

## Månedsbrev 7. februar 2017

## En refleksjon

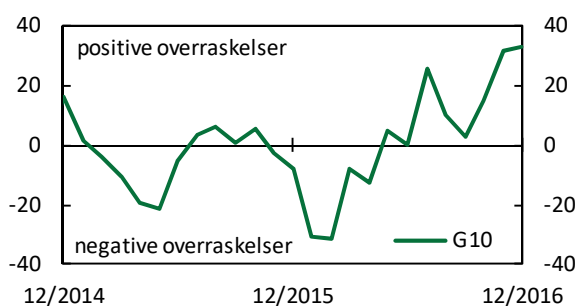
*“Earlier this month, Dalio said it remained to be seen whether Trump is aggressive and thoughtful, or aggressive and reckless. Dalio said so far they haven’t seen much thoughtfulness in Trump’s policy moves.”*

Bloomberg siterer Ray Dalio, grunnlegger av Bridgewater Associates, verdens største hedgefondsforvalter, den 31. januar 2017

## Makro

Det positive globale makroøkonomiske omslaget fortsatte med styrke i fjerde kvartal 2016. Figuren nedenfor illustrerer dette for verdens 10 største økonomier (G10). Indeksen måler om publiserte økonomiske data lever opp til forventningene eller ikke. Vi ser at i fjerde kvartal overrasket økonomiene i G10 med svært sterke tall.

## Økonomien overrasker positivt



Kilde: Bloomberg

Det har vært mer fokus på positiv utvikling i USA enn i Europa, men også Europa utvikler seg nå meget positivt. Financial Times skrev den 6. februar at det ble skapt flere arbeidsplasser i Europa i januar enn noen annen måned siste ni år, samt at veksten i Europa i januar tegner til å bli den beste på fem og et halvt år. På tross av frykten for italienske banker og krisen i Hellas, vokste økonomien i eurosonen i fjerde kvartal med 0,5 %, noe som var sterkere enn veksten i USA. I kalenderåret 2016 var den økonomiske veksten i eurosonen ifølge Financial Times på 1,7 %, mens den i USA var på 1,6 %. I tillegg er inntektsfordelingen i eurosonen jevnere enn i USA, slik at flere får glede av veksten. Positiv økonomisk utviklingen i Europa vil også kunne bidra til

mer balansert politisk utvikling i forkant av de viktige valgene i 2017.

Utviklingen i USA er derimot mer bekymringsfull, og da spesielt den nye administrasjonens proteksjonistiske agenda hvor det sparkes i alle retninger. Peter Navarro, som er Donald Trumps rådgiver for handels- og næringspolitikk, har de siste ukene kommet med svært negative og konfliktskapende utspill. Kina, Japan og Tyskland er alle beskyldt for å manipulere sine valutakurser. Han signaliserer, som presidenten selv, at internasjonale handelsavtaler skal erstattes med bilaterale avtaler basert på å fremme USA's egne interesser.

Trump's administrasjon arbeider nå aktivt med en skattereform i USA hvor det blant annet foreslås at selskaper ikke skal få fradrag for kostnader knyttet til import når skatten beregnes. Dette betyr at for bedrifter i overskuddsposisjon vil importen bli beskattet. På samme vis vil inntekter fra eksport ikke inngå i det inntektsgrunnlaget som beskattes.

Det er vanskelig å overskue konsekvensen av den nye amerikanske politikken i en globalisert verden hvor råvarer, komponenter, halvfabrikata og ferdigvarer strømmer nærmest sømløst mellom alle verdens land. Det er vanskelig å se noe positivt i dette, heller ikke for USA som nå i praksis har full sysselsetning. Vi får håpe at resten av verden med Europa, Japan og Kina i spissen klarer å fylle den rollen som USA nå forlater som garantist for verdens frihandelssystem og multinasjonale avtaleverk knyttet til internasjonalt samarbeid.

## Avkastning – hittil i år

Det har vært en positiv kursutvikling i de fleste aksjemarkeder hittil i år, målt i lokal valuta. Styrkingen av kronekursen har derimot bidratt til at avkastningen på internasjonale aksjer, målt i norske kroner, er blitt negativ.

Per 6. februar har indeksen MSCI Developed World falt med 1,9 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 2,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 2,6 %. Lange renter har falt slik at den lange

## Utvalgte markeder

Pr. 6. februar 2017

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	701,58	2,59 %
Dow Jones	20052,42	1,47 %
S&P 500	2292,56	2,40 %
DAX	11509,84	0,25 %
FTSE 100	7172,15	0,41 %
Nikkei 225	18976,71	-0,72 %
Hang Seng	23348,24	6,13 %
WTI Olje	53,01	-1,32 %
Brent Olje	55,72	-1,94 %
Gull	1235,41	7,22 %
Kobber	5835,75	5,66 %
USDNOK	8,25	-4,54 %
EURNOK	8,87	-2,40 %
GBPNOK	10,29	-3,50 %
SEKNOK	93,53	-1,42 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 0,5 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %.

Råvarepriser generelt har steget i år, men oljeprisen har falt 1,9 %. Prisen på kobber har steget 5,7 %, aluminium har steget 6,8 %, mens gull har steget med 7,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. GBP og SEK har svekket seg med henholdsvis 3,5 % og 1,4 % mot NOK hittil i år. EUR og USD har svekket seg med henholdsvis 2,4 % og 4,5 % mot NOK i samme periode.

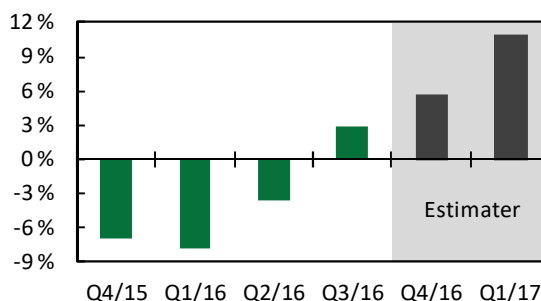
### Likviditet, Verdi og Sentiment

Det kan være grunn til å tro at likviditetsbildet vil bli mindre ekspansivt gjennom 2017, selv om de store sentralbankbalansene samlet sett vil vokse også i år. I USA kommer sentralbanken høyst sannsynlig til å sette opp styringsrenten flere ganger, samtidig som de lange rentene ventes å stige, drevet av økt inflasjon og vekst. Den positive økonomiske utviklingen i Europa begynner også å gi en høyere kjerneinflasjon. Det er derfor trolig at den europeiske sentralbanken vil begynne å kommunisere en mindre ekspansiv pengepolitikk gjennom året. Det europeiske rentenivået har også begynt å stige, og andelen av statsobligasjoner med negativ rente har allerede falt markant. Vi tror likevel at myndighetene vil stramme inn på en forsiktig måte da de ideelt sett ønsker en høyere inflasjon og negative realrenter over en lengre periode for å lette på gjeldsbyrden i realtermer og dermed vokse seg ut av gjeldsproblemet.

I et marked med stigende renter og relativt høy verdsetting av aksjer er det viktig at selskapenes inntjening utvikler seg positivt for å kunne underbygge en videre kursoppgang. Figuren til høyre viser utviklingen i inntjeningen sammenlignet med tilsvarende kvartal året før for den amerikanske aksjeindeksen S&P 500.

S&P 500 hadde fall i inntjeningen seks kvartaler på rad, fra fjerde kvartal 2014 til første kvartal 2016. I andre halvår av 2016 begynte inntjeningen imidlertid å stige igjen. Fallet skyldtes i høy grad det dramatiske fallet i oljeprisen og andre råvarer, som førte til dramatisk inntjeningssvikt i energi- og råvareaksjer og økte tapsavsetninger i bankene. Vi ser av tallene i figuren at inntjeningsveksten nå er i positiv utvikling igjen. Dette skyldes at råvareprisene, herunder oljepris, nå har stabilisert seg på et høyere nivå enn hvor de var for 12 måneder siden, og at økonomisk vekst er sterkere.

### Inntjeningsvekst amerikanske aksjer



Kilde: Standard & Poor's

Trendskiftet i inntjeningsveksten har sammen med den overraskende positive, globale økonomiske utviklingen gitt sterke positive bidrag til aksjemarkedenes utvikling de siste månedene. Dette reflekteres i dagens trender i aksjemarkedet, som nå er positive på både kort og mellomlang sikt.

### Konklusjon

Vi fortsetter å anbefale nøytralvekt mellom renter og aksjer. Fortsatt sterk likviditetstilgang og positivt momentum i markedene kan tale for en overvekt i aksjer. På den annen side vurderer vi at dagens risikopremie for å eie aksjer ikke er høy nok til å forsvare en overvekt. Den internasjonale aksjporteføljen er fortsatt preget av stabile kvalitetselskaper, da vi opplever at de norske aksjene står for et syklisk bidrag til porteføljen. Innen renter anbefaler vi kort durasjon og fortsatt overvekt i 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 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 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.