

## Solid vekst, men økte politiske spenninger

Oslo, 9. april 2018

### En refleksjon

*“President Trump believes in protectionism – it is the one consistent view on economics he has held for more than 30 years.”*

TS Lombard, Macro Picture, Dario Perkins, 22. mars 2018

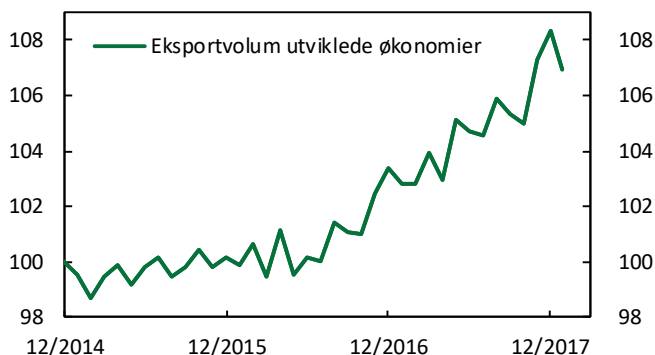
### Makro

OECD publiserte sitt Interim Economic Outlook den 13. mars med en svært positiv undertone. Nøkkelbudskapene var at den globale økonomiske ekspansjonen vil fortsette og styrkes, tilliten til en videre positiv utvikling er høy, både i næringslivet og blant konsumenter, arbeidsmarkedene utvikler seg positivt, og private investeringer tar seg kraftig opp.

I de siste årene har en relativt svak utvikling i private investeringer, herunder næringslivets investeringer i kapitalvarer, vært en bekymring. For 2017 rapporterte OECD god økning i investeringene for G20-landene.

Den sterke makroøkonomiske utviklingen virker robust, og internasjonal handel har hatt en god vekst. Figuren nedenfor viser utviklingen i eksportvolum for utviklede økonomier de siste årene.

Internasjonal handel



Kilde: Bloomberg

Det er likevel klart at de prosessene som president Trump har satt i gang rundt økte tollsatser på stål og aluminium og påfølgende tegn til handelskrig mellom USA og Kina, har potensiale til å skape svært negative

ringvirkninger om utviklingen eskalerer. De globale verdiskapingskjedene er svært integrerte og komplekse og derfor sårbare overfor tollbarrierer. Et ferdigstilt produkt kan inneholde komponenter som er laget i flere forskjellige land med optimalisert leveringstid mellom produksjonsleddene.

I dag er de politiske handelsprosessene fortsatt i høy grad et forhandlingsspill hvor Kina er USAs hovedfokus. Relasjonen med Kina er kompleks. Kina har i mange år muligens strukket et regelverk til egen fordel, både hva gjelder for lav valutakurs og ved å legge handelshindringer for utenlandske selskaper i Kina. Kina har sannsynligvis mer å tape på en handelskrig enn USA. Det er derfor å håpe at Kina vil gi noen innrømmelser uten at de taper ansikt, og at USA slår seg til ro med disse. På den annen side vil det være svært uheldig om USA i neste runde retter seg mot Europa og europeisk bilindustri. Hvis det skjer, vil det medføre en betydelig eskalering av konflikten.

En stor utfordring for kapitalmarkedene er at det vil ta tid å få avklart konsekvensene av de pågående politiske prosessene. Vi observerer fra dag til dag hvor følsomme aksjemarkedene er i forhold til frihandelsspørsmålene. En annen stor utfordring i denne analysen er president Trumps vide fullmakter knyttet til handelspolitikk. Trump er kjent for å være uforutsigbar og for å kunne skifte meninger, men proteksjonisme er noe han virkelig brenner for. TS Lombard skriver i sitt Macro Picture 22. mars at Donald Trump i 1987, lenge før han hadde uttalte politiske ambisjoner, brukte USD 100 000 av egne midler til å rykke inn helsides annonser i New York Times, Washington Post og Boston Globe hvor han angrep USAs frihandelspolitik og krevde toll og tariff på produkter fra alle land som utnyttet USA.

## Avkastning – hittil i år

Aksjemarkedene er nå i en volatil fase med stort utfallsrom. Etter fallet i aksjemarkedet i slutten av januar og begynnelsen av februar har utviklingen samlet sett vært mer sidelengs. Rentene har også falt noe tilbake i påvente av nye signaler om utviklingen.

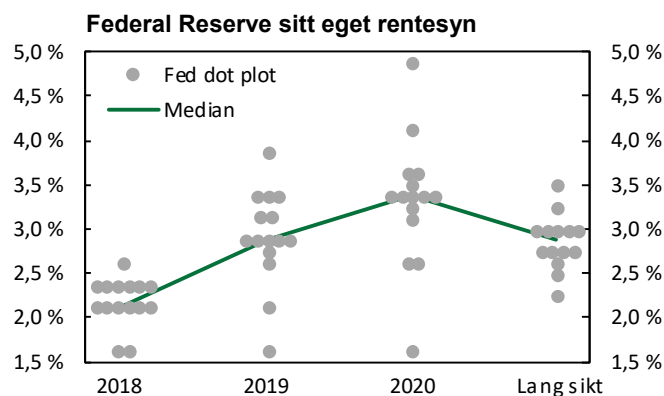
Per 30. mars hadde indeksen MSCI Developed World falt med 5,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World falt med 3,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode ned 2,3 %. Verdensindeksen MSCI All Countries World målt i lokal valuta er ned 1,9 % i samme periode.

Lange renter har steget så langt i år. ST5X har per 30. mars gitt en negativ avkastning på 1,2 %, mens korte statskaseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %. Gullprisen har steget med 1,7 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har falt hittil i år, hvor kobberprisen er ned 7,3 % og aluminiumsprisen er ned 11,9 %, begge målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg i år mot de fleste store valutaer. USD og EUR har svekket seg mot NOK med henholdsvis 4,5 % og 1,9 %. SEK og GBP har svekket seg mot NOK med henholdsvis 6,3 % og 0,9 %.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

Den nye amerikanske sentralbanksjefen, Jay Powell, holdt sitt første rentebeslutningsmøte den 21. mars. Styringsrentens intervallmål ble som ventet hevet med 0,25 prosentenheter til 1,50-1,75 %. Powell formidlet et meget positivt syn på utviklingen i økonomien og arbeidsmarkedet i USA, samt at det vil bli nødvendig med ytterligere rentehevinger fremover. Figuren nedenfor viser de enkelte medlemmene av Feds rentekomite sine syn på utviklingen av styringsrenten fremover.



Kilde: Bloomberg, Federal Reserve

Rentesynet for 2019 og 2020 er oppjustert siden forrige møte. I snitt (median) venter rentekomiteen nå at

styringsrenten vil nå sin topp i slutten av 2020 på 3,4 %, for deretter å falle til et langsiktig nivå på 2,9 %. Sentralbanken tror på en inflasjon på 2,1 % i 2019 og 2020 før inflasjonen igjen faller tilbake til det langsiktige målet på 2,0 %. Powell uttrykte videre at sentralbankbalansen gradvis vil bli bygget ned i samsvar med tidligere signaler.

Historisk sett har stigende renter lagt press på aksjekursene i form av fallende P/E-nivåer. Det er derfor sentralt for en fortsatt positiv kursutvikling på aksjer at selskapenes inntjeningsutvikling fortsetter å utvikle seg positivt. Estimaten for inntjeningsutviklingen i 2018 ser fortsatt positive ut. Ifølge Bloomberg hadde verdensindeksen MSCI All Countries World en inntjeningsvekst på 21 % i 2017 og konsensus-estimatet tilsier en ytterligere vekst på 16 % i 2018. Tilsvarende tall på inntjeningsveksten for Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX) var 32 % i 2017. Det er et konsensus-estimat på 16 % inntjeningsvekst i 2018.

Det er nå høyere usikkerhet om aksjemarkedenes videre utvikling på kort til mellomlang sikt med utgangspunkt i trendanalyse. Flere sentrale markeder har nå brutt 200-dagers glidende snitt og dermed signalisert en svakere utvikling. Dette er likevel kun en av flere variabler i en samlet vurdering av mulig videre retning.

## 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 vi følger ekstra nøye med på videre utvikling for renter og inflasjon. Det vil videre være negativt for økonomien og aksje-

markedene om den globale handelen reelt sett blir signifikant begrenset.

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. mars 2018

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 %	0.1 %	0.4 %	1.7 %	4.6 %	0.54 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.0 %	-0.7 %	-0.7 %	0.1 %	2.7 %	8.1 %	1.29 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.2 %	-1.2 %	-1.2 %	-0.3 %	3.1 %	11.0 %	1.55 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.8 %	-0.1 %	-0.1 %	2.7 %	7.0 %	16.3 %	2.07 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.8 %	-0.1 %	-0.1 %	2.5 %	6.2 %	15.4 %	1.83 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-0.3 %	-0.7 %	-0.7 %	4.5 %	20.2 %	32.3 %	5.73 %
Oslo Børs Fondsindeks	-2.1 %	-2.3 %	-2.3 %	12.9 %	28.9 %	68.1 %	774.47
Oslo Børs Hovedindeks	-1.8 %	-1.1 %	-1.1 %	16.4 %	30.0 %	70.9 %	805.32
Oslo Børs Small Cap Index	-4.1 %	-3.8 %	-3.8 %	2.6 %	4.3 %	31.8 %	640.63
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-3.5 %	4.0 %	4.0 %	19.5 %	52.8 %	114.0 %	1 727.64
Oslo Børs Eiendomsindeks	-4.1 %	-9.4 %	-9.4 %	4.2 %	17.8 %	75.8 %	--
VINX Benchmark Cap	-2.3 %	-4.1 %	-4.1 %	7.9 %	17.3 %	99.4 %	376.30
MSCI All Countries (AC) World Local	-2.3 %	-1.9 %	-1.9 %	10.9 %	22.9 %	64.2 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-3.0 %	-5.4 %	-5.4 %	4.7 %	22.7 %	108.1 %	--
MSCI Developed World	-3.0 %	-5.7 %	-5.7 %	3.6 %	22.0 %	112.9 %	--
MSCI Emerging World	-2.7 %	-3.1 %	-3.1 %	13.0 %	26.7 %	70.9 %	--
MSCI Frontier World	0.0 %	0.4 %	0.4 %	16.4 %	23.1 %	102.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-2.1 %	-6.4 %	-6.4 %	4.6 %	10.8 %	82.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-4.7 %	-2.7 %	-2.7 %	4.8 %	18.6 %	14.5 %	--
MSCI Developed North America	-3.2 %	-5.6 %	-5.6 %	3.1 %	27.3 %	134.1 %	--
MSCI Emerging Latin America	-1.8 %	3.2 %	3.2 %	7.2 %	31.7 %	21.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-3.1 %	-5.0 %	-5.0 %	9.8 %	24.0 %	84.1 %	--
MSCI Japan	-3.0 %	-3.7 %	-3.7 %	8.4 %	23.2 %	105.5 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-3.5 %	-3.5 %	-3.5 %	7.2 %	24.7 %	135.1 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-0.8 %	-9.1 %	-9.1 %	-4.8 %	13.0 %	80.4 %	--
MSCI AC Energy	-0.2 %	-8.1 %	-8.1 %	-2.6 %	2.4 %	29.7 %	--
MSCI AC Financials	-4.7 %	-5.5 %	-5.5 %	5.8 %	26.0 %	107.0 %	--
MSCI AC Health Care	-2.9 %	-5.4 %	-5.4 %	0.1 %	5.0 %	122.2 %	--
MSCI AC Industrials	-3.2 %	-6.0 %	-6.0 %	4.8 %	27.0 %	115.7 %	--
MSCI AC Information Technology	-3.9 %	-1.4 %	-1.4 %	18.2 %	60.2 %	217.2 %	--
MSCI AC Materials	-4.4 %	-8.0 %	-8.0 %	5.5 %	23.7 %	67.1 %	--
MSCI AC Real Estate	1.2 %	-7.9 %	-7.9 %	-0.9 %	7.4 %	67.4 %	--
MSCI AC Telecommunication	-2.3 %	-9.7 %	-9.7 %	-9.3 %	-0.1 %	62.8 %	--
MSCI AC Utilities	2.9 %	-5.7 %	-5.7 %	-3.4 %	11.9 %	74.3 %	--
USDNOK	-0.9 %	-4.5 %	-4.5 %	-8.5 %	-2.2 %	34.0 %	7.84
EURNOK	0.3 %	-1.9 %	-1.9 %	5.7 %	11.3 %	28.9 %	9.66
GBPNOK	1.1 %	-0.9 %	-0.9 %	2.9 %	-7.5 %	23.6 %	10.99
JPYNOK	-0.5 %	1.2 %	1.2 %	-3.7 %	10.4 %	18.7 %	0.07
CNYNOK	0.2 %	-0.8 %	-0.8 %	0.3 %	-3.6 %	32.5 %	1.25
CHFNOK	-1.8 %	-2.4 %	-2.4 %	-3.9 %	-0.9 %	33.4 %	8.22
SEKNOK	-1.4 %	-6.3 %	-6.3 %	-1.8 %	0.7 %	4.9 %	0.94
Bloomberg Commodity	-0.6 %	-0.4 %	-0.4 %	3.7 %	-10.4 %	-35.2 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-3.5 %	0.8 %	0.8 %	-5.2 %	-15.0 %	-33.2 %	--
Brent Crude (ICE)	6.8 %	5.1 %	5.1 %	32.7 %	24.8 %	-36.1 %	70.27
Gull spot	0.5 %	1.7 %	1.7 %	6.6 %	11.7 %	-17.1 %	1 325.00
Aluminium spot	-7.7 %	-11.9 %	-11.9 %	1.3 %	10.9 %	5.9 %	1 986.75
Kobber spot	-3.1 %	-7.3 %	-7.3 %	12.5 %	9.4 %	-11.1 %	6 679.25

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 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.