

Månedsbrev 8. april 2014

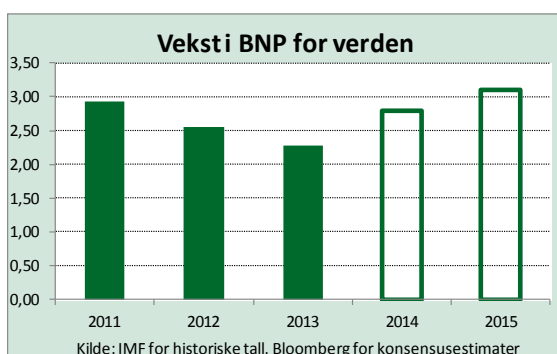
En refleksjon

“In my opinion, you have to be wildly optimistic to believe that corporate profits as a percent of GDP can, for any sustained period, hold much above 6 %.”

Warren Buffett, Fortune, 22. november 1999

Makro

Global vekst har de siste år vært svært stabil, med 2-3 % årlig. For ett år siden var Bloombergs konsensusforventninger til vekst for 2013 3,1 %. Veksten ble 2,3 %. Nå er konsensusforventningene til vekst for 2014 2,8 %. Figuren nedenfor viser at veksten de siste år samlet sett er stabil, men likevel under gammel historisk trendvekst. Høy arbeidsledighet og lav investeringsvilje i bedriftene holder inflasjonen lav og gir sentralbankene stort handlingsrom i pengepolitikken.



Kina representerer i dag den største usikkerheten i makrobildet. Financial Times' sjeføkonom Martin Wolf skrev 2. april at gjelden ikke kan vokse raskere enn BNP til evig tid – heller ikke i Kina. Spørsmålet er ikke om det stopper, men hvordan det stopper. Han konkluderer med at Kina kan unngå en finanskrise, men reformer må iverksettes, jo før jo bedre. Reformen innebærer blant annet markedsprising av renter og flere konkurser i sektorer med overkapasitet og feilslåtte prosjekter. Dårlige nyheter fra Kina på kort sikt er derfor sannsynligvis gode nyheter på sikt. Veksten i Kina kan likevel bli svekket i denne fasen. Det er derfor viktig for global vekst at situasjonen i Europa fortsetter å bedres.

Veksten i Europa kan få et tilbakeslag om Ukraina-krisen eskalerer. En langsiktig konse-

kvens av krisen vil likevel være en enda sterkere posisjon for Norge som energileverandør til Europa.

Norges Bank Pengepolitisk Rapport ble nylig publisert. Den beskriver norsk kapasitetsutnyttelse til å være nær normalt nivå, men veksten anses å ha avtatt bredt basert i hele økonomien gjennom fjoråret. Veksten i petroleumsinvesteringene, som lenge har vært høy og gitt sterke vekstimpulser til norsk økonomi, anslås å avta markert fra og med i år. Eksportveksten antas å ta seg noe opp som følge av svekkelsen av kronen og økt vekst ute.

Avkastning – hittil i år

Renter og kredittmarginer har falt så langt i år, aksjer har gått sidelengs, oljeprisen har svekket seg, mens norske kroner har styrket seg noe.

Hittil i år per 7. april har MSCI World indeksen falt med 0,9 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har falt med 0,7 %, det nordiske aksjemarkedet målt ved VINX har steget med 3,3 %. Oslo Børs, målt ved OSEFX har steget 0,3 % i samme periode. Alle avkastninger er målt i NOK.

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget med 7,6 %, aluminium har steget med 1,6 %, mens olje har falt 4,5 %, og kobber har falt 9,6 %. Alle priser målt i USD. De fleste valutaer har svekket seg mot NOK. Både USD og EUR har svekket seg med 1,3 % hittil i år.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Sentralbankene vil samlet sett høyst sannsynlig fortsatt tilføre likviditet til markedet, selv med Federal Reserve sin nedtrapping av obligasjonskjøp. Vi skrev i forrige månedsbrev om en bekymringsfull utvikling med deflasjonsfrykt i Europa. En svært positiv nyhet for markedene i de siste ukene har vært en tilnærming mellom den europeiske sentralbanken (ESB) og tyske Bundesbank hva gjelder pengepolitiske virkemidler. Et enstemmig styre i ESB, som inkluderer sjef for den tyske Bundesbank, Jens Weidmann, stemte for bruk av kvantitative lettelsener i euro-sonen om situasjonen krever det, i styremøtet i ESB den 3. april. Dette vil kunne endre inflasjonsforventningene i Europa og svekke euroen.

Utvalgte markeder

Pr. 7. april 2014

	Kurs	hittil i år
OSE BX	553,32	0,81 %
Dow Jones	16245,87	-2,00 %
SP 500	1845,04	-0,18 %
DAX	9510,85	-0,43 %
FTSE 100	6622,84	-1,87 %
Nikkei 225	14808,85	-9,10 %
Hang Seng	22377,15	-6,30 %
WTI Olje	101,10	2,72 %
Brent Olje	105,82	-4,49 %
Gull	1297,35	7,61 %
Kobber	6670,00	-9,57 %
USD/NOK	5,99	-1,32 %
EUR/NOK	8,24	-1,32 %
GBP/NOK	9,95	-1,00 %
SEK/NOK	92,20	-2,64 %

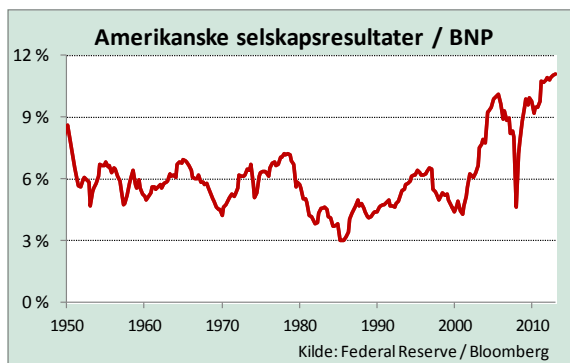
Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Hittil har mye av sentralbanklikviditeten sittet fast i bankvesenet og medført at pengemengden har hatt lav omløpshastighet og derfor ikke gitt den ønskede realøkonomiske uttellingen. En økning i omløpshastigheten kan endre dette, men da må først noen være villige til å låne. Både banker og kunder har vært reserverte til dette i en tid med høy gjeldsbyrde også blant private kunder og næringsliv.

Vi har mange ganger kommentert at stabil lav vekst og inflasjon sammen med rikelig likviditet er positivt for aksjer. Prisen som betales er likevel viktig for den avkastningen som kan oppnås. Det er ofte fokus på forholdstallet P/E. I USA er nå E'en, som representerer inntjeningen til bedriftene, historisk høy. Dette er vist i figuren under.



Amerikanske selskapers overskudd i prosent av BNP har nå passert 11 %. I følge Wall Street Journal lå gjennomsnittet i 1990-årene på 5,4 %. Dersom overskuddet faller tilbake til gammelt gjennomsnitt, vil dagens overskudd bli halvert og dermed forholdstallet P/E dobles på samme børsnivå. Historisk har overskuddet alltid falt tilbake til langsiktig gjennomsnittsnivå. Noen hevder derfor at USA opplever en profitboble. Analytikere på Wall Street forventer at resultatmarginene skal fortsette å stige i 2014.

I Europa ligger fortsatt E'en under historisk gjennomsnitt og har derfor et potensial for å øke. Dette er et sterkt argument for å overvekte europeiske og undervekte amerikanske aksjer med dagens verdsetting.

Sentimentet i aksjemarkedene er fortsatt sterkt og trendene er positive. Unntaket er fremvoksende markeder. Vi liker å bruke spanske og italienske 10-års renter som værhaner for risikoviljen generelt og i Europa spesielt. Begge er på historisk lave nivåer og sikrer rimelig finansiering av den høye statsgjelden.

Kredittmarkedene er også sangvinske. Kredittpåslagene er svært lave og pengene strømmer fortsatt til markedene. I USA er nå rentedifferansen mellom statsobligasjoner og høyrenteobligasjoner den laveste siden 2007. I forrige måned uttalte styremedlem Jeremy Stein i den amerikanske sentralbanken at de burde innlemme finansiell stabilitet i pengepolitikken. Han tilføyde at Fed bør heve rentene når kredittpåslagene i markedet er for lave. Vi spør oss selv om når de er for lave?

Konklusjon

Vi opprettholder inntil videre vår portefølje med overvekt i kreditt og svak overvekt i aksjer. Forventet avkastning har falt jevn i både renter og aksjer etter som oppgangen har vart og markedene har steget. Vi opplever at forventet avkastning innen både obligasjoner og aksjer nå er under langsiktig gjennomsnittsavkastning. Neste naturlige skritt er da å redusere risiko i porteføljen. Negativ realavkastning på sikre renteplasseringer frister derimot heller ikke nevneverdig. På den annen side kommer festen på et tidspunkt til å ta slutt og da er det, som de gamle har lært oss, viktig at besitte kontanter.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland
orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland
eikeland@industrifinans.no