

## Global vekst møter kapasitetsbegrensninger

Oslo, 8. mars 2018

### En refleksjon

*“Price increases continue in metals, chemicals, crude oil, plastic resins and parts made of plastic. Shortages continue in the electronics area. Labor and freight was noted as being short for the first time.”*

Business Survey Committee, Institute for Supply Management, USA, 1. mars 2018

### Makro

Den styrkede globale veksten vil høyst sannsynlig fortsatt sette en positiv undertone i markedene på kort til mellomlang sikt. Det er bekymringsfullt på noe lengre sikt at det politiske landskapet så langt i år har utviklet seg i negativ retning.

Det har lenge vært en kjent strid mellom proteksjonistiske og frihandelsvennlige fraksjoner i president Donald Trump sin stab. Den siste ukens utvikling med presidentens foreslåtte tolltariffer på stål og aluminium, kan få store negative følger. Gary Cohn, tidligere toppsjef i Goldman Sachs, har ledet presidentens økonomiske råd og vært viktigste rådgiver innen økonomiske spørsmål, men har nå valgt å forlate sin stilling. Hans fraksjon har så langt klart å demme opp for de sterke proteksjonistiske kreftene i presidentens administrasjon ledet av Peter Navarro. Det kan nå se ut som Navarro har klart å posisjonere seg i førersetet.

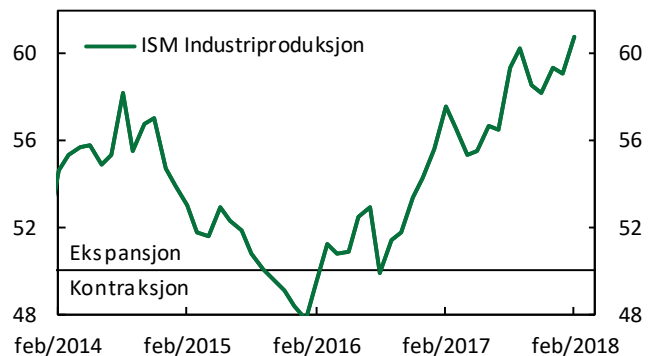
Presidenten i EU-kommisjonen, Jean-Claude Juncker, gav en uttalelse 1. mars, hvor han understreket at EU vil reagere besluttsomt og i løpet av dager legge frem mottiltak for å balansere situasjonen dersom USA iverksetter tolltariffene.

Den amerikanske økonomien går allerede for full maskin. De besluttede skatteuttene og foreslåtte finanspolitiske tiltakende kan føre til en overoppheting av økonomien. Den nye amerikanske sentralbank-sjefen, Jerome (Jay) Powell, fremsto i sin første tale til Kongressen som svært forretningsmessig og åpnet døren for fire renteøkninger fra sentralbankens side i år da hans forventninger til økonomisk utvikling er styrket. Oppgangen i de lange rentene både hva gjelder nominelle renter og realrenter, viser at markedene også neddiskonterer en sterkere økonomi.

Den mye brukte amerikanske indeksen ISM Industriproduksjon, viser fortsatt sterk utvikling for USA og var

ved siste måling på 60,8, som figuren nedenfor illustrerer. Prisveksten på innsatsfaktorer som lønn og råvarer er sterk, og det begynner å bli flaskehals innen flere områder. Dette er påpekt i refleksjonen ovenfor uttrykt av Business Survey Committee ved Institute of Supply Management i USA, som er ansvarlig for indeksen. Det er derfor en reell risiko for at inflasjonen i USA kan overraske på oppsiden i 2018.

Sterk utvikling i industrien i USA



Kilde: Bloomberg

Valgresultatet i Italia er trolig svært negativt for EUs viktige reformarbeid. En sentral reform for å forhindre fremtidige kriser er den store bankreformen, som vil styrke integreringen av EUs bankvesen. Mindre ansvarlig finanspolitikk fra Italias side kan også skape nye utfordringer i samarbeidet mellom Italia og den europeiske sentralbanken. Det er heftet stor usikkerhet om hvilke posisjoner Italia vil ta i disse og andre viktige saker for Europa fremover.

Xi Jinpings tilrettelegging for ytterligere konsolidering av personlig makt i Kina har også store potensielle negative følger, men vil trolig ikke påvirke markedene i særlig grad på kort sikt.

### Avkastning – hittil i år

Aksjemarkedene har i siste halvdel av februar hentet inn en vesentlig del av verdifallet tidlig i måneden, mens rentene har etablert seg på et høyere nivå enn ved årsskiftet. Valutakursene fortsetter å være svært volatile.

Per 28. februar hadde indeksen MSCI Developed World falt med 2,8 %, mens indeksen MSCI Emerging World falt med 0,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode ned 0,2 %. MSCI All Countries World, målt i lokal valuta, har steget med 0,4 % i samme periode.

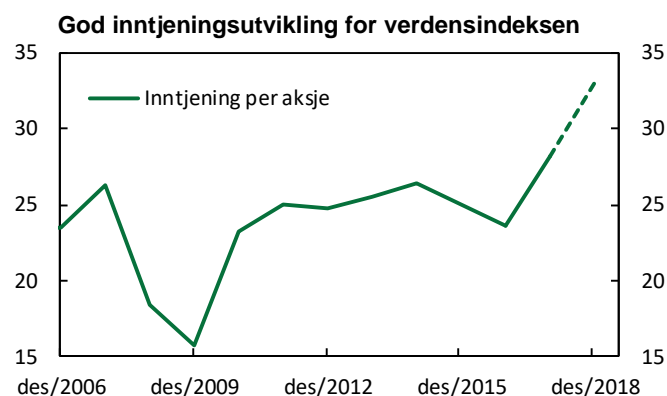
Lange renter har steget så langt i år. ST5X har per 28. februar gitt en negativ avkastning på 1,4 %, mens korte statskassaveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %. Gullprisen har steget med 1,2 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har falt hittil i år, hvor kobberprisen er ned 4,3 % og aluminiumsprisen er ned 4,5 %, 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 3,6 % og 2,2 %. SEK og GBP har svekket seg mot NOK med henholdsvis 5,0 % og 2,0 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

Det uavhengige analyseselskapet AlpineMacro ved Tony Boeckh publiserte den 23. februar sin Global Strategy rapport med temaet «Liquidity conditions and stockprices». Der vektlegges fire sentrale elementer: Likviditetsbildet i bankvesenet, deres egen Financial condition index, den aggregerte, globale sentralbankaktiviteten og renteutviklingen. Analysen har hovedfokus på USA, men har et globalt perspektiv. Hovedkonklusjonen er at global likviditet samlet sett fremdeles er positiv for aksjer, men er trolig likevel i sum over toppen i samlede stimulanser. De hevder det er for tidlig å bekymre seg for et mer hemmende likviditetsbilde, men at situasjonen løpende må overvåkes, spesielt med henblikk på en mulig overopphetet økonomi i USA.

Det mest positive faktoren for aksjemarkedene er nå den sterke veksten i selskapenes inntjening. Mange investorer som investerer i globale aksjer vil sammenligne seg med verdensindeksen MSCI All Countries World. Figuren til høyre viser inntjening per aksje for denne indeksen siden før finanskrisen. I 2017 steg inntjeningen som beregnet av Bloomberg med 19 %, og konsensusestimater tilsier en ytterligere vekst på 17 % i 2018.



Kilde: Bloomberg

Tilsvarende tall for Oslo Børs Fondsindeks (OSEFX) var 28 % i 2017, blant annet etter sterk resultatvekst i energiselskaper. Konsensusestimater er 14 % inntjeningsvekst i 2018. For OSEFX tilsvarer dette at inntjeningen i løpet av 2018 om lag vil være på nivåene forut for oljeprisfallet.

Sentimentet i markedene har moderert seg fra sterkt positivt til mer nøytralt.

### 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.

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 28. februar 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 %	1.8 %	4.7 %	0.46 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.2 %	-0.7 %	-0.6 %	0.2 %	2.4 %	9.1 %	1.23 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.5 %	-1.7 %	-1.4 %	-0.2 %	2.3 %	12.5 %	1.56 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.3 %	-0.7 %	-0.9 %	1.8 %	6.6 %	16.0 %	2.10 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.2 %	-0.7 %	-0.9 %	1.6 %	5.8 %	15.1 %	1.87 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-1.0 %	0.0 %	-0.4 %	4.8 %	20.5 %	33.4 %	5.62 %
Oslo Børs Fondsindeks	0.7 %	2.5 %	-0.1 %	15.6 %	32.0 %	70.6 %	791.38
Oslo Børs Hovedindeks	1.1 %	2.9 %	0.7 %	18.8 %	33.2 %	73.3 %	819.77
Oslo Børs Small Cap Index	0.7 %	7.3 %	0.3 %	5.1 %	7.3 %	36.3 %	667.80
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	3.4 %	8.4 %	7.8 %	22.4 %	62.8 %	134.6 %	1 790.54
Oslo Børs Eiendomsindeks	-2.3 %	-0.4 %	-5.5 %	4.3 %	15.9 %	86.2 %	--
VINX Benchmark Cap	-0.5 %	-2.0 %	-1.8 %	15.7 %	25.9 %	105.6 %	385.10
MSCI All Countries (AC) World Local	-3.6 %	1.7 %	0.4 %	15.0 %	26.1 %	71.8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-1.9 %	-2.3 %	-2.5 %	11.8 %	30.8 %	122.7 %	--
MSCI Developed World	-1.8 %	-2.8 %	-2.8 %	10.5 %	30.3 %	129.1 %	--
MSCI Emerging World	-2.3 %	1.7 %	-0.4 %	22.9 %	33.1 %	76.0 %	--
MSCI Frontier World	0.9 %	2.1 %	0.4 %	21.7 %	25.6 %	108.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-3.6 %	-4.3 %	-4.4 %	13.5 %	16.6 %	89.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-0.7 %	6.1 %	2.1 %	15.3 %	24.7 %	20.5 %	--
MSCI Developed North America	-1.6 %	-2.6 %	-2.4 %	9.0 %	36.0 %	155.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	-1.2 %	8.2 %	5.1 %	14.0 %	28.3 %	26.6 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-2.4 %	-0.4 %	-2.0 %	19.8 %	32.3 %	90.5 %	--
MSCI Japan	0.9 %	-1.4 %	-0.7 %	14.6 %	35.7 %	126.4 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-1.1 %	0.8 %	0.0 %	16.3 %	34.8 %	155.5 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-4.3 %	-7.6 %	-8.4 %	-0.7 %	16.8 %	92.5 %	--
MSCI AC Energy	-6.0 %	-5.0 %	-7.9 %	0.3 %	3.8 %	33.2 %	--
MSCI AC Financials	-1.6 %	0.2 %	-0.8 %	14.2 %	37.6 %	123.0 %	--
MSCI AC Health Care	-2.1 %	-3.8 %	-2.6 %	5.8 %	15.7 %	145.9 %	--
MSCI AC Industrials	-2.3 %	-2.5 %	-2.8 %	12.5 %	35.3 %	130.1 %	--
MSCI AC Information Technology	1.2 %	1.2 %	2.5 %	29.3 %	71.5 %	242.1 %	--
MSCI AC Materials	-2.8 %	-1.2 %	-3.7 %	14.1 %	29.0 %	72.6 %	--
MSCI AC Real Estate	-4.5 %	-9.1 %	-9.0 %	-0.5 %	11.2 %	70.9 %	--
MSCI AC Telecommunication	-3.4 %	-7.3 %	-7.5 %	-3.8 %	3.4 %	75.5 %	--
MSCI AC Utilities	-2.1 %	-13.3 %	-8.3 %	-2.8 %	10.9 %	78.8 %	--
USDNOK	2.5 %	-5.0 %	-3.6 %	-5.8 %	2.8 %	37.8 %	7.91
EURNOK	0.6 %	-2.7 %	-2.2 %	8.5 %	12.0 %	28.6 %	9.63
GBPNOK	-0.8 %	-3.4 %	-2.0 %	4.6 %	-8.3 %	24.9 %	10.87
JPYNOK	4.8 %	0.2 %	1.7 %	-0.5 %	15.4 %	19.5 %	0.07
CNYNOK	1.5 %	-1.0 %	-1.0 %	2.0 %	1.8 %	35.3 %	1.25
CHFNOK	1.0 %	-1.1 %	-0.6 %	0.2 %	3.8 %	36.6 %	8.37
SEKNOK	-2.6 %	-4.0 %	-5.0 %	2.6 %	3.6 %	7.4 %	0.95
Bloomberg Commodity	-1.7 %	3.2 %	0.2 %	1.6 %	-13.4 %	-34.4 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	3.5 %	3.0 %	4.4 %	-6.5 %	-14.7 %	-32.3 %	--
Brent Crude (ICE)	-4.7 %	3.5 %	-1.6 %	18.3 %	5.1 %	-40.9 %	65.78
Gull spot	-2.0 %	3.4 %	1.2 %	5.6 %	8.7 %	-16.5 %	1 318.38
Aluminium spot	-3.0 %	5.9 %	-4.5 %	12.2 %	19.5 %	9.8 %	2 153.50
Kobber spot	-2.6 %	2.4 %	-4.3 %	15.6 %	16.4 %	-11.4 %	6 894.50

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.