

Sterk verdensøkonomi, men betydelig underliggende risiko

Oslo, 6. juni 2018

En refleksjon

“Normalisation of interest rates in some economies, notably the United States, could expose financial vulnerabilities and tensions created by elevated risk-taking in financial markets and high debt, especially in emerging economies with high level of foreign currency debt.”

OECD Economic Outlook, 30. mai 2018

Makro

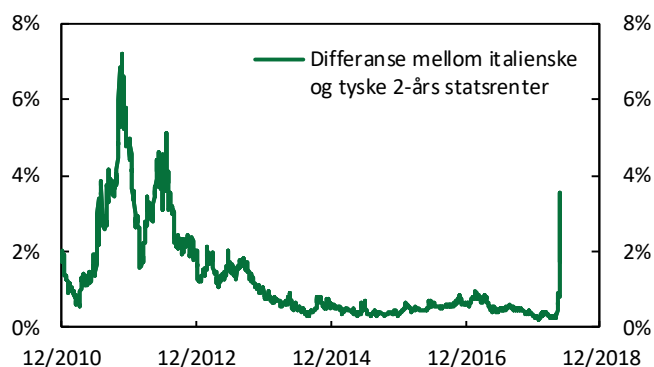
OECD publiserte sitt Economic Outlook den 30. mai. Hovedbudskapet er en sterk verdensøkonomi, men med betydelig underliggende risiko. Global vekst ventes å bli i underkant av 4 % både i 2018 og 2019, som er tilbake på gammel trend. Arbeidsledigheten i OECD antas å bli den laveste siden 1980. Næringslivets investeringer i kapitalvarer har økt vesentlig og finanspolitikken er nå mer ekspansiv i mange land. Reallønninger og inflasjon er beregnet til å stige moderat i hele OECD-området, ledet an av USA.

På risikosiden drøfter OECD spesielt USAs nye proteksjonistiske handelspolitikk, høye oljepriser og renteøkninger i USA. Dette kan føre til finansiell ustabilitet i andre deler av verden, hvor utviklingsland med høy gjeld i amerikanske dollar er spesielt utsatt.

Det er nå relativt store renteforskjeller mellom USD på den ene siden og EUR og JPY på den annen side. Flere forhold har ført til at USD har styrket seg de siste månedene. Det er økende faretegn på at stigende renter og en sterk USD skaper finansiell ustabilitet i utviklingsland med stor gjeld i USD. Argentina, Tyrkia og Brasil er tre land som har vært under særlig press de siste månedene hvor valutakursene har falt signifikant. OECD påpeker i sitt Economic Outlook denne utviklingen som en sentral risiko.

I Europa er det fokus på Italia, som nylig bidro til en stresstest på eurososonen og samtidig børstet støv av minnene fra eurokrisen i 2011-2012 da Den europeiske sentralbanken med sentralbanksjef Mario Draghi reddet euroen med sin etter hvert berømte «Whatever it takes» tale fra 26. juli 2012. Figuren til høyre viser rentedifferansen mellom italienske og tyske statsrenter i perioden 2011-2018. I perioden 2013-2017 har rentedifferansen vært stabilt lav da finansmarkedene har hatt tillit til Italias fortsatte tilknytning til EU og eurosamarbeidet.

Risikoen i Italia har blusset opp



Kilde: Bloomberg

Da Femstjernersbevegelsen og Ligaen i sin første regjeringsplattform fremmet forslag om at Den europeiske sentralbanken måtte avskrive 250 milliarder euro i italiensk statsgjeld, kom usikkerheten tilbake i markedet og rentedifferansen eksploderte igjen. Nå er forslaget trukket. Den nye italienske regjeringen er en banebrytende blanding av populistere og teknokrater som skal gå balansegangen mellom å dekke EUs krav på den ene siden og innfri velgerløfter på den andre.

Hendelsen i Italia forteller med all tydelighet at euroens strukturelle utfordringer fortsatt ikke er løst. I dag er det kun Frankrikes president Emmanuel Macron som er pådriver for tilstrekkelige reformer og nødvendig videre integrasjon mellom landene i eurososonen. Tyskland og eurososonens nordlige medlemsland er fortsatt tydelige på at de ikke ønsker ytterligere risikodeling knyttet til andre eurolands statsgjeld. Det kan virke som om markedet denne gang tvang Italia i kne i det korte bildet. Det er likevel å håpe at det kan bli en konstruktiv utvikling i den videre politikk for både Italia og eurososonen. Det blir en spennende og avgjørende tid som vil bidra til å forme Europas fremtid.

Avkastning – hittil i år

Aksjemarkedene har hatt en blandet utvikling hittil i år etter turbulensen i slutten av januar og begynnelsen av februar. Imidlertid har Oslo Børs hatt en meget positiv utvikling drevet av sterk olje- og laksepris.

Hittil i år per 31. mai hadde indeksen MSCI Developed World steget med 0,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt med 2,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har i samme periode steget med 6,9 %. MSCI All Countries World målt i lokal valuta er opp 0,8 % i samme periode.

Lange renter har steget svakt så langt i år. ST5X hadde per 31. mai en rente på 1,37 % mot 1,22 % ved

inngangen til året. Dette har medført at ST5X har vært uendret i perioden. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %.

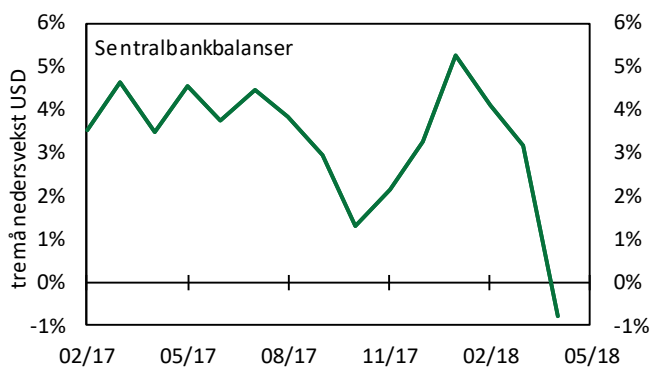
Gullprisen har falt med 0,3 % målt i USD. Nordsjøolje (Brent Crude) har steget med 16,0 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har utviklet seg blandet hittil i år, hvor kobberprisen er ned 5,0 %, mens aluminiumsprisen er opp 1,5 %, begge målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har om lag samme kurs mot USD som ved inngangen til året. EUR har svekket seg mot NOK med 3,0 %. GBP og SEK har også svekket seg mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Finansmarkedene har siden finanskrisen hatt glede av rikelig med sentralbanklikviditet. Den kraftige oppbyggingen av sentralbankbalansene er nå i sum over. Den amerikanske sentralbanken har alt startet å nedskalere sin balanse, mens Den europeiske sentralbanken har signalisert at slutten på oppbyggingen av sin balanse kan være nær. Målt i USD falt summen av sentralbankenes balanser i USA, eurosone, Japan, Storbritannia og Kina gjennom februar, mars og april i år.

Ikke lenger drahjelp fra økte sentralbankbalanser



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Det er stort fokus på hvilke konsekvenser nedbygging av sentralbankbalansene vil få for finansmarkedene fremover. Oppbyggingen av sentralbankbalansene virket dog etter sin hensikt, da mer penger tilgjengelig skulle presse prisene på obligasjoner opp og dermed lange renter ned. Det var sentralt for en investor den gang ikke å gå mot sentralbankene. En kommende nedbygging av sentralbankbalansene vil i utgangspunktet reversere noe av det nedadgående presset på statsrenter, og endog gi en riktigere prising i rentemarkedet.

TS Lombard fremhever i en analyse 31. mai 2018 hvor viktig USD er for verdenshandelen og den globale likviditeten. Renteøkninger i USA kombinert med en sterk USD har historisk vært dårlig nytt for verdensøkonomien og har utløst mange av de tidligere finansielle krisene.

Den gode utviklingen i bedriftenes inntjening ser ut til å fortsette. Det har hittil i år vært begrensede nedjusteringer i inntjeningsestimater for inneværende år. Aksjemarkedene i USA, Europa og Norge er alle nå i positive trender i forhold til 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Dette på tross av at volatiliteten er høyere i år enn i de siste år.

Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og reflekterer forventninger til fortsatt god økonomisk utvikling, til tross for noe høyere inflasjon og renter. De samlede utsiktene for økonomien, inflasjonen og rentene er i sum fortsatt positive. Vi følger ekstra nøye med på det globale likviditetsbildet med særlig fokus på den videre utvikling i USA og USD. En for sterk oppgang i amerikanske renter, kombinert med redusert dollar-

likviditet kan få USD-kursen til å styrke seg videre med negative konsekvenser for global vekst og land med høy gjeld denominert i USD.

Vi opprettholder vår nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljene har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 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 %	1.6 %	4.3 %	0.73 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.5 %	0.6 %	0.0 %	0.4 %	2.8 %	8.5 %	1.15 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	1.0 %	1.4 %	0.0 %	0.4 %	3.8 %	12.1 %	1.37 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.3 %	0.7 %	-0.2 %	1.3 %	7.7 %	16.6 %	2.21 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.4 %	0.8 %	-0.1 %	1.2 %	7.2 %	15.8 %	1.96 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-0.8 %	-1.0 %	-1.4 %	1.5 %	17.0 %	29.6 %	6.25 %
Oslo Børs Fondsindeks	2.0 %	7.0 %	6.9 %	21.0 %	34.8 %	75.5 %	846.83
Oslo Børs Hovedindeks	1.8 %	6.8 %	7.5 %	23.3 %	35.6 %	78.1 %	875.52
Oslo Børs Small Cap Index	5.1 %	7.0 %	7.2 %	13.7 %	8.2 %	38.8 %	714.26
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1.5 %	-6.3 %	1.0 %	14.0 %	37.0 %	95.9 %	1 678.54
Oslo Børs Eiendomsindeks	5.9 %	5.5 %	-0.3 %	7.6 %	31.1 %	78.5 %	--
VINX Benchmark Cap	0.7 %	0.8 %	-1.0 %	2.1 %	23.3 %	99.5 %	388.23
MSCI All Countries (AC) World Local	0.9 %	0.4 %	0.8 %	11.0 %	24.1 %	62.5 %	--
MSCI All Countries (AC) World	2.2 %	2.3 %	-0.2 %	8.4 %	30.8 %	113.2 %	--
MSCI Developed World	2.7 %	3.0 %	0.2 %	8.1 %	31.3 %	118.4 %	--
MSCI Emerging World	-1.6 %	-2.5 %	-2.9 %	10.5 %	25.9 %	73.8 %	--
MSCI Frontier World	-7.4 %	-8.2 %	-7.9 %	2.8 %	16.2 %	70.4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1.3 %	1.6 %	-2.9 %	1.6 %	16.2 %	80.4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-2.9 %	-8.7 %	-6.8 %	1.3 %	10.5 %	11.9 %	--
MSCI Developed North America	4.4 %	3.8 %	1.3 %	10.2 %	38.9 %	141.7 %	--
MSCI Emerging Latin America	-12.3 %	-13.1 %	-8.6 %	0.5 %	16.3 %	15.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.2 %	1.3 %	-0.8 %	12.3 %	29.1 %	95.3 %	--
MSCI Japan	1.0 %	0.9 %	0.2 %	11.0 %	27.2 %	107.5 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	2.0 %	2.8 %	2.9 %	10.5 %	35.2 %	135.0 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.4 %	0.0 %	-8.4 %	-8.0 %	17.0 %	81.7 %	--
MSCI AC Energy	3.2 %	14.1 %	5.0 %	17.5 %	17.5 %	47.0 %	--
MSCI AC Financials	-2.0 %	-3.9 %	-4.7 %	8.1 %	27.5 %	100.0 %	--
MSCI AC Health Care	2.6 %	2.7 %	0.0 %	3.6 %	13.0 %	125.3 %	--
MSCI AC Industrials	2.8 %	1.1 %	-1.8 %	6.5 %	35.3 %	118.6 %	--
MSCI AC Information Technology	7.5 %	5.3 %	8.0 %	22.3 %	76.3 %	231.9 %	--
MSCI AC Materials	2.5 %	2.0 %	-1.9 %	13.9 %	32.3 %	82.1 %	--
MSCI AC Real Estate	2.1 %	6.6 %	-3.0 %	2.3 %	19.1 %	78.2 %	--
MSCI AC Telecommunication	-4.1 %	-2.5 %	-9.8 %	-9.7 %	0.3 %	60.0 %	--
MSCI AC Utilities	-0.4 %	7.3 %	-1.6 %	-3.7 %	17.4 %	80.8 %	--
USDNOK	2.0 %	3.4 %	-0.3 %	-3.1 %	5.2 %	39.3 %	8.18
EURNOK	-1.2 %	-0.8 %	-3.0 %	0.8 %	12.0 %	25.3 %	9.56
GBPNOK	-1.4 %	0.1 %	-1.8 %	0.1 %	-8.4 %	22.0 %	10.88
JPYNOK	2.5 %	1.5 %	3.2 %	-1.3 %	20.1 %	28.7 %	0.08
CNYNOK	1.1 %	2.5 %	1.5 %	3.2 %	1.4 %	33.2 %	1.28
CHFNOK	2.6 %	-0.8 %	-1.4 %	-4.8 %	0.5 %	35.0 %	8.30
SEKNOK	1.3 %	-2.6 %	-7.5 %	-4.4 %	1.6 %	4.6 %	0.93
Bloomberg Commodity	1.4 %	3.4 %	3.6 %	11.0 %	-8.3 %	-29.1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.8 %	-1.5 %	2.9 %	-2.7 %	-9.5 %	-31.5 %	--
Brent Crude (ICE)	3.2 %	18.0 %	16.0 %	54.2 %	18.3 %	-22.7 %	77.59
Gull spot	-1.3 %	-1.5 %	-0.3 %	2.3 %	9.1 %	-6.4 %	1 298.52
Aluminium spot	1.5 %	6.3 %	1.5 %	18.9 %	34.6 %	21.9 %	2 289.25
Kobber spot	1.1 %	-0.7 %	-5.0 %	21.0 %	14.0 %	-6.0 %	6 844.75

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.