

USAs renteøkninger og proteksjonisme skaper usikkerhet

Oslo, 5. juli 2018

En refleksjon

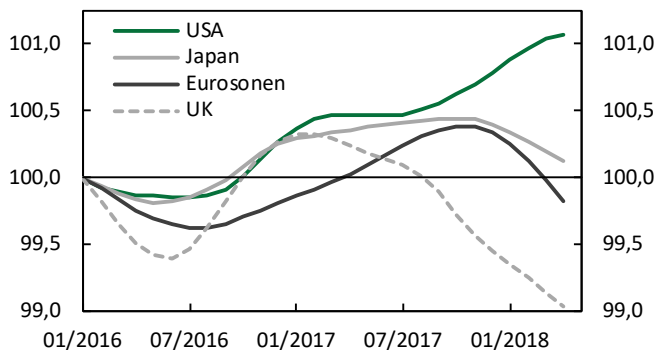
“Global growth is decelerating and the composition of that growth is shifting back towards the United States.”

BCA Research, Global Investment Strategy, 29. juni 2018

Makro

Den 29. juni publiserte BCA Research, i sin Global Investment Strategy, en oppdatert analyse av markedene. De innledet med å hevde at den synkroniserte globale økonomiske oppgangen som vi var vitne til i 2017 har slått sprekker i 2018. Global vekst er i ferd med å avta og BCA ventet at denne utviklingen vil fortsette. I en nærmere analyse av ledende økonomiske indikatorer i sentrale land peker BCA på at det nå kun er i USA at de ledende indikatorene fortsatt stiger. Analysen vises i figuren nedenfor.

OECDs ledende økonomiske indikatorer *



* Indeksert: januar 2016 = 100

Kilde: OECD

På noe lengre sikt er BCA også bekymret for at veksten i USA ikke er bærekraftig. Arbeidsledigheten er 3,8 %, den laveste på 48 år. Ifølge Bureau of Labor Statistics er det for første gang flere ledige stillinger i økonomien enn det er arbeidsledige. Trump-administrasjonens skattelettelser og finanspolitiske stimulanser kommer følgelig på feil tidspunkt. BCA hevder at stimulansene vil medføre inflasjonspress og stigende styringsrenter fra sentralbanken. BCA frykter at sentralbanken vil føle seg presset til flere og hyppigere renteøkninger enn det den globale økonomien vil tåle og dermed fremtvinge neste resesjon.

Trump-administrasjonens proteksjonistiske handelspolitikk, de amerikanske renteøkningene og en sterkere USD er sentrale bidragsytere til å senke de ledende økonomiske indikatorene rundt om i verden. Vekstmarkedene er blitt rammet mest, hvor både aksjemarkedene og de lokale valutaene har utviklet seg svært svakt de seneste månedene. Meningsmålinger i USA viser at Trumps kjernevelgere verdsetter hans proteksjonistiske agitasjon. Det er derfor liten grunn til å tro på at agitasjonen vil avta frem mot det amerikanske mellomvalget i november. Agitasjonen rammer også Europa og særlig utsatt er de mest eksportorienterte økonomiene, derav Tyskland, hvor spesielt bilindustrien er en stor eksportør til USA.

Økonomiske ledende indikatorer har utviklet seg svakt i Storbritannia, hvor parlamentet og regjeringen sliter med å enes om den ønskede fremtidige relasjonen til EU. Tidspunktet for utmeldelsen nærmer seg uten at det på noen måte er klart hvilken avtale Storbritannia vil få med EU. Det eneste som er klart, er at avtalen vil ha en helt annen struktur og innhold enn hva som ble forespeilet av Brexit-fløyen i forkant av folkeavstemningen i 2016. Flere hevder derfor at Storbritannias befolkning burde få anledning til å stemme over forhandlingsresultatet i en sak av så avgjørende betydning for deres fremtid.

De uavhengige analysehusene BCA og Alpine Macro, er begge positive til at oljeprisen vil holde seg høy fremover, på tross av at den globale veksten vil svekke seg noe. Bakgrunnen er å finne både på etterspørsels- og tilbudssiden. Etterspørselen fortsetter å vokse, mens tilbudssiden opplever forstyrrelser, noe som kan bli vanskelig å fylle selv om Saudi-Arabia og Russland planlegger å øke produksjonen.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til MSCI All Countries World har vært volatil i første halvår, men er i sum om lag uendret. Per 30. juni har indeksen MSCI All Countries World steget med 0,8 % målt i lokal valuta, mens tilsvarende avkastning i NOK var -1,1 %. Sektorene teknologi og energi viser positiv avkastning, mens de fleste øvrige sektorer har negativ avkastning hittil i år. Oslo Børs, samt den amerikanske NASDAQ-indeksen, har i disse omgivelsene klart seg bra relativt til aksjemarkedet som helhet.

Hittil i år per 30. juni hadde indeksen MSCI Developed World falt med 0,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt med 7,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode 7,0 %.

Lange renter har steget svakt så langt i år. ST5X hadde per 30. juni en rente på 1,43 % mot 1,22 % ved inngangen til året. Dette har medført at avkastningen til ST5X har vært tilnærmet null så langt i år. Korte statskaseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %. Så langt i år har gullprisen falt med 3,8 %. Prisene på industrimetaller har utviklet seg svakt i samme periode, hvor kobberprisen er ned 8,1 % og aluminiumsprisen er ned 4,5 %. Oljeprisen har derimot steget med 18,8 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Innen valuta har NOK om lag samme kurs mot USD som ved inngangen til året. EUR har svekket seg mot NOK med 3,3 % i samme periode. GBP og SEK har også svekket seg mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

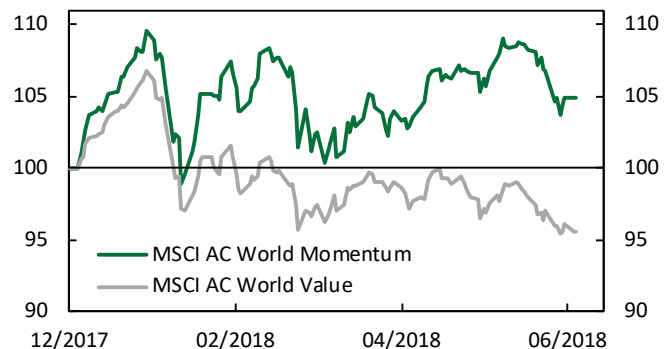
Finansmarkedene er i en fase hvor likviditeten svekkes. I USA heves rentene, sentralbankbalansen bygges ned og en sterk USD har en kontraktiv virkning på likviditeten i de globale finansmarkedene. I Europa reduserer sentralbanken obligasjonskjøpene og kredittveksten flater ut. Kina opplever også, ifølge BCA, en klar svekkelse av kredittveksten.

Aksjemarkedet viser en svært divergerende utvikling. De mest populære aksjene konsentrert rundt de store teknologiselskapene har en fortsatt positiv kursutvikling, mens det store flertall av aksjer viser en negativ kursutvikling. De populære teknologiaksjene er de relativt sett dyreste aksjene, men også de som viser høyest vekst. Litt enkelte sagt blir dyrt dyrere, mens billig blir billigere. Figuren til høyre viser avkastningsutviklingen hittil i år på momentum- og verdiaksjer illustrert ved MSCIs stilindekser.

Den gode utviklingen i bedriftenes inntjening ser ut til å fortsette. Investeringsdirektør i Nordea, Robert Næss, uttalte i Finansavisen den 29. juni at inntjeningsestimaterne fortsetter å tikke oppover. Han ser for seg

en inntjeningsvekst i 2018 på 15 % både i utviklede aksjemarkeder og i vekstmarkedene. Sentimentet i markedet er nå klart svekket i vekstmarkedene og Europa, mens USA og Norge fortsatt holder seg i positiv trend målt ved tradisjonelle glidende snitt.

Utvikling i momentum- og verdiaksjer *



* Indeksert avkastning i USD: 29.12.2017 = 100

Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Verdsettelsen av obligasjoner, eiendom og aksjer er høy og vil være sårbar for stigende renter eller fall i inntjeningen. Den globale veksten er fortsatt høy, men de ledende indikatorene i mange land har den siste tiden vist en svakere utvikling. En for sterk oppgang i amerikanske renter, kombinert med redusert likviditet

av USD, kan få USD-kursen til å styrke seg videre med negative konsekvenser for global vekst.

Vi opprettholder vår nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljene har en moderat kredittkspenning og er undervektet rentebinding.

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2018

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.1 %	0.2 %	0.4 %	1.6 %	4.3 %	0.66 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.0 %	0.6 %	0.0 %	0.6 %	3.0 %	9.3 %	1.21 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.0 %	1.2 %	0.0 %	0.8 %	4.7 %	13.9 %	1.43 %
Barclays Multiverse Hedged USD	0.2 %	0.1 %	0.0 %	1.7 %	9.3 %	18.5 %	2.25 %
Barclays Global Aggregate Hedged USD	0.2 %	0.2 %	0.1 %	1.7 %	8.7 %	17.7 %	1.99 %
Barclays Global High Yield Hedged USD	-0.4 %	-1.1 %	-1.8 %	1.1 %	18.3 %	32.9 %	6.48 %
Oslo Børs Fondsindeks	0.1 %	9.5 %	7.0 %	22.9 %	38.0 %	83.9 %	848.04
Oslo Børs Hovedindeks	0.4 %	9.2 %	7.9 %	25.8 %	39.7 %	87.5 %	879.14
Oslo Børs Small Cap Index	-2.7 %	8.5 %	4.3 %	12.6 %	8.9 %	36.4 %	694.84
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	3.2 %	0.3 %	4.3 %	15.6 %	45.6 %	120.6 %	1 732.55
Oslo Børs Eiendomsindeks	-2.1 %	7.6 %	-2.5 %	5.8 %	37.8 %	88.6 %	--
VINX Benchmark Cap	-1.2 %	2.0 %	-2.2 %	1.0 %	24.8 %	102.4 %	383.65
MSCI All Countries (AC) World Local	0.0 %	2.7 %	0.8 %	10.8 %	27.8 %	67.0 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-0.9 %	4.5 %	-1.1 %	8.1 %	31.4 %	110.6 %	--
MSCI Developed World	-0.4 %	5.8 %	-0.2 %	8.5 %	32.4 %	115.7 %	--
MSCI Emerging World	-4.5 %	-4.3 %	-7.3 %	5.6 %	22.2 %	71.5 %	--
MSCI Frontier World	-3.9 %	-11.8 %	-11.4 %	-0.7 %	10.6 %	67.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1.0 %	2.7 %	-3.9 %	2.8 %	17.4 %	81.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-1.0 %	-5.2 %	-7.8 %	2.4 %	9.9 %	15.1 %	--
MSCI Developed North America	0.3 %	7.6 %	1.6 %	10.9 %	40.6 %	138.5 %	--
MSCI Emerging Latin America	-3.4 %	-14.5 %	-11.7 %	-2.5 %	10.1 %	19.0 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-4.1 %	0.3 %	-4.8 %	7.0 %	27.5 %	92.5 %	--
MSCI Japan	-2.8 %	1.0 %	-2.7 %	7.9 %	24.4 %	91.7 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0.5 %	7.1 %	3.3 %	13.3 %	35.9 %	130.2 %	--
MSCI AC Consumer Staples	1.8 %	2.6 %	-6.7 %	-3.2 %	20.3 %	82.3 %	--
MSCI AC Energy	0.3 %	14.6 %	5.4 %	21.0 %	20.8 %	48.7 %	--
MSCI AC Financials	-2.7 %	-1.9 %	-7.2 %	2.1 %	24.6 %	96.1 %	--
MSCI AC Health Care	0.8 %	6.6 %	0.8 %	2.8 %	14.2 %	122.3 %	--
MSCI AC Industrials	-3.2 %	1.1 %	-4.9 %	3.5 %	33.4 %	111.0 %	--
MSCI AC Information Technology	-1.4 %	8.0 %	6.5 %	23.1 %	79.2 %	228.9 %	--
MSCI AC Materials	-2.1 %	4.4 %	-3.9 %	11.2 %	33.7 %	87.5 %	--
MSCI AC Real Estate	0.1 %	5.4 %	-2.9 %	2.9 %	23.4 %	78.6 %	--
MSCI AC Telecommunication	-0.2 %	-0.4 %	-10.0 %	-6.5 %	-0.3 %	53.2 %	--
MSCI AC Utilities	1.0 %	5.3 %	-0.7 %	0.6 %	23.9 %	79.5 %	--
USDNOK	-0.3 %	4.0 %	-0.7 %	-2.4 %	3.7 %	34.3 %	8.15
EURNOK	-0.4 %	-1.4 %	-3.3 %	-0.2 %	8.9 %	20.6 %	9.52
GBPNOK	-1.1 %	-2.0 %	-2.9 %	-1.0 %	-12.7 %	16.6 %	10.76
JPYNOK	-2.1 %	-0.2 %	1.0 %	-1.0 %	14.8 %	20.2 %	0.07
CNYNOK	-3.5 %	-1.3 %	-2.1 %	-0.6 %	-2.6 %	24.0 %	1.23
CHFNOK	-0.9 %	0.1 %	-2.3 %	-5.6 %	-2.1 %	28.0 %	8.22
SEKNOK	-1.8 %	-3.0 %	-9.1 %	-7.9 %	-3.9 %	0.6 %	0.91
Bloomberg Commodity	-3.5 %	0.4 %	0.0 %	7.3 %	-13.0 %	-28.2 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-8.4 %	-6.5 %	-5.8 %	-12.7 %	-24.6 %	-35.3 %	--
Brent Crude (ICE)	2.4 %	13.0 %	18.8 %	65.8 %	24.9 %	-22.2 %	79.44
Gull spot	-3.5 %	-5.4 %	-3.8 %	0.9 %	6.9 %	1.5 %	1 253.16
Aluminium spot	-5.9 %	8.4 %	-4.5 %	12.5 %	30.4 %	24.5 %	2 153.50
Kobber spot	-3.2 %	-0.8 %	-8.1 %	11.8 %	15.1 %	-1.6 %	6 625.00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingring, 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.