

Sterk makroøkonomi skaper frykt for høyere renter og usikkerhet i aksjemarkedet

Oslo, 7. februar 2018

En refleksjon

"The cyclical picture for stocks still looks good, thanks to strong economic growth and rising corporate profits, but recent spike in bond yields is becoming a headwind."

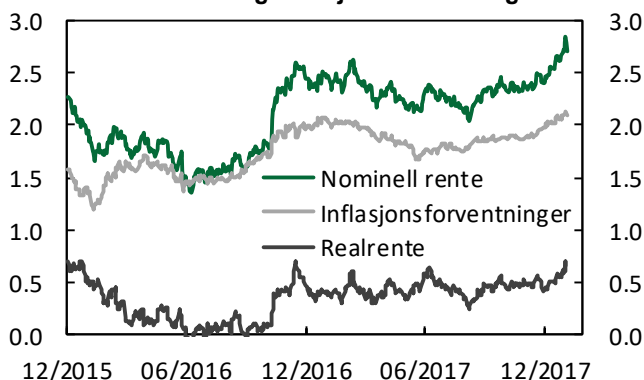
BCA Research, Global Investment Strategy, 2. februar 2018

Makro

Makroøkonomien utvikler seg fortsatt positivt. Ulike analyser av ledende indikatorer og overraskelsesindekser viser alle et nærmest entydig positivt bilde. Utfordringen fremover er at den globale økonomien går over i en ny fase. Etter finanskrisen har den globale økonomien hatt betydelig ledig kapasitet som har lagt en demper på lønnsvekst, inflasjon og rentenivå. Denne fasen går mot slutten da store land som USA og Tyskland nå har full sysselsetning, samtidig som stadig færre land har ledige ressurser av betydelig omfang.

Dette skiftet gjør at fokus vil dreie mot stigende renter og stigende inflasjon på bakgrunn av sterkere vekst og bedre lønnsutvikling. Figuren nedenfor viser at vi i januar og så langt i februar har opplevd et betydelig løft i renter og inflasjonsforventninger. Et interessant poeng er at både realrenter og inflasjonsforventninger stiger.

10-års statsrenter og inflasjonsforventninger i USA



Kilde: Bloomberg

De siste arbeidsmarkedstallene fra USA viste også at lønnsveksten styrkes. Det er mange positive sider ved at den globale økonomien styrkes, arbeidsledigheten faller og lønnsnivåene stiger. På den annen side skaper det nye rammebetingelser for investeringer med andre risikovurderinger enn hva markedene har vært vant til de siste årene. Mens risikoen for deflasjon var den største risikofaktoren for noen år siden, er det risikoen for høy inflasjon og høye renter som nå begynner å gripe markedet.

Det er også vår vurdering at renteutviklingen og inflasjonsutviklingen har passert sine bunnpunkter. Renteoppgangen hittil i år har likevel vært svært rask og det vil ikke være unaturlig om rentene skulle falle litt tilbake for deretter å ha en mer gradvis økning. Vi har også tidligere kommentert at vi tror at taket for renteoppgangen vil være på lavere nivåer enn tidligere som følge av strukturelle forhold knyttet til demografi, teknologi og globalisering.

Den nye fasen vi nå går inn i, med større usikkerhet knyttet til rente- og inflasjonsutviklingen, vil høyst sannsynlig også medføre høyere volatilitet i aksjemarkedene. Bakgrunnen for dette er at aksjemarkedene kan leve godt med moderat renteøkning og moderat inflasjonsvekst, mens sterk renteøkning og for høy inflasjon er svært negativt. Utviklingen i aksjemarkedet den siste uken viser dette i praksis, hvor en overraskende sterk økning i den amerikanske 10-årsrenten kombinert med sterke tall for lønnsveksten i USA medførte et kraftig utslag i volatiliteten. Relativt høyt prisede aksjemarkeder bidrar også til å underbygge en slik utvikling.

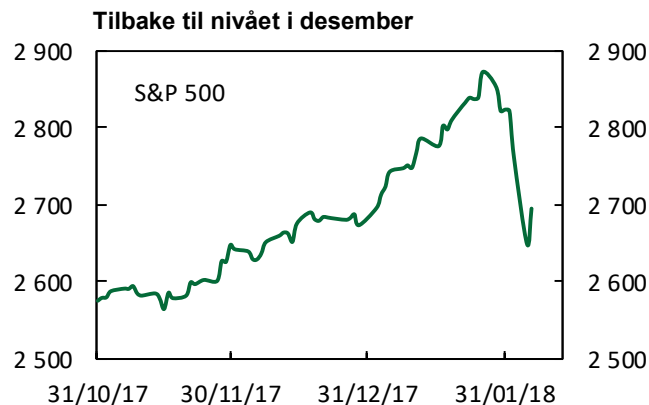
Avkastning – hittil i år

I første del av januar fortsatte den positive utviklingen i både norske og internasjonale aksjer. USD falt dog markant mot NOK, noe som forverret avkastningen i globale aksjer målt i norske kroner. Mot slutten av måneden snudde den positive aksjemarkedsutviklingen, først i norske aksjer og deretter i globale aksjer. De første dagene i februar falt markedet markert. Det har vært svært sterke aksjemarkeder over en lengre periode og spesielt i de siste månedene har avkastningen akselerert. På den bakgrunn er det ikke unaturlig at vi får en korreksjon i markedene. Figuren til høyre viser kursutviklingen til den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 i lokal valuta.

Tabellen på siste side viser relevante markedsindikatorer per 31. januar. Grunnet turbulens den siste uken, kommenterer vi på tallene per 6. februar i de følgende avsnittene. Hittil i år har indeksen MSCI Developed World falt med 4,8 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt med 3,2 %, begge målt i NOK. MSCI All Countries World, målt i lokal valuta, har falt med 0,9 % hittil i år. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode ned 4,2 %.

Lange renter har steget markant siste måned. ST5X har gitt en negativ avkastning på 0,9 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en

avkastning på 0,0 %. Gullprisen har steget med 1,6 % målt i USD. Prisene på industrimetaller, som aluminium og kobber, har falt hittil i år. Per 6. februar er prisene ned henholdsvis 3,7 % og 2,4 % i USD.



Kilde: Bloomberg

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD har svekket seg, mens NOK har styrket seg i år mot de fleste store valutaer. Hittil i år har USD svekket seg mot NOK med 4,7 %. EUR og SEK har svekket seg mot NOK med henholdsvis 1,8 % og 2,0 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Likviditetstilgangen er samlet sett fortsatt positivt. Kredittveksten er positiv og økende både i USA og Europa. Det ligger en usikkerhet i graden av innstramning fra sentralbankene fremover, men vår tro er at sentralbankene vil utvise varsomhet. I sum skulle dette tilsi at likviditet fortsatt vil bidra positivt.

Inntjeningsveksten i selskapene ser ut til å fortsette og utvikle seg positivt. Thomson Reuters I/B/E/S oppjusterte 1. februar den forventede inntjeningsveksten for 2018 for S&P 500 fra 12 % til 17,5 %. Den amerikanske skattereformen er nok her med å bidra i vesentlig grad.

Risikopremien for å eie aksjer fremfor obligasjoner, målt som differansen mellom løpende inntjeningsavkastning i MSCI All Countries World og løpende

avkastning til Bloomberg Barclays globale statsobligasjonsindeks har gjennom store deler av 2017 ligget på om lag 4 %. Fra oktober og fram til slutten av januar falt denne til cirka 3,5 % på bakgrunn av sterk kursstigning i aksjer og renteoppgang i obligasjoner. De siste dagers kursfall har bidratt til at risikopremien har økt til 3,7 %.

Det er mye som tyder på at vi er vitne til en sunn korreksjon i aksjemarkedet på bakgrunn av et aksjemarked som hadde steget for mye for fort. En slik korreksjon kan danne grunnlag for en lengre, men sunnere videre oppgang. På den annen side medfører dagens relativt høye verdsettelse i aksjemarkedet at forventet avkastning på aksjer fremover er lavere enn hva vi har vært vant til de siste årene.

Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og reflekterer forventninger til fortsatt god økonomisk utvikling og relativt lave renter. De samlede utsiktene for økonomien, inflasjonen og rentene er i sum fortsatt positive, men situasjonen er likevel sårbar for negative nyheter.

Vi opprettholder vår nøytralvekt i aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og en undervekt mot amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kredittksponeering og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 31. januar 2018

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 %	0.0 %	0.4 %	1.8 %	4.8 %	0.46 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	-0.5 %	-0.2 %	-0.5 %	0.8 %	2.3 %	10.4 %	1.15 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	-0.9 %	-0.6 %	-0.9 %	1.0 %	2.2 %	14.7 %	1.47 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.6 %	-0.2 %	-0.6 %	3.0 %	6.5 %	17.0 %	2.03 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.7 %	-0.3 %	-0.7 %	2.7 %	5.5 %	16.0 %	1.80 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0.5 %	0.6 %	0.5 %	7.4 %	24.7 %	35.2 %	5.29 %
Oslo Børs Fondsindeks	-0.9 %	-0.1 %	-0.9 %	14.4 %	34.1 %	72.9 %	785.59
Oslo Børs Hovedindeks	-0.4 %	0.5 %	-0.4 %	17.0 %	36.0 %	74.1 %	811.01
Oslo Børs Small Cap Index	-0.4 %	3.9 %	-0.4 %	2.9 %	9.4 %	39.4 %	663.31
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	4.2 %	2.1 %	4.2 %	24.9 %	68.7 %	147.9 %	1 731.95
Oslo Børs Eiendomsindeks	-3.3 %	2.4 %	-3.3 %	13.6 %	27.8 %	96.7 %	--
VINX Benchmark Cap	-1.3 %	-2.3 %	-1.3 %	18.2 %	32.9 %	115.9 %	387.18
MSCI All Countries (AC) World Local	4.1 %	6.8 %	4.1 %	22.8 %	38.2 %	80.2 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-0.6 %	3.3 %	-0.6 %	19.3 %	39.8 %	138.1 %	--
MSCI Developed World	-1.0 %	3.0 %	-1.0 %	17.8 %	39.5 %	145.3 %	--
MSCI Emerging World	1.9 %	6.2 %	1.9 %	32.0 %	39.5 %	86.7 %	--
MSCI Frontier World	-0.6 %	4.2 %	-0.6 %	22.3 %	27.3 %	116.4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-0.9 %	1.3 %	-0.9 %	21.3 %	27.7 %	100.7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	2.8 %	7.7 %	2.8 %	16.6 %	36.2 %	21.6 %	--
MSCI Developed North America	-0.8 %	3.6 %	-0.8 %	16.8 %	45.3 %	174.9 %	--
MSCI Emerging Latin America	6.4 %	8.3 %	6.4 %	21.8 %	34.6 %	30.9 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	0.4 %	4.5 %	0.4 %	29.3 %	39.0 %	106.8 %	--
MSCI Japan	-1.6 %	2.4 %	-1.6 %	17.0 %	41.8 %	141.8 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	1.2 %	7.3 %	1.2 %	21.7 %	45.3 %	172.9 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-4.3 %	1.8 %	-4.3 %	10.2 %	25.7 %	115.7 %	--
MSCI AC Energy	-2.1 %	4.0 %	-2.1 %	6.4 %	15.9 %	45.3 %	--
MSCI AC Financials	0.7 %	5.7 %	0.7 %	21.4 %	47.5 %	137.3 %	--
MSCI AC Health Care	-0.6 %	2.2 %	-0.6 %	16.3 %	22.7 %	166.2 %	--
MSCI AC Industrials	-0.6 %	3.2 %	-0.6 %	20.5 %	45.9 %	151.3 %	--
MSCI AC Information Technology	1.3 %	2.7 %	1.3 %	35.8 %	80.2 %	257.2 %	--
MSCI AC Materials	-1.0 %	4.1 %	-1.0 %	19.0 %	42.3 %	80.4 %	--
MSCI AC Real Estate	-4.7 %	-1.0 %	-4.7 %	10.2 %	16.0 %	88.8 %	--
MSCI AC Telecommunication	-4.2 %	0.7 %	-4.2 %	1.5 %	10.9 %	86.8 %	--
MSCI AC Utilities	-6.4 %	-8.7 %	-6.4 %	5.0 %	9.0 %	90.8 %	--
USDNOK	-5.9 %	-5.6 %	-5.9 %	-6.4 %	-0.2 %	41.2 %	7.72
EURNOK	-2.8 %	0.7 %	-2.8 %	7.6 %	9.9 %	29.0 %	9.58
GBPNOK	-1.2 %	1.0 %	-1.2 %	5.6 %	-5.9 %	26.4 %	10.95
JPYNOK	-3.0 %	-1.7 %	-3.0 %	-3.3 %	7.5 %	18.6 %	0.07
CNYNOK	-2.4 %	-0.5 %	-2.4 %	2.1 %	-0.9 %	39.6 %	1.23
CHFNOK	-1.6 %	1.2 %	-1.6 %	-0.6 %	-1.3 %	37.9 %	8.28
SEKNOK	-2.4 %	0.3 %	-2.4 %	3.7 %	4.9 %	13.9 %	0.98
Bloomberg Commodity	2.0 %	4.5 %	2.0 %	3.6 %	-9.6 %	-36.0 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	0.9 %	-1.3 %	0.9 %	-9.7 %	-16.4 %	-37.1 %	--
Brent Crude (ICE)	3.3 %	12.5 %	3.3 %	24.0 %	30.3 %	-40.2 %	69.05
Gull spot	3.2 %	5.8 %	3.2 %	11.1 %	4.8 %	-19.1 %	1 345.15
Aluminium spot	-1.6 %	3.6 %	-1.6 %	22.3 %	19.7 %	8.0 %	2 219.00
Kobber spot	-1.8 %	3.8 %	-1.8 %	18.1 %	27.8 %	-12.9 %	7 078.75

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 aktivklasser, 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.