

## Månedsbrev 7. desember 2016

## En refleksjon

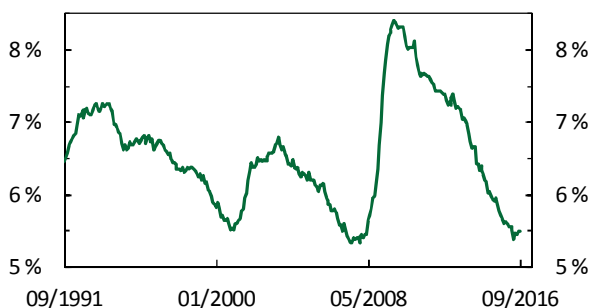
«Trump's presidency is likely to be reflationary, reinforcing trends that were already emerging as we approached 2017.»

Lombard Street Research, 17. nov. 2016

## Makro

I våre siste månedsbrev har vi kommentert på at det globale bakteppet gradvis er blitt mer inflatorisk. Råvareprisene som bidro til den fallende inflasjonen har de siste måneder vist en stigende trend. Det kommer signaler om at veksten i verden tar seg opp, og arbeidsledigheten har falt til historisk lave nivåer. Figuren nedenfor viser utviklingen i arbeidsledigheten i G7-landene. Et signal på at flere land nærmer seg full sysselsetning, er at lønnsveksten er tiltakende. Dette vises tydelig i blant annet lønnsstatistikk fra USA.

## Lav arbeidsledighet i G7-landene



Kilde: OECD

Disse positive endringene representerer et vesentlig skifte i forhold til deflasjonsfrykten som har preget markedene de siste årene. Så sent som de første månedene av inneværende år, forårsaket deflasjonsfrykten et kraftig fall i aksje- og kredittmarkedene.

Inflasjonsforventninger og renter hadde allerede begynt å stige før presidentvalget i USA. Det er høy usikkerhet knyttet til hva Donald Trump kommer til å stå for som president. Hans manglende politiske erfaring og svake ideologiske forankring har sammen med en ekstrem retorikk skapt et uklart bilde om hvilken politikk som vil bli realisert. Hans kanskje tydeligste politiske budskap har likevel vært en satsning på finanspolitiske tiltak, gjennom skattelette og økt satsning på infrastruktursinvesteringer. Det er også disse

sidene ved politikken som markedene har grepet positivt tak i etter valget.

Markedenes vurdering er at disse tiltakene vil bidra til ytterligere vekst og inflasjon i USA. Dette har bidratt til at de amerikanske rentene og inflasjonsforventningene har steget markant. Amerikanske aksjer har reagert positivt på utsiktene til skattelettelse for bedrifter og ytterligere stimulanser til økonomien gjennom høyere offentlige investeringer. Økte amerikanske renter har videre bidratt til å styrke USD.

Et viktig spørsmål på noe lengre sikt, er hvor mye rentene kan stige og hvor sterk USD-kursen kan bli før det legger en signifikant demper på både amerikansk og global vekst. Trumps politikk vil svekke de amerikanske statsfinansene i betydelig grad, og hans forslag til skatteendringer vil ikke bidra til bedre fordelingspolitikk. Global vekst vil reduseres betydelig dersom hans valgløfter knyttet til proteksjonisme og migrasjon skulle bli en realitet.

Både OECD og IMF har i lengre tid etterlyst en sterkere satsning på finanspolitikk, særlig i form av samfunnsøkonomisk lønnsomme infrastrukturprosjekter. USA har nå en mulighet for å lede an i denne satsningen. Republikanerne har etter valget flertall i begge kamre i Kongressen, hvilket kan styrke gjennomføringsevnen i amerikansk politikk, som de siste årene har vært preget av fastlåste situasjoner og høy grad av handlingslammelse.

I Europa er fortsatt den økonomiske utviklingen positiv og den politiske risikoen høy. Folkeavstemningen i Italia var et negativt bidrag til positive reformer, mens valgresultatet i Østerrike ble en motvekt mot en videre populistisk utvikling.

## Avkastning – hittil i år

Avkastningen har hittil i år vært drevet av en positiv utvikling i sykliske aksjer og kronekurs. Råvareprisene har steget betydelig.

Per 6. desember har indeksen MSCI Developed World steget med 0,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 5,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme

## Utvalgte markeder

Pr. 6. desember 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	663,10	8,66 %
Dow Jones	19251,78	10,48 %
S&P 500	2212,23	8,23 %
DAX	10775,32	0,30 %
FTSE 100	6779,84	8,61 %
Nikkei 225	18360,54	-3,54 %
Hang Seng	22675,15	3,47 %
WTI Olje	50,93	37,50 %
Brent Olje	53,93	44,66 %
Gull	1169,75	10,21 %
Kobber	5875,75	24,86 %
USDNOK	8,40	-4,96 %
EURNOK	9,01	-6,22 %
GBPNOK	10,66	-18,23 %
SEKNOK	92,09	-12,08 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

periode med 8,5 %. Lange renter, som falt i begynnelsen av året, har steget slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har falt 0,3 %. Korte statskasseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,5 %.

Råvarepriser har steget i år. Oljeprisen har steget 44,7 %, kobberprisen har steget 24,9 %, aluminiumsprisen har steget 14,1 %, mens gullprisen har steget 10,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år. Hittil i år har GBP og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 18,2 % og 12,1 %. I samme periode har EUR og USD svekket seg mot NOK med henholdsvis 6,2 % og 5,0 %.

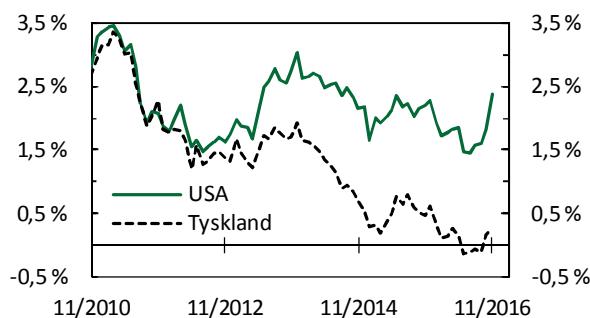
### Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er bortimot full enighet i markedet om at den amerikanske sentralbanken vil sette opp renten i desember. Det er videre overveiende sannsynlig at denne renteoppgangen vil bli fulgt av flere gjennom 2017. Det er også en økende sannsynlighet for at den europeiske sentralbanken vil avslutte sine obligasjonskjøp i løpet av neste år. Det hersker større uenighet om når på året dette vil skje. Vi har tidligere skrevet at sentralbankene sannsynligvis vil videreføre den ekspansive pengepolitikken lenger enn det som strengt tatt vil være nødvendig for å nå inflasjonsmålene. Bakgrunnen for dette er at vi tror myndighetene ideelt ønsker en høyere inflasjon og negative realrenter over en lengre periode for å lette på realverdien av gjeldsbyrden og dermed inflatere seg ut av gjeldsproblemet.

Rentemarkedene har de siste månedene begynt å prise inn en tiltakende inflasjon i rentene. Figuren til høyre viser utviklingen i 10-års statsrenter i USA og Tyskland. Nivåene er fortsatt lave, men økningen har likevel vært signifikant de siste månedene. Mye kan tale for at en rentebunn nå er passert, selv om det er mange argumenter for

at den videre oppgang blir moderat. Størrelsen på oppgangen vil bli et resultat av økonomisk vekst, pengepolitikk og finanspolitikk i kommende år.

Lange renter stiger mer



Kilde: Bloomberg

Mange aktivaklasser har de siste år steget betydelig i verdi som følge av fallende renter og derved lavere kapitalavkastningskrav. Et stigende rentenivå vil arbeide i motsatt retning. Rentesensitive aksjer har de siste månedene hatt en vesentlig svakere utvikling enn mer konjunkturfølsomme aksjer. Energi- og bankaksjer er gode eksempler på sistnevnte. Det er viktig for aksjer generelt at inntjeningsutviklingen fremover blir tilstrekkelig sterk og at den kompenserer for et negativt bidrag fra en eventuell videre renteoppgang.

### Konklusjon

Renter og inflasjonsforventninger har nå steget så mye på kort tid at en viss rentekorreksjon vil være naturlig. Det er likevel trolig at trenden deretter vil fortsette. En for sterk USD, gjennomføring av proteksjonistiske tiltak eller overraskende svak utvikling i Kina kan likevel endre på dette bildet. Produktivitetsutviklingen og aksjemarkedets inntjeningsutvikling blir viktige parametre for den videre markedsutviklingen.

Vi opprettholder vår nøytralvekt innen norske og internasjonale aksjer. I renteporteføljen opprettholder vi kort durasjon og eksponering mot kreditt.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følger 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.