

Månedsbrev 10. oktober 2013

En refleksjon

“The government shutdown in USA is bad enough, but failure to raise the debt ceiling would be far worse. It is mission critical that this be resolved as soon as possible”

Christine Lagarde, managing director, International Monetary Fund, Financial Times, den 4. oktober 2013

Makro

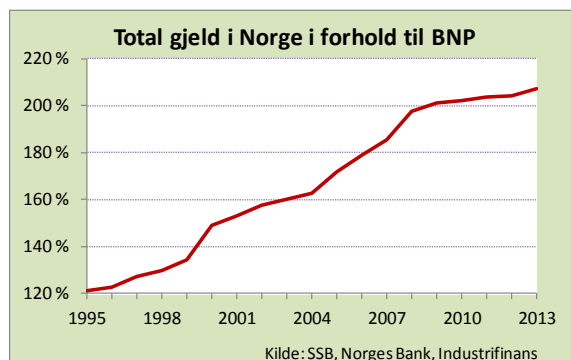
Det kortsiktige makrobildet preges av den fastlåste situasjonen mellom Kongressen og presidenten i USA. Isfronten kan skape stor volatilitet i finansmarkedene frem mot slutten av oktober. 17. oktober er ofte nevnt som tidsfristen for en heving av gjeldstaket i USA. Dette er ikke en absolutt frist, men mot slutten av måneden vil USA slippe opp for penger til å betale sine regninger. USA kan da komme i mislighold på sine statsobligasjoner såfremt gjeldstaket ikke heves. Amerikanske statsobligasjoner er ryggraden i det internasjonale finanssystemet og tjener som sikkerhet for et bredt spekter av internasjonale finansielle kontrakter som da også vil komme i mislighold. Konsekvensene er derfor dramatiske og av et slikt omfang at amerikanske politikere ikke vil kunne tillate at det skjer. Den altoverveiende sannsynlighet er derfor at Kongressen og presidenten vil unngå å misligholde gjelden.

Det globale makrobildet preges fortsatt av lav, men positiv vekst. Nyansene siste måneder er bedre nyheter fra Europa, mens utviklingen har vært svakere i fremvoksende markeder, slik at summen er en svak nedjustering av forventningene til vekst. Denne utviklingen ble sist bekreftet i IMF's World Economic Outlook som ble publisert 8. oktober. OECD's ledende indikatorer, publisert 9. oktober, viser derimot fortsatt samlet positiv utvikling.

Vårt syn er at veksten kommer til å bli lav i lang tid. Det skyldes i høy grad at verden ikke har vært villig til å ta tapene etter finanskrisen ved å avskrive nok gjeld. I stedet har gjelden fortsatt å øke ved at sentralbankene har vært villige til å øke sine balanser på en dramatisk måte uten historisk parallell. Sentralbankene har med dette reddet verden fra en depresjon og deflasjon, men det kan vanskelig oppnås sterk vekst med dagens globale gjeldsover-

heng. På den annen side vil sentralbankene med høy sannsynlighet fortsette nåværende politikk og være særdeles varsomme med tiltak som fremmer kredittkontraksjon. Dette bør bidra til svak, men positiv samlet vekst. Utfordringene kommer når inflasjonen vil tvinge sentralbankene til å heve rentene. Foreløpig er inflasjonsutsiktene godt forankret.

Dette bildet gjelder dessverre også for Norge. Sentralbanksjef Øystein Olsen holdt et fordrag på Senter for monetær økonomi på BI den 7. oktober om makroregulering og pengepolitikk, se www.norges-bank.no. Etter finanskrisen har sentralbankene fått utvidede mandater for å sikre finansiell stabilitet i tillegg til prisstabilitet. Arbeidet med finansiell stabilitet skal overvåke og sikre at det ikke bygges opp store ubalanser i økonomien. En sentral nøkkelindikator er utviklingen i forholdet mellom samlet utestående kreditt og BNP. I 1995 utgjorde samlet utestående kreditt under 120 % av BNP i Fastlands-Norge. Nå utgjør samlet kreditt godt over 200 % av samme BNP mål.



Den amerikanske nobelprisvinneren i økonomi Hyman Minsky skriver at tippunktet i en kredittsyklus kommer når låntager må ta opp gjeld for å betale renter på gjeld. Det er derfor sterke grunner til at sentralbankene ønsker lave renter i årevis fremover.

Avkastning - hittil i år

De fleste aksjemarkeder har i år hatt en meget positiv utvikling. September ble en positiv måned i aksjemarkedene, selv om situasjonen i USA påvirket markedene negativt mot slutten av måneden.

Hittil i år, per 9. oktober, hadde MSCI World indeksen steget med 24,5 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget med 5,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs,

Utvalgte markeder

Pr. 9. oktober 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	497,28	11,98 %
Dow Jones	14803,00	12,96 %
SP 500	1656,40	16,14 %
DAX	8516,69	11,88 %
FTSE 100	6337,91	7,46 %
Nikkei 225	14037,84	35,04 %
Hang Seng	23033,97	1,66 %
WTI Olje	101,60	12,39 %
Brent Olje	109,06	-1,85 %
Gull	1305,80	-22,06 %
Kobber	7071,50	-10,57 %
USD/NOK	6,00	7,91 %
EUR/NOK	8,11	10,49 %
GBP/NOK	9,56	6,22 %
SEK/NOK	92,74	8,48 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

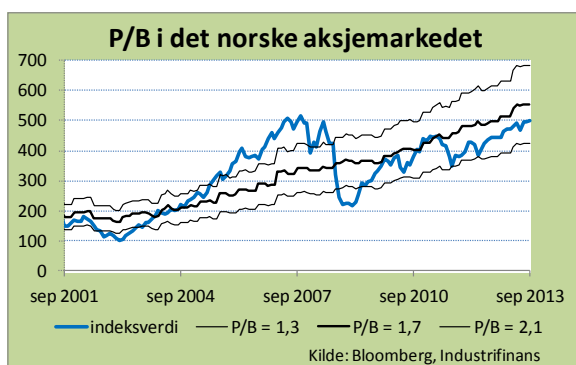
Kilde: Bloomberg

målt ved OSEFX, steg samme periode med 12,1 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, har steget 24,6 %. Oppgangen har vært bred, hvor alle sektorer bortsett fra råvareaksjer viser sterk utvikling.

Råvareprisene har generelt hatt svak utvikling hittil i år. Olje har falt 1,9 %. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 10,6 % og 11,3 %. Gull har falt med 22,1 %. Alle priser i USD. Innen valuta har USD kursen styrket seg mot NOK med 7,7 %, mens EUR har styrket seg mot NOK med 10,5 %. NOK har styrket seg mot JPY med 4,0 %.

Verdi, likviditet, og sentiment

Dagens aksjemarkeder fremstår som om lag normalpriset både i Norge og globalt. Som figuren under viser, er Norge priset noe under historisk snitt på nøkkeltallet P/B.



Internasjonalt fremstår USA som høyt priset, mens andre markeder fremstår som mer gunstige. I fravær av utenforliggende sjokk som endrer risikopreferansene til investorene, bør aksjemarkedene i sum gi en historisk normalavkastning fremover. Best verdi er det sannsynligvis nå i aksjer i fremvoksende markeder og råvareselskaper. Europa er en region med positivt momentum, noe som i høy grad skyldes mer positive makrotall den siste tiden.

Den 9. oktober ble det kjent at Janet Yellen blir nominert som ny sentralbanksjef i USA. Janet Yellen er nå visesentralbanksjef og har vært en

av de sentrale arkitektene bak innføring av de kvantitative lettelsene. Hun har de siste år også ledet arbeidet med Federal Reserves kommunikasjonsstrategi som skal gi signaler om fremtidig renteutvikling (forward guidance). Valget av Yellen vil i høy grad bidra til en videreføring av dagens sentralbankpolitikk i USA. Det er derfor grunn til å anta at Federal Reserve under Yellens ledelse vil utvise stor varsomhet med hensyn til å redusere dagens likviditetstilførsel til markedene. Japan vil også bidra til stor samlet netto økning i sentralbankbalansene fremover. Likviditetsbildet ser derfor fortsatt positivt ut fremover, så snart den umiddelbare krisen i USA er løst

Lange renter har falt markant tilbake etter at Federal Reserve i rentemøtet den 17. - 18. september valgte ikke å redusere likviditetstilførselen (tapering). Møtereferatet viser til at nesten alle komitémedlemmene ville avvente ytterligere bekreftelser på bedringen i arbeidsmarkedet og økonomisk aktivitet, og det var bekymring over nærstående usikkerhet i finanspolitikken. I tillegg er det spesielt bekymringsfullt at yrkesdeltakelsen faller markant.

Konklusjon

Positiv global vekst, selv om den er lav, med rikelig likviditet, lave renter og godt forankede inflasjonsforventninger er positivt for aksjer. Dagens verdsettelsesnivåer er også akseptable i de fleste markeder. Minuset er at inntjeningsveksten har vært fallende, og på lang sikt er det inntjeningsutviklingen per aksje som driver aksjekursene. Sentimentet, sett bort fra dagens støy fra USA, er positivt, men fortsatt ikke euforisk.

Vi fortsetter derfor å være svakt overvektet i aksjer og kreditt. Den underliggende risiko i finansmarkedene er likevel høy. Overvekten innen aksjer har vi i internasjonale aksjer og spesielt innen stabile kvalitetsaksjer. Aksjemarkedene i fremvoksende land er relativt sett billigst og vi vurderer å øke porteføljevekten der. Kredittovervekten er i norsk høyrente med kort rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no