

Positiv inntjeningsvekst

Oslo, 8. mai 2018

En refleksjon

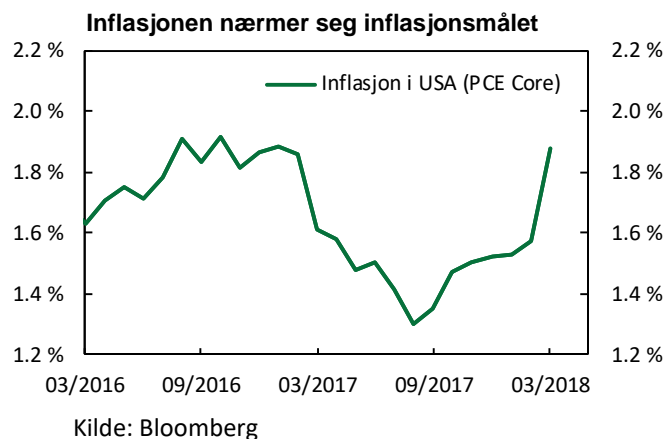
“The dominant story since 2016 has been synchronized global economic expansion. The question today is whether this story remains intact. ... Entering 2018 the global economy has been trying to resettle at its steady state and this requires a downshift in growth.”

Alpine Macro, Chen Zhao, Chief Global Strategist, 27. april 2018

Makro

I de siste ukene er den makroøkonomiske utviklingen blitt mer uklar. Citibanks økonomiske overraskelsesindeks har vist negative overraskelser for større økonomier i sum, men spesielt for Europa. Det kinesiske aksjemarkedet har utviklet seg svakt de siste ukene. Eurosonen viste den svakeste veksttakten på 18 måneder i siste kvartal. De europeiske 10-årsrentene har falt tilbake og indekser for ekspansjon i næringslivet (PMI) både i eurosonen og globalt er svekket. Det internasjonale pengefondet, IMF, publiserte nylig sin Fiscal Monitor som viser at det globale gjeldsnivået i forhold til globalt BNP nå er vesentlig høyere enn før finanskrisen.

På denne bakgrunn kan det være naturlig å spørre om vi ser tegn til en svakere makroøkonomisk utvikling eller om den robuste globale utviklingen fortsatt er intakt.



Den amerikanske sentralbanken (Fed) beskrev i sitt rentemøte den 3. mai den amerikanske økonomiske utviklingen i positiv språkdrakt. Veksten er stabil, arbeidsmarkedet styrker seg fortsatt og inflasjonsforventningene er i samsvar med sentralbankens målsetning. Figuren over viser utviklingen til den

realiserte inflasjonsindeksen som Fed selv ofte refererer til.

Alpine Macro og sjefstrateg Chen Zhao drøfter usikkerheten i dagens makrobilde i sin siste Global Strategy rapport. Det advares mot å tolke de siste makronyheterne for negativt. Veksttakten i både amerikansk og europeisk økonomi var i andre halvdel av 2017 sterkere enn hva langsiktig trendvekst bør tilsi. Den vekstreduksjonen vi nå ser er trolig snarere en tilpasning til et lavere, men mer langsiktig naturlig vekstnivå, enn starten på en global resesjon. Det er likevel mange usikkerhetsmomenter som kan forverre dette bildet. Tre svært nærliggende faktorer å følge, er internasjonal handel, rentenivået og oljeprisen. En reell handelskrig mellom de tre store regionene USA, Kina og Europa vil få svært negative konsekvenser. Det er svært usikkert hvor høye renter verdensøkonomien tåler. En for sterk tilstramming fra sentralbankenes side kan underminere veksten. Oljeprisen betyr mindre for verdensøkonomien nå enn for 10 år siden. En vesentlig høyere oljepris vil likevel bidra med negative vekstimpulser.

Som vi tidligere har omtalt i månedsbrevene er det sterke strukturelle forhold som vil bidra til et lavere naturlig globalt vekstnivå fremover. Et høyere gjeldsnivå og en mindre andel av befolkning i yrkesaktiv alder er vekstdempende. Vi har også beskrevet de økonomiske rammebetingelser som var svært fordelaktige for aksjemarkedet i 2017, med passe sterk vekst og inflasjon med tilhørende passe høyt rentenivå. Disse nivåene begynner å endre seg, med sterkere inflasjon og høyere rentenivå i USA på den ene siden, og spørsmål om svekket økonomisk utvikling i eurosonen på den andre siden. I tråd med Chen Zhaos analyse, vil vi følge nøye med på endringer i disse nivåene som har vært viktige for aksjemarkedet.

Avkastning – hittil i år

Det globale aksjemarkedet har vært i en sidelengs konsoliderende fase de siste 6-9 månedene. Oljeprisen har derimot hatt en sterk prisutvikling som har bidratt til å løfte energisektoren og det norske aksjemarkedet, som endte opp 7,2 % i april (OSEFX). De lange rentene har også falt noe tilbake i Europa, mens den amerikanske 10-årsrenten ser ut til å stange mot 3 %-taket i påvente av nye signaler om utviklingen.

Hittil i år per 30. april hadde indeksen MSCI Developed World falt med 2,5 %, mens indeksen MSCI Emerging World falt med 1,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, er i samme periode opp 4,7 %. MSCI All Countries World målt i lokal valuta er om lag uendret i samme periode.

Lange renter har steget så langt i år. ST5X har per 30. april gitt en negativ avkastning på 1,0 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %. Gullprisen har steget med 0,9 % målt i USD. Prisene på industrimetaller har vært variable hittil i år, hvor kobberprisen er ned 6,1 % og aluminiumsprisen er uendret, begge målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg i år mot de fleste store valutaer. USD og EUR har svekket seg mot NOK med henholdsvis 2,3 % og 1,7 %. SEK og GBP har svekket seg mot NOK med henholdsvis 8,6 % og 0,4 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

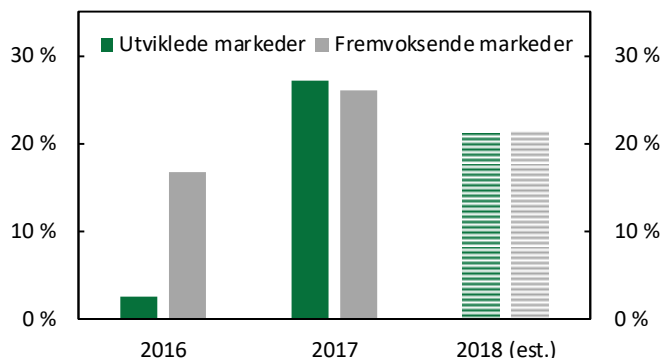
Det globale likviditetsbildet er fortsatt positivt, men avtagende siden rentesyklusen har snudd og sentralbankbalansene samlet sett går inn i en nedbyggingsfase i løpet av året. En stor potensiell feil vil være en for rask likviditetstilstrømming fra sentralbankenes side.

Selskapenes inntjeningsutvikling er en svært viktig variabel i aksjemarkedet. Inntjeningsutviklingen i 2016 og 2017 var generelt meget positiv og forventningene til 2018 er også bra. Mange selskaper har nå rapport første kvartal og i det store bildet leverer selskapene som forventet. Figuren til høyre viser inntjeningsutviklingen i to viktige markedsindekser for utviklede og fremvoksende markeder for 2016, 2017 og estimater for 2018.

Den gode aksjemarkedsavkastningen i april har bedret trendene i aksjemarkedene, men det er fortsatt forskjeller. Svakere relativ utvikling i april og svake tall i februar og mars har bidratt til at de toneangivende indeksene i USA er under 100 dagers glidende snitt.

Motpolen er de europeiske markedene, som i løpet av de siste ukene har brutt opp gjennom både 100 og 200 dagers glidende snitt. Dette er isolert sett positivt, selv om det alene har begrenset utsagnskraft for den videre utviklingen.

Vekst i inntjening



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner og aksjer er høy og reflekterer forventninger til fortsatt god økonomisk utvikling, til tross for noe høyere inflasjon og renter. De samlede utsiktene for økonomien, inflasjonen og rentene er i sum fortsatt positive, men vi følger ekstra nøye med på stigende renter og inflasjon. Det vil videre være negativt for økonomien og aksjemarkedene om den globale handelen reelt sett blir signifikant svekket.

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

Relevante markedsindikatorer per 30. april 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 %	0.1 %	0.4 %	1.7 %	4.5 %	0.62 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.2 %	0.0 %	-0.5 %	0.3 %	2.7 %	7.8 %	1.28 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.2 %	-0.1 %	-1.0 %	0.0 %	3.4 %	10.3 %	1.56 %
Barclays Multiverse Hedged USD	-0.3 %	0.2 %	-0.5 %	1.6 %	7.0 %	14.6 %	2.18 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	-0.4 %	0.2 %	-0.5 %	1.4 %	6.3 %	13.8 %	1.94 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	0.1 %	-1.1 %	-0.6 %	3.2 %	18.3 %	29.8 %	5.84 %
Oslo Børs Fondsindeks	7.2 %	5.6 %	4.7 %	19.3 %	33.7 %	77.0 %	829.86
Oslo Børs Hovedindeks	6.8 %	6.0 %	5.6 %	23.3 %	34.5 %	79.1 %	859.96
Oslo Børs Small Cap Index	6.1 %	2.5 %	2.1 %	6.9 %	3.8 %	41.2 %	679.85
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1.3 %	-1.6 %	2.6 %	14.8 %	37.9 %	105.3 %	1 704.35
Oslo Børs Eiendomsindeks	3.9 %	-2.7 %	-5.9 %	3.9 %	21.3 %	86.4 %	--
VINX Benchmark Cap	2.5 %	-0.4 %	-1.7 %	4.3 %	25.4 %	100.7 %	385.62
MSCI All Countries (AC) World Local	1.8 %	-4.0 %	0.0 %	11.8 %	24.2 %	63.3 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3.2 %	-1.7 %	-2.3 %	6.6 %	31.9 %	111.7 %	--
MSCI Developed World	3.4 %	-1.5 %	-2.5 %	5.7 %	32.4 %	116.4 %	--
MSCI Emerging World	1.8 %	-3.2 %	-1.4 %	13.6 %	26.7 %	75.0 %	--
MSCI Frontier World	-1.0 %	0.0 %	-0.6 %	13.7 %	24.8 %	96.4 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	5.1 %	-0.8 %	-1.6 %	6.1 %	20.6 %	86.3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-1.3 %	-6.6 %	-4.0 %	1.1 %	11.6 %	15.2 %	--
MSCI Developed North America	2.7 %	-2.2 %	-3.0 %	5.0 %	38.5 %	139.7 %	--
MSCI Emerging Latin America	0.9 %	-2.1 %	4.2 %	9.9 %	27.2 %	25.1 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	3.3 %	-2.3 %	-1.9 %	12.0 %	28.1 %	87.9 %	--
MSCI Japan	2.9 %	0.8 %	-0.9 %	11.3 %	31.6 %	97.0 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	4.5 %	-0.3 %	0.9 %	8.8 %	37.7 %	140.5 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.4 %	-4.7 %	-8.7 %	-5.7 %	20.2 %	78.1 %	--
MSCI AC Energy	10.7 %	3.9 %	1.7 %	10.1 %	10.9 %	45.2 %	--
MSCI AC Financials	2.9 %	-3.5 %	-2.7 %	8.4 %	33.6 %	105.5 %	--
MSCI AC Health Care	3.1 %	-1.9 %	-2.5 %	1.4 %	16.8 %	123.1 %	--
MSCI AC Industrials	1.6 %	-3.9 %	-4.5 %	3.8 %	35.3 %	120.6 %	--
MSCI AC Information Technology	1.9 %	-0.8 %	0.4 %	17.2 %	71.5 %	222.7 %	--
MSCI AC Materials	4.1 %	-3.3 %	-4.2 %	9.5 %	31.9 %	78.9 %	--
MSCI AC Real Estate	3.2 %	-0.3 %	-5.0 %	0.7 %	18.1 %	62.7 %	--
MSCI AC Telecommunication	4.0 %	-1.9 %	-6.0 %	-4.4 %	5.3 %	61.6 %	--
MSCI AC Utilities	4.7 %	5.5 %	-1.2 %	0.2 %	21.8 %	73.5 %	--
USDNOK	2.2 %	3.8 %	-2.3 %	-6.7 %	6.4 %	38.9 %	8.01
EURNOK	0.2 %	1.1 %	-1.7 %	3.5 %	14.5 %	27.5 %	9.68
GBPNOK	0.4 %	0.8 %	-0.4 %	-0.7 %	-4.5 %	23.2 %	11.04
JPYNOK	-0.5 %	3.8 %	0.6 %	-4.8 %	16.2 %	23.8 %	0.07
CNYNOK	1.2 %	2.9 %	0.4 %	1.5 %	3.8 %	34.7 %	1.26
CHFNOK	-1.5 %	-2.3 %	-3.9 %	-6.2 %	0.2 %	30.3 %	8.09
SEKNOK	-2.5 %	-6.4 %	-8.6 %	-5.5 %	1.3 %	3.0 %	0.92
Bloomberg Commodity	2.6 %	0.2 %	2.2 %	8.0 %	-12.0 %	-31.6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	1.3 %	1.2 %	2.0 %	-4.2 %	-12.6 %	-32.1 %	--
Brent Crude (ICE)	7.0 %	8.9 %	12.4 %	45.3 %	12.6 %	-26.6 %	75.17
Gull spot	-0.7 %	-2.2 %	0.9 %	3.7 %	11.1 %	-10.9 %	1 315.35
Aluminium spot	13.6 %	1.7 %	0.0 %	18.6 %	16.7 %	23.2 %	2 256.50
Kobber spot	1.4 %	-4.4 %	-6.1 %	18.6 %	6.4 %	-3.6 %	6 770.00

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.