

Månedsbrev 9. mai 2014

En refleksjon

Den 6. mai falt, for første gang siden euroen ble introdusert, den løpende avkastning på en italiensk 10-års statsobligasjon under 3 %.

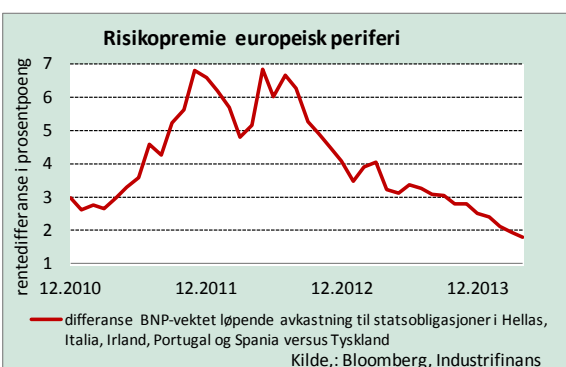
"This is the story of the year" var kommentaren fra Philip Brown, Citibanks Head of Sovereign Debt Markets, til Financial Times dagen etter.

Makro

OECDs ledende indikatorer for utviklede land fortsetter å styrke seg. Særlig gjelder dette for Europa. Veksten i OECD-området antas å bli 2,2 % i år og 2,8 % neste år. Global vekst anslås til 3,4 % i år og 3,9 % neste år.

I dette bildet av relativt positive makroutsikter fortsetter rentene å falle. Løpende avkastning på amerikanske 10-årsrenter er nå 2,6 %, mens de ved årsskiftet var 3,0 %. På samme måte er tyske 10-års statsrenter nå 1,4 % mot 1,9 % ved årsskiftet. Parallelt med dette faller risikopåslagene for nærmest alle kategorier obligasjoner.

Statsrentene i Spania og Italia er nå lavere enn de noen gang har vært siden euroen ble etablert. Portugal som måtte ha krisehjelp og forlate det internasjonale lånemarkedet for tre år siden, finansierer seg nå på egen kjøp på 10-års løpetid til 3,6 %.



Figuren over viser utviklingen i BNP-vektet risikopremie på statsobligasjoner i Hellas, Italia, Irland, Portugal og Spania versus Tyskland. Figuren viser at risikopåslagene nå er langt lavere enn før eurokrisen begynte.

Den geopolitiske usikkerheten som er skapt av Ukraina-krisen, har ikke påvirket finansmarkedene i vesentlig grad. Største negative effekt

har kommet i det russiske aksjemarkedet, som hittil i år har falt omlag 17 % i norske kroner, målt ved MICEX- og RTS-indeksene.

Det er interessant å observere hvordan markedene kan skifte så dramatisk på såpass kort tid. Det er ikke lenger siden enn i fjor at seriøse kommentatorer som Wolfgang Munchau og Martin Wolf i Financial Times ga euronen svært lav overlevelsessansynlighet.

Gjeldsnivå og rentenivå er det store spillet fremover. Alle store aktører, som sentralbanker, IMF og OECD, ser at lave renter er en forutsetning for at verden kan leve med det høye gjeldsnivået. Det er derfor stor sannsynlighet for at politikken vil bli videreført. Forgjeldede stater er de store vinnere både i form av lavere rentebetalinger på gjeld, men også fordi sentralbankene er blitt store kjøpere av statsgjeld og dermed indirekte finansierer statsbudsjettene.

De store tapere er forsiktige rentesparere, pensjonister og livsforsikringsselskaper som gradvis mister relativ kjøpekraft. For livsforsikringsselskaper og pensjonskasser med garanterte ytelser faller inntektene mens forpliktelsene øker, noe som er en svært utfordrende kombinasjon.

Avkastning – hittil i år

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

Hittil i år, per 8. mai, har MSCI World indeksen falt med 0,6 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har falt med 1,6 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX indeksen steg i samme periode med 5,5 %.

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget med 6,9 %, aluminium har falt med 1,8 %, mens olje har falt med 2,5 %, og kobber har falt med 8,2 %. Prisene er målt i USD. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer, herav 2,8 % mot USD og 2,2 % mot EUR.

Likviditet, Verdi og Sentiment

"The central bank punchbowl is full to the brim and will not be taken away" skriver Michael Mackenzie i dagens Financial Times. Janet

Utvalgte markeder

Pr. 8. mai 2014

	Kurs	hittil i år
OSE BX	589,05	7,32 %
Dow Jones	16550,97	-0,15 %
SP 500	1875,63	1,48 %
DAX	9607,40	0,58 %
FTSE 100	6839,25	1,34 %
Nikkei 225	14163,78	-13,06 %
Hang Seng	21837,12	-8,56 %
WTI Olje	100,30	1,91 %
Brent Olje	108,04	-2,49 %
Gull	1289,30	6,94 %
Kobber	6770,00	-8,21 %
USD/NOK	5,90	-2,80 %
EUR/NOK	8,16	-2,28 %
GBP/NOK	9,99	-0,60 %
SEK/NOK	90,45	-4,29 %

Avkastningstall i lokal valuta

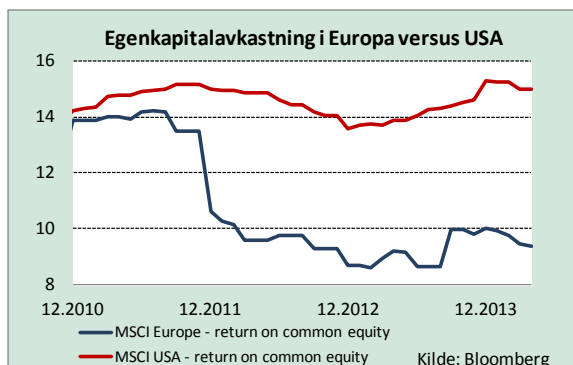
Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Yellen, USAs nye sentralbanksjef, forsikrer stadig markedet om en fortsatt ekspansiv pengepolitikk i form av lave renter. I Europa beredes grunnen for lettelse i pengepolitikken, både på grunn av deflasjonsfrykt og en sterk euro. Sentralbanksjef Mario Draghis uttalelser til markedet etter siste rentemøte ble tolket svært positivt av markedet.

Et usikkerhetsmoment i Europa er stresstestene som de store bankene skal igjennom i løpet 2014. Den økte risikoappetitten og de rekordlave rentene bankene kan finansieres seg til medfører at mange banker nå styrker balansen i forkant av stresstestene. Bankene tilfører ny egenkapital, ansvarlig lånekapital og konvertibel ansvarlig kapital, såkalt coco-obligasjoner (conditional convertible) som er blitt populært.

Vi har tidligere skrevet at amerikanske aksjer er dyre, fordi resultatmarginene og egenkapitalavkastningen er historisk høy. Disse forholdstallene tenderer på lang sikt å bevege seg mot historiske gjennomsnittsnivåer.



I denne sammenheng er europeiske aksjer i en annen fase. Figuren over viser at før eurokrisen var egenkapitalavkastningen på amerikanske og europeiske aksjer tilnærmet den samme, om lag 14 % målt ved MSCI-indeks. Ved utgangen av april er egenkapitalavkastningen for amerikanske aksjer 15,0 %, mens tilsvarende tall for europeiske er 9,4 %.

Den europeiske renteutviklingen signaliserer en fortsatt sterk tiltro til europeisk vekst og finansiell stabilitet. Dersom denne situasjonen vedvarer, bør det ligge et potensial fremover i europeiske aksjer relativt til amerikanske. På den annen side kan det ventes en styrking av USD i forhold til EUR dersom den økonomiske oppgangen i USA fortsetter og den europeiske sentralbanken iverksetter pengepolitiske tiltak som vil svekke euroen.

Sentimentet i aksjemarkedene er fortsatt sterkt og trendene er positive. Aksjemarkedene handler over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt i USA, Europa og Norge. Aksjemarkedene er fortsatt svake i Japan og Kina, mens Brasil har opplevd sterk kursstigning siste to måneder.

Kredittpåslagene fortsetter å falle og er historisk lave. Samtidig er misligholdsraten svært lav for risikoobligasjoner, slik at løpende meravkastning i forhold til obligasjoner med høy kredittverdighet fortsatt er signifikant. Pengene strømmer fortsatt til markedene. Norske og internasjonale høyrentefond opplever fortsatt netto tegning. Generelt vurderer vi at det nå er mer verdi i aksjemarkedet enn i rentemarkedet når vi ser på potensiell risikojustert avkastning.

Konklusjon

Vi opprettholder vår portefølje med overvekt i kreditt og svak overvekt i aksjer. Vi har en overvekt av europeiske aksjer i vår portefølje. Porteføljen har fortsatt en sterk kvalitetsprofil. Dette taper vi på når risikoappetitten øker sterkt og tjener på når markedet er mer rasjonelt. Forventet avkastning i både renter og aksjer har falt som følge av den sterke kursoppgangen. Sentralbankenes pengepolitikk senker prisen på penger. Dette har ført til økte priser for risikoaktiva og senket forventet avkastning. Vi vurderer derfor at forventet avkastning innen både obligasjoner og aksjer er under langsiktig normal gjennomsnittsavkastning.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland
orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland
eikeland@industrifinans.no