 19,4 %, begge målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD og NOK har svekket seg i år mot de fleste store valutaer. Hittil i år har USD har svekket seg mot NOK med 3,7 %. EUR og SEK har i samme periode styrket seg mot NOK med henholdsvis 8,9 % og 4,7 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

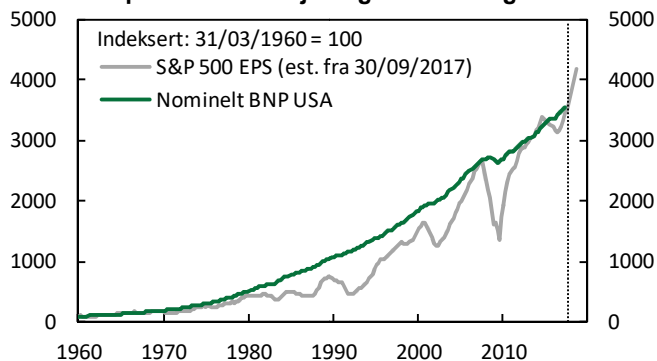
Likviditetsbildet er samlet sett positivt. Bloomberg Financial Conditions Index viser en styrket positiv utvikling. Kredittveksten er positiv og økende både i USA og Europa. Det ligger en usikkerhet i graden av innstramming fra sentralbankene fremover, men vår tro er at sentralbankene vil utvise varsomhet. I sum skulle dette tilsi at likviditetsbildet også vil fortsette å være positivt.

Et gjentakende spørsmål er hvor dyre markedene egentlig er. Som tidligere diskutert er det vanskelig å vurdere markedene hver for seg. Høy verdsetting i aksjemarkedet henger sammen med høy verdsetting i rentemarkedene. Verdsetting i aksjemarkedet drives blant annet av historisk lavt rentenivå samtidig med vekst i økonomien og vekst i selskapenes inntjening. Den spesielt gode aksjeavkastningen i år skyldes i høy grad sterk inntjeningsvekst i selskapene i år, samt høye forventninger til videre vekst.

Figuren til høyre viser historisk sammenheng mellom vekst i nominelt BNP i USA og inntjeningsvekst i selskapene i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500. Inntjeningsveksten har økt kraftig siden finanskrisen, bare avbrutt av 2015-2016 hvor oljeprisfallet senket inntjeningen i store deler av energisektoren. Vi ser at forventningene til 2018 er spesielt høye og langt sterkere enn BNP-veksten. Det kan være grunn til å

spørre om forventningene er urealistisk høye. Det er spesielt tre forhold som bygger opp om vekstforventningene. For det første kommer inntjeningen tilbake i store deler av energisektoren som følge av høyere oljepriser. For det andre ser skattereformen i USA ut til å gå igjennom, noe som vil senke skattene og øke selskapenes overskudd. Det tredje argumentet er at de store amerikanske selskapene blir mer og mer globale og har store deler av sin omsetning utenfor USA. Selskaper som Apple, Google, Microsoft og Facebook har nærmest utviklet seg som naturlige monopoler innen sine områder.

#### For optimistiske inntjeningsforventninger?



Kilde: TS Lombard, Bloomberg, Industrifinans

### 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 en undervekt mot amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kredittksponeering og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer per 30. november 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 %	0.5 %	0.5 %	2.0 %	5.0 %	0.38 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.3 %	0.3 %	1.4 %	1.6 %	4.9 %	10.0 %	0.87 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.6 %	0.4 %	2.4 %	2.5 %	7.0 %	13.8 %	1.14 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.1 %	0.2 %	3.2 %	3.5 %	9.2 %	17.1 %	1.87 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.2 %	0.1 %	2.8 %	3.1 %	8.5 %	16.1 %	1.63 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-0.3 %	1.0 %	8.0 %	10.0 %	21.7 %	37.8 %	5.27 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1.8 %	6.8 %	14.0 %	18.3 %	38.6 %	79.3 %	772.19
Oslo Børs Hovedindeks	-1.3 %	7.7 %	16.5 %	21.4 %	40.7 %	80.2 %	796.83
Oslo Børs Small Cap Index	-2.4 %	-1.2 %	-2.8 %	5.4 %	2.3 %	43.2 %	622.64
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-2.7 %	0.6 %	24.1 %	29.0 %	57.1 %	170.1 %	1 651.58
Oslo Børs Eiendomsindeks	0.5 %	-0.1 %	12.2 %	10.7 %	43.8 %	96.3 %	--
VINX Benchmark Cap	-0.9 %	6.3 %	19.4 %	26.4 %	44.7 %	136.9 %	392.82
MSCI All Countries (AC) World Local	1.3 %	6.2 %	18.3 %	21.2 %	29.3 %	83.1 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.8 %	13.7 %	17.4 %	21.6 %	49.1 %	146.5 %	--
MSCI Developed World	4.0 %	14.0 %	16.2 %	20.7 %	49.8 %	155.7 %	--
MSCI Emerging World	2.0 %	10.7 %	27.6 %	29.6 %	41.5 %	83.7 %	--
MSCI Frontier World	3.0 %	12.0 %	23.1 %	28.2 %	27.5 %	126.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	2.1 %	11.5 %	19.0 %	27.0 %	35.4 %	112.0 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0.8 %	4.1 %	5.8 %	16.5 %	14.9 %	20.9 %	--
MSCI Developed North America	4.7 %	14.9 %	15.0 %	18.7 %	55.5 %	183.5 %	--
MSCI Emerging Latin America	-1.2 %	1.8 %	14.0 %	16.6 %	15.1 %	27.1 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	2.5 %	11.9 %	27.9 %	28.2 %	48.9 %	106.7 %	--
MSCI Japan	4.9 %	17.7 %	18.5 %	21.3 %	61.0 %	160.3 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	5.2 %	15.2 %	17.8 %	20.9 %	54.0 %	177.7 %	--
MSCI AC Consumer Staples	5.4 %	9.9 %	10.8 %	15.3 %	41.5 %	124.3 %	--
MSCI AC Energy	2.9 %	18.2 %	-1.8 %	3.3 %	17.0 %	48.2 %	--
MSCI AC Financials	3.8 %	14.3 %	16.6 %	22.4 %	49.6 %	149.3 %	--
MSCI AC Health Care	4.1 %	9.8 %	15.5 %	18.8 %	37.0 %	180.8 %	--
MSCI AC Industrials	3.4 %	14.7 %	18.5 %	21.1 %	55.9 %	162.7 %	--
MSCI AC Information Technology	2.7 %	17.1 %	36.4 %	39.6 %	90.7 %	253.2 %	--
MSCI AC Materials	2.5 %	12.4 %	19.8 %	23.2 %	48.4 %	82.7 %	--
MSCI AC Real Estate	4.0 %	9.6 %	11.7 %	15.4 %	38.0 %	104.3 %	--
MSCI AC Telecommunication	4.8 %	7.6 %	2.0 %	8.6 %	21.6 %	94.6 %	--
MSCI AC Utilities	3.2 %	9.0 %	14.4 %	20.5 %	35.6 %	116.4 %	--
USDNOK	1.8 %	7.2 %	-3.7 %	-2.4 %	18.3 %	46.7 %	8.32
EURNOK	4.1 %	7.1 %	8.9 %	9.7 %	13.1 %	34.4 %	9.90
GBPNOK	3.7 %	12.1 %	5.5 %	5.5 %	2.2 %	23.8 %	11.25
JPYNOK	2.8 %	4.8 %	0.3 %	-0.7 %	24.8 %	7.5 %	0.07
CNYNOK	2.0 %	6.6 %	1.1 %	1.8 %	10.1 %	38.1 %	1.26
CHFNOK	3.3 %	4.5 %	-0.3 %	1.0 %	16.2 %	38.4 %	8.46
SEKNOK	1.8 %	1.6 %	4.7 %	7.5 %	5.3 %	16.6 %	0.99
Bloomberg Commodity	-0.5 %	1.5 %	-1.2 %	0.5 %	-23.2 %	-39.2 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0.8 %	0.8 %	-6.8 %	-7.6 %	-23.1 %	-37.7 %	--
Brent Crude (ICE)	3.6 %	21.4 %	11.9 %	26.0 %	-9.4 %	-42.8 %	63.57
Gull spot	0.3 %	-3.5 %	10.6 %	8.7 %	9.2 %	-25.7 %	1 274.94
Aluminium spot	-5.0 %	-3.1 %	19.4 %	17.5 %	0.2 %	-2.9 %	2 034.00
Kobber spot	-1.2 %	-0.4 %	21.9 %	15.9 %	5.0 %	-15.6 %	6 735.00

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 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.