

## Bedret global vekst, men økt geopolitisk uro

Oslo, 7. september 2017

### En refleksjon

*“Strong metals tend to align with a world in recovery, and also with a world that is not too reliant on the US for its growth. The period from 2002 to the crisis was marked by a weak dollar and huge outperformance for all assets tied to emerging markets.”*

John Authers, kronikk i Financial Times, 2. september 2017

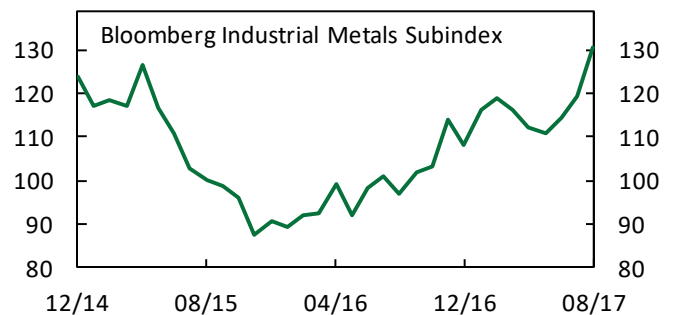
### Makro

Situasjonen i Nord-Korea samt orkanene Harvey og Irma skaper for tiden usikkerhet i en ellers positiv makroøkonomisk utvikling. I vårt forrige månedsbrev viste vi til Det internasjonale pengefondets World Economic Outlook Update og OECDs ledende indikatorer som begge nylig var blitt publisert med analyser som ga et styrket bilde av globale vekstutsikter.

Utviklingen i prisene på industrimetaller er en annen indikator på at den globale veksten har fått godt fotfeste. På lang sikt styres gjerne prisene på råvarer av langsiktige skift i tilbud og etterspørsel. I tillegg har ny teknologi skapt produktivitetsforbedringer som har senket realprisene over tid. På kort til mellomlang sikt er derimot konjunkturutviklingen viktigere, og spesielt Kinas etterspørsel har vært svært styrende for råvareprisene de siste årene. Figuren til høyre viser at det har vært en betydelig oppgang i prisene på industrimetaller siden slutten av 2015, med en spesielt sterk oppgang de siste månedene.

Bloombergs industrimetallindeks har steget rundt 50 % i USD siden slutten av 2015. Kobberprisen målt i USD er opp over 50 % siden sommeren 2016, og har steget over 20 % de siste månedene. Kina besluttet å stimulere økonomien ytterligere i fjor, sannsynligvis for å styrke veksten frem mot den viktige partikongressen i oktober i år. Samtidig har kampen mot forurensing av Kinas største byer fått en stadig viktigere rolle i kinesisk politikk. Dette har økt motstanden mot ineffektive og forurensende metallprodusenter og har medført stengning av mange aluminiumsverk i Kina. Dette har videre bidratt til å løfte prisene på aluminium globalt.

### Prisutvikling industrimetaller



Kilde: Bloomberg

Parallelt med at råvareprisene har styrket seg, har USD svekket seg. Industrimetaller prises i USD, og en del av prisoppgangen kan derfor tilskrives en svakere USD. Denne valutavekkelsen er viktig å følge med på. Perioden fra slutten av 2002 til finanskrisen var preget av sterk global vekst, sterke aksjemarkeder i Asia og Europa, men relativt svakere amerikanske aksjemarkeder og svak USD. Dette bildet skiftet med finanskrisen. Etter finanskrisen og frem til i fjor har det amerikanske aksjemarkedet gjort det klart bedre enn stort sett alle andre aksjemarkeder. Det skal derfor bli interessant å se om det er et nytt skifte på gang, hvor utviklingen fremover vil ligne mer på perioden før finanskrisen, med relativt sterke fremvoksende markeder og relativt svak USD. Det vil være av stor betydning hvilken politikk Kina velger å følge etter partikongressen i oktober. Partikongressen vil høyst sannsynlig sikre Xi Jinping fem nye år ved makten.

### Avkastning – hittil i år

August ble en god måned for norske aksjer. Internasjonale aksjer hadde en moderat oppgang målt i lokal valuta, men styrkingen av norske kroner påvirket avkastningen negativt målt i norske kroner.

Hittil i år per 6. september har indeksen MSCI Developed World steget 2,4 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 15,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode opp 7,8 %. Lange renter har falt videre slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en

positiv avkastning på 2,2 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %. Gullprisen har steget med 15,8 % målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD har svekket seg i år mot de fleste store valuter. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år med unntak av EUR og SEK. Hittil i år per 6. september har EUR og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 2,3 % og 3,1 %. USD og GBP har i samme periode svekket seg mot NOK med henholdsvis 9,8 % og 4,6 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

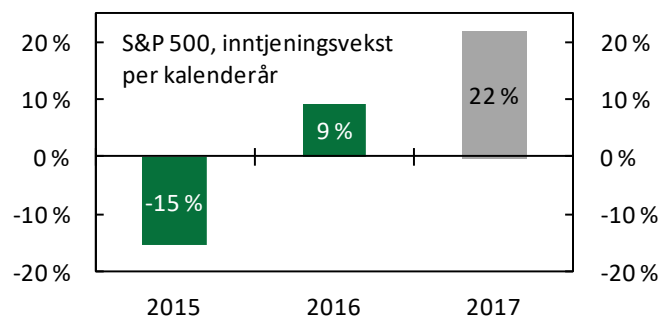
Lombard Street Research (LSR) skriver i en analyse den 6. september at de tror den samlede sentralbanklikviditeten fortsatt vil være stimulerende frem til midten av 2018. Deretter ser de for seg en gradvis og forsiktig tilstramming. I USA vil den amerikanske sentralbanken avvente ytterligere innstramminger inntil Kongressen har besluttet å øke gjeldstaket. Situasjonen rundt Harvey og Irma kan også utsette en tilstramming. LSR tror også at Den europeiske sentralbanken vil begynne å redusere obligasjonskjøpene neste år, men at begge sentralbankene vil trå varsomt ved å tilpasse graden av tilstramming med styrken i den økonomiske veksten.

En svært gledelig utvikling i år har vært den sterke veksten i børsselskapenes inntjening. Inntjeningsveksten har gjort seg gjeldende i alle de store aksjemarkedene og har i vesentlig grad bidratt til den gode aksjekursutviklingen vi har hatt i år i de fleste markeder målt i lokal valuta. Særlig sterk har inntjeningsveksten vært i Asia og USA. Figuren til høyre viser inntjeningsutviklingen i USA, målt ved indeksen S&P 500.

Vi ser at inntjeningsveksten for kalenderåret 2017 nå forventes å bli 22 %. Tilsvarende var veksten for kalenderåret 2016 på 9 % etter et meget skuffende 2015. Normalt vil inntjeningsestimaterne for

inneværende år falle gjennom året. Så langt i år har derimot estimatene holdt seg mye bedre og har endog blitt oppjustert for Asia.

#### Styrket inntjening i aksjemarkedet



Kilde: S&P Dow Jones Indices

Målt ved MSCI-indeks i lokal valuta har det amerikanske aksjemarkedet steget mer enn det europeiske aksjemarkedet så langt i år. Omregnet til norske kroner har likevel avkastningen på det europeiske aksjemarkedet vært bedre enn avkastningen på det amerikanske aksjemarkedet i samme periode. Årsaken til dette er valutakursutviklingen med en sterk EUR og en svak USD.

### Konklusjon

Den fundamentale utviklingen er positiv både hva gjelder global vekst og inntjeningen på børsene. Imidlertid er verdsettelsen relativt høy, og vi velger derfor å være risikonøytrale i forhold til langsiktig

strategi. Innen internasjonale aksjer har vi overvektet Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Renteporføljene har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

### Relevante markedsindikatorer pr 31. august 2017

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 %	0,3 %	0,5 %	2,2 %	5,3 %	0,40 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0,3 %	0,2 %	1,1 %	0,6 %	5,9 %	9,8 %	0,86 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0,7 %	0,3 %	2,0 %	0,1 %	8,8 %	13,1 %	1,13 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0,9 %	1,0 %	3,0 %	0,8 %	10,3 %	18,4 %	1,75 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0,9 %	1,0 %	2,7 %	0,3 %	9,9 %	17,3 %	1,50 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0,6 %	1,5 %	6,9 %	8,7 %	18,7 %	42,1 %	5,19 %
Oslo Børs Fondsindeks	0,8 %	3,3 %	6,8 %	17,1 %	22,6 %	73,2 %	723,21
Oslo Børs Hovedindeks	1,0 %	4,2 %	8,2 %	19,5 %	21,3 %	70,0 %	739,87
Oslo Børs Small Cap Index	-2,0 %	0,4 %	-1,6 %	16,1 %	-5,4 %	36,7 %	630,46
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2,8 %	11,5 %	23,4 %	53,4 %	62,9 %	185,6 %	1 642,28
Oslo Børs Eiendomsindeks	2,2 %	2,5 %	12,4 %	9,1 %	53,9 %	99,7 %	--
VINX Benchmark Cap	0,2 %	-2,9 %	12,3 %	13,9 %	48,2 %	129,5 %	369,48
MSCI All Countries (AC) World Local	0,4 %	2,4 %	11,4 %	16,2 %	24,8 %	78,4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-0,9 %	-4,6 %	3,3 %	9,1 %	47,5 %	120,2 %	--
MSCI Developed World	-1,1 %	-5,3 %	1,9 %	8,2 %	48,9 %	126,7 %	--
MSCI Emerging World	1,0 %	0,7 %	15,2 %	16,0 %	34,5 %	73,3 %	--
MSCI Frontier World	2,4 %	-2,0 %	9,9 %	17,5 %	18,7 %	107,8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1,2 %	-6,2 %	6,8 %	11,3 %	32,7 %	99,4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3,5 %	0,4 %	1,6 %	13,8 %	12,9 %	19,0 %	--
MSCI Developed North America	-1,0 %	-5,2 %	0,1 %	7,4 %	57,4 %	144,6 %	--
MSCI Emerging Latin America	3,3 %	4,9 %	12,1 %	14,3 %	6,0 %	24,3 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-0,2 %	-0,5 %	14,3 %	14,8 %	42,1 %	96,8 %	--
MSCI Japan	-1,3 %	-5,2 %	0,7 %	5,9 %	52,6 %	122,5 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-2,2 %	-7,5 %	2,3 %	7,3 %	55,3 %	149,3 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-1,2 %	-9,3 %	0,8 %	-1,6 %	50,8 %	107,0 %	--
MSCI AC Energy	-3,7 %	-8,3 %	-16,9 %	-4,7 %	-10,3 %	22,2 %	--
MSCI AC Financials	-2,5 %	-1,8 %	2,0 %	17,6 %	47,7 %	130,9 %	--
MSCI AC Health Care	-0,3 %	-4,5 %	5,1 %	2,9 %	50,2 %	160,6 %	--
MSCI AC Industrials	-0,7 %	-5,8 %	3,3 %	9,4 %	53,6 %	134,9 %	--
MSCI AC Information Technology	1,5 %	-2,1 %	16,4 %	23,0 %	92,0 %	193,1 %	--
MSCI AC Materials	1,3 %	0,6 %	6,6 %	16,0 %	35,7 %	69,7 %	--
MSCI AC Real Estate	-0,1 %	-3,6 %	1,9 %	-1,5 %	44,2 %	90,9 %	--
MSCI AC Telecommunication	-2,1 %	-7,2 %	-5,2 %	-4,5 %	28,6 %	74,3 %	--
MSCI AC Utilities	1,7 %	-5,0 %	5,0 %	5,6 %	42,8 %	93,9 %	--
USDNOK	-1,2 %	-8,0 %	-10,2 %	-6,8 %	25,3 %	33,9 %	7,76
EURNOK	-0,7 %	-2,6 %	1,7 %	-0,6 %	13,6 %	26,7 %	9,24
GBPNOK	-3,5 %	-7,7 %	-5,9 %	-8,3 %	-2,5 %	9,0 %	10,03
JPYNOK	-1,1 %	-7,3 %	-4,2 %	-12,4 %	18,5 %	-4,6 %	0,07
CNYNOK	0,4 %	-4,7 %	-5,2 %	-5,4 %	16,9 %	29,1 %	1,18
CHFNOK	-0,5 %	-7,1 %	-4,6 %	-4,4 %	20,0 %	33,3 %	8,10
SEKNOK	0,3 %	0,7 %	3,0 %	0,5 %	10,3 %	11,7 %	0,98
Bloomberg Commodity	0,4 %	2,5 %	-2,7 %	3,0 %	-32,5 %	-41,4 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-6,7 %	-4,9 %	-7,6 %	-5,3 %	-24,7 %	-43,4 %	--
Brent Crude (ICE)	-0,5 %	4,1 %	-7,8 %	11,4 %	-49,2 %	-54,3 %	52,38
Gull spot	4,1 %	4,1 %	14,7 %	0,9 %	2,6 %	-21,9 %	1 321,40
Aluminium spot	10,7 %	9,0 %	23,2 %	31,6 %	0,6 %	11,4 %	2 098,75
Kobber spot	6,7 %	19,5 %	22,4 %	46,8 %	-3,6 %	-11,1 %	6 759,50

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 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.