

Månedsbrev 8. mai 2017

En refleksjon

“Although the Fed has already increased interest rates twice over the past six months, it remains far behind the curve. With [real] policy rates still deep in negative territory, we expect the Fed to raise interest rates by another 150 bps by mid-2018 – a more aggressive tightening path than most are assuming.”

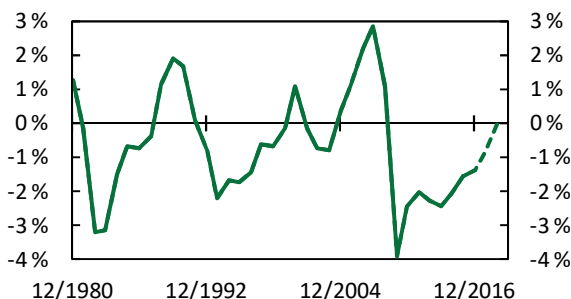
Lombard Street Research, LSR Asset Allocation, april 2017

Makro

Verden opplever nå et synkront økonomisk oppsving blant lokomotivene i den globale økonomien, hvor USA, Europa, Kina og Japan alle er inne i en positiv økonomisk utvikling. Etter finanskrisen har utviklingen i den globale økonomien hatt betydelig negativt produksjonsgap. Med produksjonsgap mener vi det prosentvise avviket for oppnådd BNP målt i forhold til potensielt BNP. I en situasjon med negativt produksjonsgap kan økonomien vokse uten at det nødvendigvis medfører økte lønninger, stigende renter og økte inflasjonsforventninger som følge av at det er ledige ressurser tilgjengelig.

Vi ser i figuren nedunder at dette negative produksjonsgapet nå er i ferd med å lukkes. Dette skjer både separat for mange viktige land og for verdensøkonomien i sum.

Produksjonsgapet lukkes



Kilde: Bloomberg, OECD

Når en økonomi går fra et negativt produksjonsgap til et positivt produksjonsgap, endrer mange økonomiske prosesser sin karakter. Fra en situasjon med ledige ressurser, blir det da knapphet på ressurser.

Når produksjonsgapet lukkes, medfører det at vi fremover kan vente økte lønninger, stigende renter og økte inflasjonsforventninger.

Dette vil likevel slå noe ulikt ut regioner og land imellom. I følge Lombard Street Research (LSR) ligger USA lengst fremme i denne utviklingen. På tross av et relativt svakt første kvartal i år og store strukturelle utfordringer, hvor mer og mer varehandel blir nettbasert, antar LSR at nominell lønnsvekst i USA kan bli 4 % neste år. I Europa har politisk usikkerhet knyttet til valgene dreid markedets fokus bort fra den sterkere underliggende økonomiske utviklingen. Tyskland og andre land i Nord-Europa nærmer seg full sysselsetning, mens arbeidsmarkedet i land som Spania og Italia fortsatt har mye å gå på. Det økonomiske oppsvinget har hittil primært vært konsumdrevet. LSR mener at oppgangen nå sprer seg til bedriftene som er i ferd med å øke sine investeringer i kapitalvarer og produksjonskapasitet. De tror samtidig at Kina vil vokse over trend også i 2017 på tross av at myndigheter og banker nå strammer inn på boliglån og øker boliglånsrentene. Kina har glede av økte investeringer i private bedrifter og økt eksport som følge av den sterkere globale økonomien.

Det er videre positivt at den sterke proteksjonistiske vinden i USA nå ser ut til å løye. Møtet mellom president Trump og den kinesiske president Xi Jinping fikk et positivt utfall. President Trump har også moderert sine endringsforslag til den nord-amerikanske frihandelsavtalen (NAFTA). Det ser ut som om de mer moderate rådgiverne vinner frem blant President Trumps mest betroede menn. I Europa fikk valget i Frankrike et svært positivt utfall. Det er en stund til neste store politiske usikkerhet i Europa, som er valget i Italia i 2018. Alt er likevel ikke positivt. Det hersker betydelig geopolitisk usikkerhet til utviklingen i Nord-Korea og Syria.

Avkastning – hittil i år

Det har vært en positiv kursutvikling i både norske og internasjonale aksjer i år. Internasjonale aksjer har gitt bedre avkastning enn norske aksjer som delvis kan tilskrives en fallende oljepris.

Utvalgte markeder

Pr. 5. mai 2017

Kurs Hittil i år

OSEBX	709,61	3,76 %
Dow Jones	21006,94	6,30 %
S&P 500	2399,29	7,17 %
DAX	12716,89	10,76 %
FTSE 100	7297,43	2,16 %
Nikkei 225	19445,70	1,73 %
Hang Seng	24476,35	11,25 %
WTI Olje	46,22	-13,96 %
Brent Olje	49,10	-13,59 %
Gull	1221,60	6,02 %
Kobber	5563,00	0,72 %
USDNOK	8,59	-0,60 %
EURNOK	9,45	3,97 %
GBPNOK	11,15	4,57 %
SEKNOK	97,72	3,00 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Per 5. mai har indeksen MSCI Developed World steget med 8,4 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 13,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 3,9 %. Den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en positiv avkastning på 0,9 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %.

Råvarepriser har utviklet seg ulikt. Oljeprisen har hittil i år falt med 13,6 %. Kobber har steget 0,7 %. Prisen på aluminium har steget 11,3 %, mens gull har steget med 6,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har svekket seg mot de fleste valutaer hittil i år. GBP, EUR og SEK har styrket seg med henholdsvis 4,6 %, 4,0 % og 3,0 % mot NOK. USD har svekket seg med 0,6 % mot NOK i samme periode.

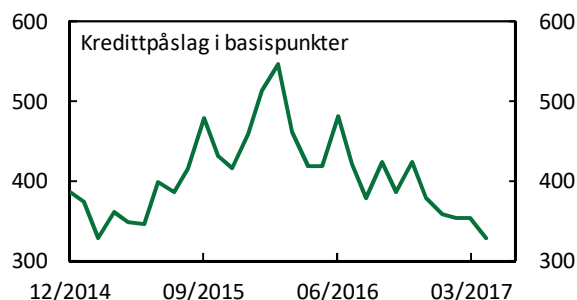
Likviditet, Verdi og Sentiment

I følge Bloomberg forventer markedene nå med nærmest 100 % sannsynlighet at den amerikanske sentralbanken (Fed) vil heve styringsrenten på sitt rentemøte i juni. LSR mener at Fed er altfor sent ute med sine rentehevinger i forhold til styrken i det økonomiske oppsvinget. De hevder at styringsrenten sannsynligvis vil bli satt opp med ytterligere 150 basispunkter frem til midten av 2018. Også i Europa mener LSR at det snart er duket for innstramminger fra den europeiske sentralbanken. De antar at ytterligere reduksjoner i obligasjonskjøpene vil bli annonsert på sensommeren og at rentene trolig vil bli satt opp fra neste år.

Markedene neddiskonterer nå en sterkere makroøkonomi kombinert med fortsatt rikelig likviditet og lave renter. Risikovilligheten har derfor vært tiltagende. Figuren til høyre viser utviklingen i kredittpåslag for europeiske høyrenteobligasjoner som har vært sterkt fallende de siste månedene. Den samme

utviklingen har preget amerikanske høyrenteobligasjoner. Også kredittpåslaget for nordiske høyrenteobligasjoner har falt. Noen ansvarlige lån i europeiske banker handler nå nede på 4 % løpende avkastning hvor de samme lånene for om lag et år siden handlet til 10 % løpende avkastning.

Europeisk høyrente



Kilde: Bloomberg, Barclays

Aksjemarkedene har i første kvartal levert inntjeningsvekst om lag på linje med markedets forventninger ved inngangen til året. Det er ventet at den positive inntjeningsutviklingen vil vedvare i kommende kvartaler. Dette reflekteres i dagens aksjemarkedstrender som nå er positive på både kort og mellomlang sikt for både amerikanske og europeiske aksjer. Det norske aksjemarkedet har også vist en sterkere utvikling den siste tiden.

Konklusjon

Vi opprettholder vår nøytralvekt i norske og internasjonale aksjer. Markedet er i en positiv trend, men verdsettelsen er relativt høy i forhold til en mer normalisert rente. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Vi reduserer vår eksponering mot høyrenteobligasjoner da kredittpåslagene nå har falt til nivåer hvor det er blitt mindre attraktivt å ta risiko. Renteporteføljene har likevel fortsatt kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no