

Månedsbrev 6. mars 2015

En refleksjon

The possibility of negative interest rates was rarely if ever contemplated in academia prior to 2014. No textbook or central bank research paper even mentioned it+

Bill Gross, Investment Outlook, 2. mars 2015

Makro

OECDs ledende indikatorer publisert i februar bekrefter bildet av en verdensøkonomi i stabil svak vekst. Oljepriset falt i andre halvår 2014 vil sette sitt preg på inflasjonstallene fremover og skape tidvis deflasjonsfrykt. På den annen side ser vi tegn til en stabilisering av både oljepris og inflasjonsforventninger.

Oljeprisen, målt ved ICE Brent, er i dag på USD 61 per fat, en prisøkning på over 30 % siden prisbunnen på USD 46,6, som inntraff den 13. januar. Terminprisen på olje, i intervallet tre til fem år, har holdt seg vesentlig bedre enn den korte enden av prisskalaen og var rundt USD 70 selv i januar. Det samme terminprisintervallet nærmer seg nå USD 80 per fat. Disse nivåene representerer ikke en oljepriskollaps, selv om terminprisnedgangen fortsatt er betydelig i forhold til et tidligere nivå på om lag USD 100 per fat.

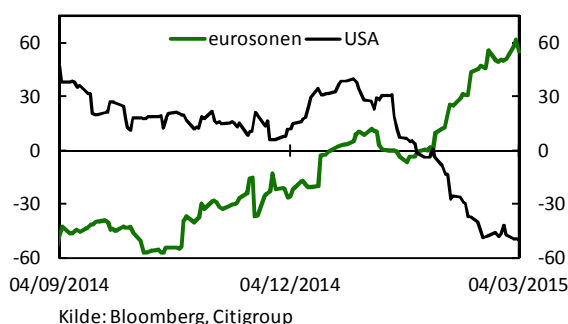
Inflasjonsforventningene på fem og ti års sikt har steget fra bunnpunktet medio januar. Statsrentene er fortsatt historisk lave, men også disse har steget i de fleste land de siste ukene fra bunnpunktet i januar. Det er for tidlig å si om dette representerer et trendskifte, men det er en meget spennende utvikling i forhold til den deflasjonsfrykten som har preget finansmarkedene den siste tiden.

Den økonomiske utviklingen i Europa fortsetter å vise positive tegn. Kredittetterspørselen fra privat sektor bedres, og svakere euro og lav oljepris bidrar også positivt. ESB oppjusterte anslagene for eurosonens vekst i mars. **Figur 1** viser Citigroup sin overraskelsesindeks for den realøkonomiske utvikling i eurosonen og USA. Denne indeksen viser at utviklingen i realøkonomien i eurosonen har utviklet seg vesentlig bedre enn forventet, mens det har vært store skuffelser i USA. På den annen side har USA i dag en relativt sterk vekst og et godt arbeidsmarked.

Forhandlingene mellom Hellas og EU viste igjen hvor sterkt EU står. Syrizas valgseier ga et sterkt anti-EU-mandat med mulighet til å gå fra inngåtte avtaler med EU, ESB og IMF. Forhandlingsresultatet viste derimot hvor forhandlingsstyrken lå. De nye makthaverne i Hellas oppnådde knapt nok innrømmelser til å berge ansiktet. For EU og ESB kan arbeidet derimot fortsette med å styrke fundamentet for et sterkere EU.

Det er fortsatt usikkerhet knyttet til utviklingen i den kinesiske økonomien. Den kinesiske sentralbanken har svart på de svakere signalene fra økonomien med å sette ned rentene og innført en mer ekspansiv pengepolitikk.

FIGUR 1
Overraskelsesindeks realøkonomi



Avkastning – hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år. Per 5. mars har indeksen MSCI World steget med 7,2 %, mens indeksen MSCI World Emerging Markets har steget med 5,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 5,4 %. Den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning rundt null mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %.

Oljeprisen har nå steget 5,5 % hittil i år. Kobberprisen har falt 8,0 %, prisen på gull har steget 1,1 %, mens aluminiumsprisen har falt 2,1 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

NOK har fortsatt å svekke seg mot USD, men har styrket seg i verdi mot EUR. Hittil i år har NOK svekket seg 3,6 % mot USD og styrket seg 5,5 % mot EUR.

Utvalgte markeder

Pr. 5. mars 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	616.60	7.04%
Dow Jones	18135.72	1.75%
S&P 500	2101.04	2.05%
DAX	11504.01	17.32%
FTSE 100	6961.14	6.02%
Nikkei 225	18751.84	7.46%
Hang Seng	24193.04	2.49%
WTI Olje	50.76	-4.71%
Brent Olje	60.48	5.49%
Gull	1198.34	1.14%
Kobber	5857.00	-8.02%
USDNOK	7.72	3.63%
EURNOK	8.52	-5.54%
GBPNOK	11.78	1.41%
SEKNOK	92.60	-2.98%

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

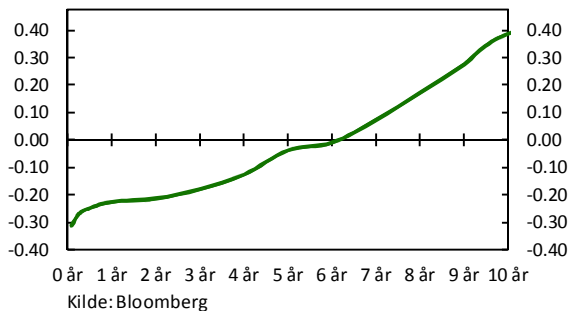
Kilde: Bloomberg

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den ekspansive sentralbankpolitikken fortsetter samlet sett med stor styrke. Etter den store finanskrisen for om lag seks år siden ble politikken med styringsrenter nær null innført i kombinasjon med kvantitative lettelser som mangedoblet sentralbankbalansene. I mangel av tilstrekkelig respons i realøkonomien har flere og flere sentralbanker innført en rentepolitikk med negative renter.

Figur 2 viser at tyske statsrenter nå har negativ rente helt opp til seks års løpetid. Våre svenske og danske naboer har også negative statsrenter, til eksempel er to års statsrenter i Danmark nå -0,8 % og i Sverige -0,1 %.

FIGUR 2
Tysk statsrentekurve



Pengepolitikken gir store effekter for valutakursene. Offisielt vil knapt noe land hevde at en svekket valutakurs er en målsetning bak ekspansiv pengepolitikk. Det kan likevel se ut som sentralbankene nå kappes om å være den mest ekspansive for å styrke egen økonomisk vekst. Det har vært ventet at USA skal heve rentene i juni på bakgrunn av en sterk økonomisk utvikling. En sterkere USD begynner å svekke amerikansk vekst og kan dermed skyve rentehevingene ut i tid.

Det er mange usikkerheter knyttet til langsiktige effekter av dagens sentralbankpolitikk. En negativ konsekvens er at de lave rentene kan bidra til en gjeldsfinansiert inflasjon i aktivapriser. I våre nære omgivelser ser vi dette i utviklingen av boligprisene. Gjelden knyttet til boligkjøp stiger med prisøkningen og rentefallet. Det samme gjelder for mange andre aktivaklasser. Samtidig faller forventet avkastning for alle aktivaklasser, slik at det må spares mer og mer for å oppnå en gitt avkastning eller pensjon. Det høye gjeldsnivået gjør at færre og færre kan leve med en signifikant renteøkning.

Aksjer er i sum fullt priset i forhold til tradisjonell verdsetting, men gir likevel god avkastning relativt til dagens lave rentenivåer. Det er store innbyrdes forskjeller innen aksjer, hvor amerikanske aksjer fremstår som relativt sett dyrest av de store markedene. Europa har stor oppside om profittmarginene kommer tilbake til nivåene før eurokrisen. Asiatiske aksjemarkeder har allerede priset inn en avkjøling i Kina.

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

Konklusjon

Vi er samlet sett svakt overvektet i aksjer, men er undervektet i norske aksjer og overvektet i internasjonale aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. USD vil trolig fortsatt være sterk mot de fleste andre valutaene, da USA nå har den minst ekspansive sentralbanken blant de store fem.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland
orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland
eikeland@industrifinans.no