



## Solide makrotall viste veien gjennom så å si hele året ISM-indeksen fra USA fortsetter å stige til det høyeste nivået på 13 år BNP veksten i Europa har vist ytterligere momentum i 2017

---

Da er året kommet godt i gang, og vi har allerede sett mer turbulens i aksjemarkedene så langt i 2018 enn vi så i hele fjor. Nå skal det samtidig sies at 2017 var et unormalt stabilt og positivt år for aksjemarkedene.

Vi så tiltagende vekst i fremvoksende økonomier utenom Kina, og vi så en samstemt oppgang i aktivitetstallene fra både industriland og fremvoksende økonomier. Den politiske uroen roet seg noe i Europa i fjor, og så langt har ikke Trump startet noen handelskriger heller (kun noen solpaneler og vaskemaskiner så langt). Global inflasjon ble også lavere enn fryktet i 2017 på tross av stigende råvarepriser. Høyere oljepris hjalp derimot ikke mot en fallende krone, som trolig ble svekket av et fallende boligmarked her hjemme.

Solide makrotall viste veien gjennom så å si hele året, og minste motstands vei på verdens børser var opp. Det kan derfor kanskje virke ironisk at det var nettopp gode makrotall som førte til den siste korreksjonen vi har sett i aksjemarkedene. Svært gode arbeidsmarkedstall fikk lange renter til å stige i frykt for høyere inflasjon. Så etter ti år med frustrasjon over for lav inflasjon både i Europa og USA, er den nå på veg tilbake. Lav inflasjon er et tegn på en dårlig økonomi, så burde vi ikke nå være glade for litt inflasjon? Jo det burde vi, men comebacket i USA ser ut til å bli sterkt, så sterkt at aksjemarkedet begynner å bli nervøst. Stiger lønningene, så faller inntjeningen. Og aksjemarkedet liker ikke "for høye" renter heller.

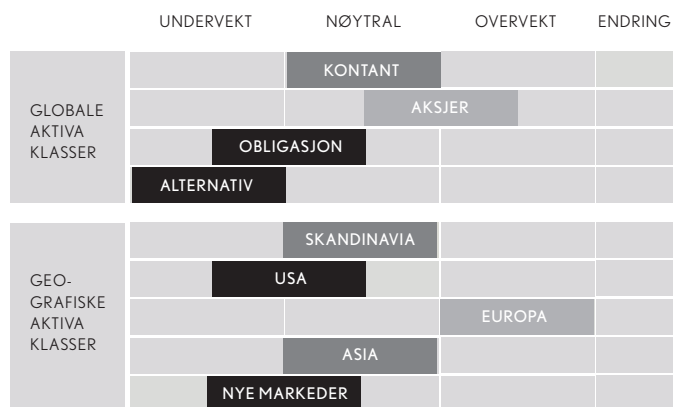
### ALLOKERING

Vi traff ganske godt på vår sektor og regionallokering i Stavanger Asset Management fjor, og målt mot relevante benchmarker så skapte vi også bedre risikjustert avkastning i våre porteføljer. Robotisering- (og automatiserings-) trenden fortsetter, og vår eksponering mot denne sektoren var en god bidragsyter i porteføljene. Helse kom sterkt tilbake i 2017, og økt eksponering mot fremvoksende økonomier ga også

meravkastning. Gjennom global eksponering, samt Berkshire Hathaway hadde vi god eksponering mot USA, som i sum var den viktigste bidragsyteren. I USA nådde alle de tre viktige delindeksene nye all time high flere ganger i fjor, i takt med fallende arbeidsledighet, gode mikro- og makro-tall, samt forhåpninger om skattelettelse fra Trump. Den amerikanske økonomien trenger ikke ekstra stimulans, og sentralbanken har allerede satt opp renten flere ganger i fjor, og indikerer enda flere renteopp-ganger i 2018.

PMI (innkjøpssejfsindeks) peker opp de fleste steder og har ikke vært så sterk i Europa på mange år. Sysselsettingen i Europa viser fortsatt bedring, og veksten er over historisk trend. Europa begynner endelig å komme seg ut av en langvarig bølgedal, og aksjemarkedet fremstår ikke like dyrt som det amerikanske. Mulighe- tene ligger kanskje i stor grad i Europa og fremvoksende økonomier fremover?

Aksjestrateg Peter Hermanrud sier aksjer er dyre, men ikke for dyre. Han sier at normalt kommer et større krasj først etter at makro har vært svak en stund. Det er ikke tilfellet nå. Men hans største frykt er at oppgangsperioden ender med at økonomien ble stimulert for mye og for lenge. Enn så lenge tror han det sykliske oppsvinget fortsetter, som i sin tur vil gi stigende inntjening og aksjekurser fremover.



FIGUR 01. OVERSIKT OVER MAKROBILDET  
Høyre kolonne angir endring med piler: opp, ned eller uendret.

Inn i 2018 fremstår makromomentet fortsatt som godt. Veksten i global økonomi akselererte gjennom 2017 og farten inn i 2018 er god, særlig for de rike industri-landene. I fjor gikk ingen av de "store truslene" inn. Ordkrigen med Nord Korea har stilnet litt, og nå er Nord Korea også med i Vinter-OL. Men i Europa er det fortsatt en del politisk usikkerhet, og Brexit står fortsatt delvis uavklart. Situasjonen rundt Saudi Arabia/Iran (og Midt-Østen forøvrig) kan forverres. Og Syria-problemene er langt fra løst. Forholdet mellom USA og Kina, samt USA og Russland kunne selvfølgelig vært bedre. Statsgjelden i vestlige land og "Kinesisk gjeld" kan også skape problemer fremover.

Men det er slettet ikke bare risikofaktorer som viser veien inn i det nye året. I Norge kommer kanskje endel oljejobber tilbake. Etter tre år med oljekrise planlegger to tredjedeler av oljerelaterte bedrifter å øke antall ansatte i år. SR-Bank spår 10.000 nye jobber på Sør-Vestlandet 2018. Oljeetterspørselen er god og antatt vekst for 2018 har blitt oppjustert hver måned det siste kvartalet. I Norge vil trolig veksten forbli over trend, og arbeidsledigheten falle videre, så fremt boligmarkedet ikke kollapser. Et potensielt «boligkrakk» kan være en trussel for norske bankaksjer, men trolig ikke for børsen forøvrig. Reviderte tall viser for så vidt nå en stabilisering i boligmarkedet.

I USA vil trolig arbeidsledigheten fortsette å falle, fra allerede lave nivåer. Baksiden av medaljen er lavere vekst fremover, da lønnskostnaden trolig også vil stige etter hvert. Da stiger inflasjonen og renten trolig også. Det er nettopp frykten for stigende renter som har senket børsene de siste ukene. Renten vil ganske sikkert fortsette å stige, men tross alt fra fortsatt relativt lave nivåer. Samtidig ser vi at appetitten for

amerikanske obligasjoner faller, både hos kineserne og til dels hos Oljefondet, som igjen kan gi lavere dollarkurs. I utgangspunktet positivt for amerikanske bedrifter. Oljeproduksjonen i USA fortsetter å øke og har nå kommet opp i over 10 millioner fat om dagen, rett bak Saudi Arabia med sine ca 10,5 millioner fat og Russland med rundt 11 millioner fat. Mange analytikere spår nå at USA snart blir verdens største oljeprodusent. Samtidig fortsetter oljeforbruket i verden å øke, i takt med økt økonomisk aktivitet og global vekst. Verdens oljeforbruk vil innen få år trolig passere 100 millioner fat per døgn. Det er med andre ord god grunn til å forvente at aktiviteten på Norsk sokkel også vil fortsette en del år til.

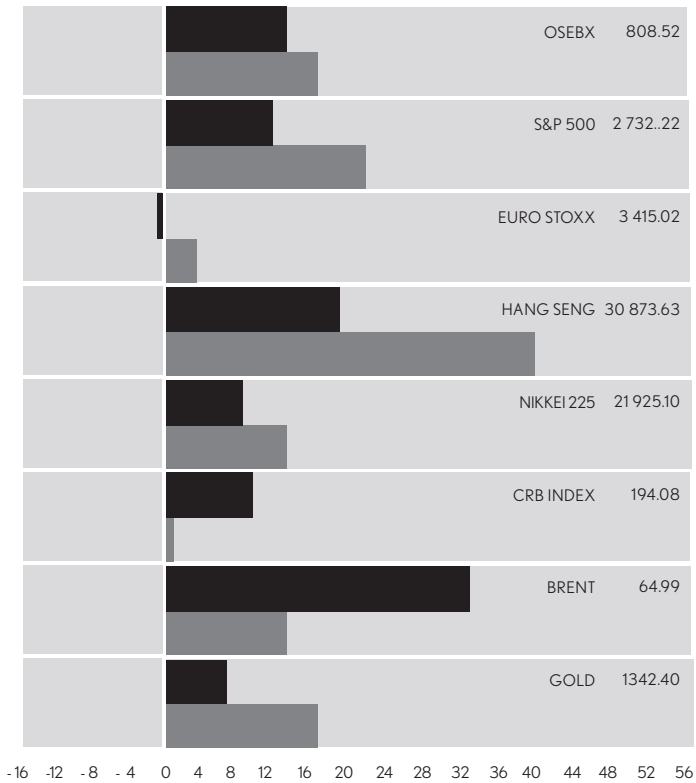
Også i Europa blir makrotallene bedre. Arbeidsmarkedstallene blir stadig bedre, og den viktige "ledende indikatoren" PMI er på rekordnivåer. Det er som sagt også tiltakende vekst i fremvoksende økonomier utenom Kina. I Kina er veksten stabil, selv om veksten i investeringene nå dempes. Dette foregår tilsynelatende kontrollert, og en såkalt "myk landing" ser derfor sannsynlig ut. At Kina har mer fokus på helse og miljø enn BNP-vekst burde være positivt i et lengre løp. Xi Jinping har uansett mange virkemidler som kan benyttes om det skulle være nødvendig. I fjor så vi at kinesiske Tencent passerte sin amerikanske rival Facebook i markedsverdi. Vi burde ikke bli overrasket om flere kinesiske selskaper kommer inn på «top 10» listen i verden de neste årene.

# Aksjer

FEBRUAR

FIGUR 03. OVERSIKT OVER AKSJER

INDEKS I DAG

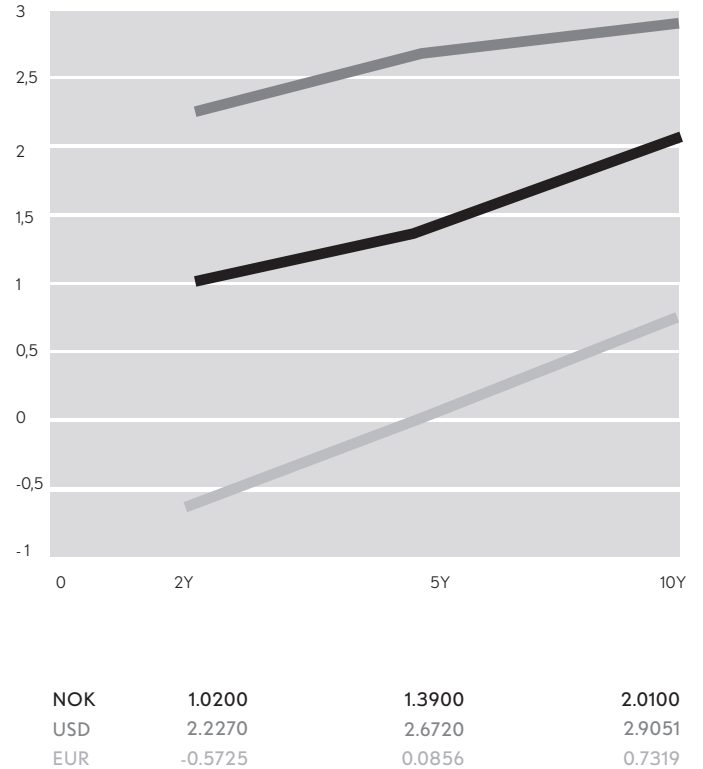


■ KVARTALSVIS ENDRING I PROSENT  
■ YEAR TO DATE I PROSENT

# Renter og valuta

FEBRUAR

FIGUR 04. OVERSIKT OVER RENTEBÆRENDE



Som skrevet tidligere, så har USA satt opp styringsrenten flere ganger i fjor. Trolig kommer det flere rentehevinger i år, og renten på 10 års statsobligasjoner i USA steg nylig til 2,7%, det høyeste nivået siden april 2014. I Europa vil sentralbanken gradvis forsøke å avvikle de kvantitative lettelsene, men ikke stramme inn på pengepolitikken. Draghi signaliserer fortsatt ekspansiv pengepolitikk, men det er selvfølgelig en risiko for at renten settes opp tidligere enn markedet nå forventer. Norges bank høyner vekstutsiktene for Norge, og tilhørende rentebane. Så for første gang på mer enn syv år skal styringsrenten heves. (Sentralbanksjef Øystein Olsen signaliserer mulig renteøkning allerede i Q4) .

På valutasiden fikk vi et blandet bilde i 2017. Mens NOK så ut til å skulle styrke seg noe, så fortsatte EUR sin fremmarsj. For året totalt steg EUR i overkant av 8% mot NOK, mens USD gikk motsatt vei.



EMMANUEL VALLOTTO

+47 910 02 401  
EMMANUEL.VALLOTTO@STAVANGERAM.COM



EVEN KROHN-PETTERSEN

+47 941 46 559  
EVEN.KROHN-PETTERSEN@STAVANGERAM.NO