

Månedsbrev 7. mai 2015

En refleksjon

Overgangen til en oljedrevet økonomi med høy lønnsnivå var en behagelig reise. Returen, hvor leverandørnæringen skal krympe og annen konkurranseutsatt virksomhet må vokse frem, blir mer krevende+

Sentralbanksjef Øystein Olsen, foredrag 4. mai 2015

Makro

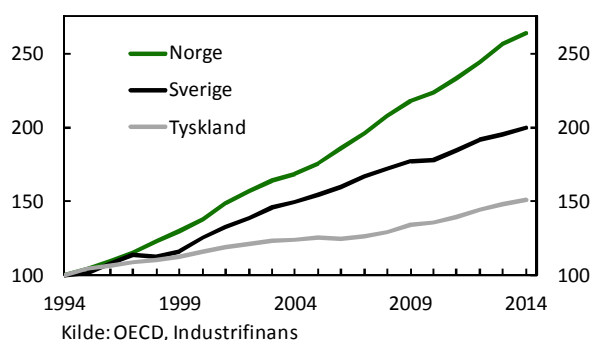
En periode med svakere makro tall fra USA har skapt noe usikkerhet om utsiktene for verdensøkonomien. Det er mye som tyder på at dette kun er en midlertidig svekkelse og at veksten i amerikansk økonomi vil ta seg opp i de kommende kvartaler. Dette synet ble bekreftet i den nylig publiserte ISM-indeksen for tjenesteytende næringer, som viste en klart positiv utvikling i april. I Europa preger situasjonen i Hellas det kortsiktige bildet, mens den underliggende, samlede utviklingen fortsatt er positiv. Vårt hovedsyn er at Hellas kommer til en enighet med de største kreditorene i tolvte time. Hellas har lenge spilt et høyt spill i forhandlingene, men har i det siste vist vilje til endring, blant annet ved å sette finansminister Yanis Varoufakis på sidelinjen i de videre forhandlingene. Et stort flertall av grekerne ønsker å beholde euroen. En sorti fra eurosonen vil føre til en gresk statskonkurs og et fullstendig sammenbrudd i det greske bankvesenet. Det vil bli en ekte gresk tragedie.

Inflasjonsforventningene på fem og ti års sikt bunnet ut i januar og har deretter steget i sentrale land. I april har dette også slått markant ut i stigende 10-års statsrenter. Fra bunnpunktet i april til 6. mai har den norske 10-åringen steget fra 1,39 % til 1,67 %, den tyske fra 0,07 % til 0,59 % og den amerikanske fra 1,87 % til 2,24 %. Dette kan markere et skift, selv om de absolutte nivåene fortsatt er svært lave.

Omstillingen i norsk økonomi er i gang, og arbeidsledigheten (AKU, sesongjustert) er ved siste publiserte undersøkelse på 4,1 %, den høyeste på ni år. **Figur 1** viser utviklingen i lønnskostnader per produsert enhet siste 20 år i forhold til land det kan være naturlig å sammenligne seg med. Denne utviklingen

basert på en oljedrevet økonomi er ikke bærekraftig i den omstillingsprosessen sentralbanksjef Øystein Olsen skisserte i nevnte foredrag. Redusert oljeavhengighet vil være en stor overgang, da nær én av 10 sysselsatte i Norge ifølge Statistisk Sentralbyrå er direkte eller indirekte tilknyttet petroleumsnæringen.

FIGUR 1
Lønnskostnader per time



I april styrket både oljeprisen og kronkursen seg betydelig. De mer langsiktige terminprisene på olje har derimot beveget seg lite. For Norge ville det vært hensiktsmessig om mye av tilpasningen fremover kom gjennom en svakere valutakurs. Utfordringen er at både Sverige og EU også arbeider aktivt for å svekke sine valutakurser gjennom særdeles ekspansiv pengepolitikk. Norges Bank holdt styringsrenten uendret på 1,25 % i rentemøte 7. mai.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år. Samtlige store aksjemarkeder har i følge Bloomberg positiv avkastning i NOK hittil i år.

Per 6. mai hadde indeksen MSCI World steget med 4,2 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets hadde steget med 9,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen steg i samme periode med 10,3 %. Lange renter har steget siste måned, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på -0,1 %. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %.

Oljeprisen har nå steget 18,2 % hittil i år. Kobberprisen har steget 0,3 %, prisen på gull

Utvalgte markeder

Pr. 6. mai 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	645,96	12,14 %
Dow Jones	17841,98	0,11 %
S&P 500	2080,15	1,03 %
DAX	11350,15	15,75 %
FTSE 100	6933,74	5,60 %
Nikkei 225	19531,63	11,92 %
Hang Seng	27640,91	17,10 %
WTI Olje	60,93	14,38 %
Brent Olje	67,77	18,21 %
Gull	1192,22	0,62 %
Kobber	6389,25	0,33 %
USDNOK	7,43	-0,22 %
EURNOK	8,44	-6,41 %
GBPNOK	11,34	-2,38 %
SEKNOK	90,44	-5,25 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

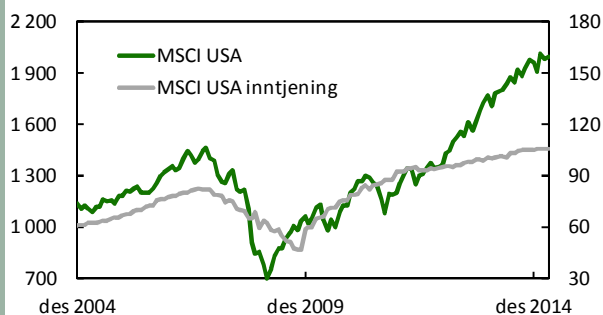
har steget 0,6 % og aluminiumsprisen har steget 4,1 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være svært volatile. Hittil i år har EUR og SEK svekket seg vesentlig mot NOK, med henholdsvis 6,4 % og 5,3 %, USD er om lag uendret, mens CHF har styrket seg med hele 8,3 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

I forrige månedsbrev beskrev vi hvordan likviditetstilførselen fra verdens fire store sentralbanker fortsetter med full styrke. Det er liten tvil om at dette har vært med på å senke rentene og heve prisene på realaktiva som eiendom og aksjer. I aksjemarkedet ser vi det klartest ved stigende P/E-nivåer. Sagt på en annen måte, er investorene villige til å betale mer og mer for samme inntjening. **Figur 2** fra det amerikanske aksjemarkedet illustrerer dette på en god måte. I perioden fra 2003 til 2013 var det nærmere sammenheng mellom inntjening og verdsettelse, mens fra 2013 og frem til nå har verdsettelsen steget langt raskere enn inntjeningen.

FIGUR 2
Markedsverdi versus inntjening



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Aksjemarkedet blir i dagens situasjon meget sårbar for en kombinasjon av stigende renter og fallende inntjeningsforventninger. Vi har kommentert at renteutviklingen nå kan ha snudd, selv om det fortsatt er for tidlig å stad-

feste en ny trend. Det er normalt at inntjeningsforventningene faller gjennom året. Det er derimot uvanlig at inntjeningsforventningene faller så markert og fort som de har gjort i det norske og amerikanske aksjemarkedet i år. I Norge er inntjeningsestimaterne for OSEFX nedjustert med 11,7 % siden årsskiftet, tilsvarende tall for MSCI Nord-Amerika er 6,0 %. MSCI Europa har holdt seg bedre med en nedjustering på mer begrensede 3,0 %.

Det kan ellers være verdt nok en gang å minne om at på kort sikt kan aksjemarkedenes utvikling være uransakelige. I Kina, hvor veksten nå faller markert og mange frykter en kredittkollaps, har børsene i Shanghai og Shenzen, steget med henholdsvis 31 % og 56 % hittil i år, målt i NOK.

Generelt er risikoappetitten i markedene fortsatt stor. Det har ikke vært vesentlige tegn til utgang i kredittmarginer eller økt volatilitet siste måned i viktige indekser, målt ved for eksempel VIX indeksen. Den mest markante endringen har vært den nesten unisone økningen i lange statsrenter.

De store aksjeindeksene i USA og Europa, som S&P 500 og BE500, handler nå over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Det samme gjelder for Oslo Børs. Målingene er gjort i lokal valuta.

Konklusjon

Vi er samlet sett overvektet i aksjer, men er undervektet i norske aksjer og overvektet i internasjonale aksjer. Undervekten i norske aksjer skyldes at vi fortsatt opplever at råvarepriser er under press. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. USD vil fortsatt kunne styrke seg mot de fleste andre valutaene da USA nå har den minst ekspansive sentralbanken blant de store fire.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland
orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland
eikeland@industrifinans.no