

Månedsbrev 6. april 2017

En refleksjon

“During the 1980s and 1990s, tax reform, regulatory reform, and budget reform proved successful at boosting productivity growth in the United States.”

John B. Taylor, professor i samfunnsøkonomi ved Stanford University, IMS's Finance and Development, mars 2017

Makro

Løpende makroøkonomiske nøkkeltall fortsetter å bekrefte den positive utviklingen i global økonomi som vi har beskrevet i vårt årsbrev og de seneste månedsbrevene.

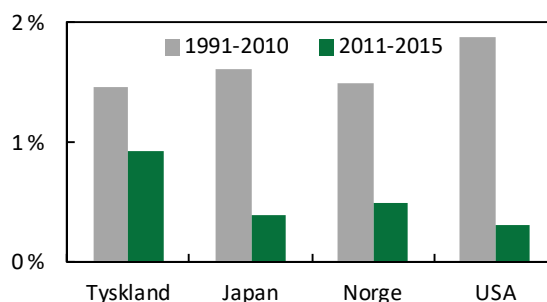
I siste Global Investment Strategy, publisert 31. mars, viser BCA Research til Citibanks globale overraskelsesindeks. Indeksen er nå på sitt høyeste nivå siden 2010. BCA beskriver dette som et syklisk oppsving. De mener det sykliske oppsvinget skyldes stabiliseringen av råvareprisene, slutten på nedbygging av varelagre, mer ekspansiv finanspolitikk og fortsatt stimulerende pengepolitikk.

BCA Research er på den annen side mer pessimistiske til den langsiktige vekstkraften i verdensøkonomien. De skriver videre at det sykliske oppsvinget høyst sannsynlig vil bli avløst av en resesjon fra 2018/2019 og fulgt av en periode med stagflasjon. Høy gjeld, høyere inflasjon og høyere renter vil kvele oppgangen i økonomien. De hevder at potensialet for langsiktig realvekst er lavt siden produktivitetstilveksten er svak, og BCA tror realrentene vil forbli lave.

Fremtidsutsiktene vil i høy grad forbedres om dagens svake produktivitetstilvekst kan styrkes. I den sammenheng kommer professor John B. Taylor ved Stanford University med interessante betraktninger i siste utgave av IMF's publikasjon Finance and Development. Han hevder at produktivitetstilveksten ikke trenger å forbli svak. Den kan bedres om myndighetene er villige til å treffe beslutninger som fremmer produktivitetstilvekst fremfor konservering og underinvestering. Historisk har produktivitetstilveksten svingt kraftig. Den var svak i 1970-årene, men ble revitalisert fra 1980-årene.

Etter finanskrisen har den vært svært svak. Figuren nedunder viser produktivitetstilveksten i sentrale land i periodene 1991-2010 og 2011-2015.

Annualisert produktivitetstilvekst



Kilde: OECD

Taylor anbefaler myndighetene å fokusere på tilbudssidere reformer som øker økonomiens produktive potensial. Han konkretiserer anbefalingene til skattereformer, arbeidsmarkedsreformer, samt forenklet og mer treffsikker regulering av økonomien. Han fremmer også tanken om en mer stabil og forutsigbar finans- og pengepolitikk. Det gjenstår å se om myndigheter er villige til å sette disse problemstillingene på agendaen.

I USA er det stor endringsvilje, men det gjenstår å se om beslutningene som fattes vil fremme langsiktig økonomisk vekst. I Frankrike går Emmanuel Macron til valg på et program for fornyelse og vekst. Dersom han skulle vinne presidentvalget i Frankrike, kan EU få en positiv og konstruktiv utvikling med mindre byråkrati og sterkere produktivitetstilvekst. USA kan også oppleve en bedret produktivitetstilvekst om riktige krefter vinner frem i Trumps administrasjon.

Avkastning – hittil i år

Det har vært en positiv kursutvikling i de fleste aksjemarkeder hittil i år. Per 5. april har indeksen MSCI Developed World steget 5,6 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget 12,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 1,5 %. Statsobligasjonsindeksen ST5X, med fem års durasjon, har gitt en avkastning på 1,2 %. Statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %.

Utvalgte markeder

Pr. 5. april 2017

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	693,09	1,35 %
Dow Jones	20648,15	4,48 %
S&P 500	2352,95	5,10 %
DAX	12217,54	6,41 %
FTSE 100	7331,68	2,64 %
Nikkei 225	18861,27	-1,32 %
Hang Seng	24400,80	10,91 %
WTI Olje	51,15	-4,78 %
Brent Olje	54,36	-4,33 %
Gull	1255,70	8,98 %
Kobber	5865,25	6,20 %
USDNOK	8,61	-0,34 %
EURNOK	9,18	1,01 %
GBPNOK	10,75	0,86 %
SEKNOK	95,76	0,93 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Oljeprisen har falt med 4,3 % hittil i år. Industrimetaller som kobber og aluminium har steget henholdsvis 6,2 % og 14,3 % hittil i år. I samme periode har gull steget 9,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Hittil i år har USD svekket seg med 0,3 % mot NOK, mens EUR har styrket seg 1,0 % mot NOK. I samme periode har GBP og SEK begge styrket seg med 0,9 % mot NOK.

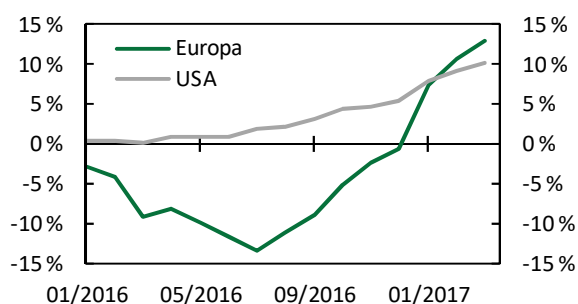
Likviditet, Verdi og Sentiment

Sentralbankene fører fortsatt i sum en meget ekspansiv pengepolitikk, og risikoviljen i markedene er høy. Federal Reserve offentliggjorde 5. april sitt referat fra møtet i mars hvor det ble besluttet å heve rentenivået 0,25 prosentenheter. Beslutningstakernes eget mediananslag er at det vil bli ytterligere to rentehevinger i år. I referatet fremgår det at sentralbanken også diskuterer reduksjon av egne beholdninger av statsobligasjoner og pantesikrede obligasjoner. Oppbyggingen av disse beholdningene var et sentralt, stimulerende tiltak i pengepolitikken i kjølvannet av finanskrisen. Sentralbanken står ifølge referatet ved den tilnærmingen til balansereduksjon som ble vedtatt i 2014, hvor dette vil gjennomføres hovedsakelig gjennom en forutsigbar utfasing av reinvesteringer av forfalte obligasjoner. Tidspunktet og betingelser for at dette skal skje er nå til diskusjon, men i kunngjøringen etter møtet sa sentralbanksjef Yellen at det ikke ville skje før normalisering av rentenivået er godt i gang.

BCA Research hevder i nevnte rapport at likviditetstilgangen den siste tiden har forbedret seg i de fleste viktige land og at dette har bidratt vesentlig til de sterke markedene. De bruker som eksempel amerikanske høyrenterenteobligasjoner, hvor løpende rente har falt fra 10,2 % i februar 2016, til 6,3 % nå. Nytegning i aksjefond viser også positiv utvikling i de fleste markeder og regioner. De lange rentene har også stabilisert seg og til dels falt noe tilbake de siste månedene.

Verdsettelsen av risikoaktiva er generelt høyere enn normalt i et historisk perspektiv, men har forankring i det lave rentenivået. Den positive makroøkonomiske utviklingen har ført til at inntjeningsforventningene har steget i mange aksjemarkeder og spesielt i Europa. Dette har støttet opp om en positiv kursutvikling. Figuren nedunder viser endringene i inntjeningsforventningene i USA og Europa. Sterkere forventninger til Europa har medvirket til at det europeiske aksjemarkedet har hatt bedre avkastning enn det amerikanske siste kvartal.

Endringer i forventet inntjening



Kilde: Bloomberg, MSCI og Industrifinans

Det er ventet positiv inntjeningsutvikling i de fleste større markeder kommende kvartaler. Dette reflekteres i dagens aksjemarkedstrender, som er positive både på kort og mellomlang sikt for amerikanske og europeiske aksjer. Det norske aksjemarkedet viser derimot tendenser til en mer horisontal trend.

Konklusjon

Vi gjør denne måneden ingen endringer i vår aktivaallokering. Vi har tilnærmet nøytralvekt i norske og internasjonale aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Renteporteføljene er fortsatt overvektet kreditt og undervektet rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no