

Månedsbrev 10. april 2015

En refleksjon

Because things are the way they are, things will not stay the way they are+

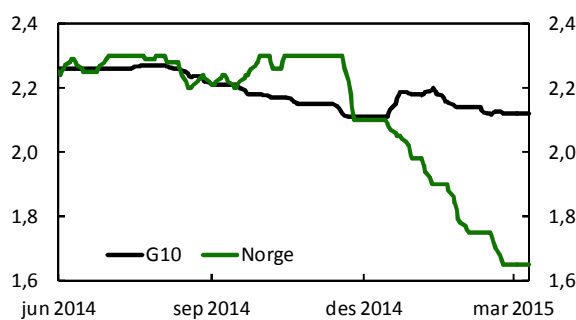
Bertold Brecht

Makro

Det er nå tegn til en sterkere og mer synkronisert oppgang i verdensøkonomien. Den økonomiske utviklingen i Europa fortsetter å vise positive tegn. Bedret kredittetterspørsel fra privat sektor, en svakere euro og lav oljepris bidrar positivt. USA har vært i gjennom et par kvartaler med noe svakere vekst på grunn av vinterstormer og oppbremsing i energisektoren. Fremover vil sterkt arbeidsmarked og bedret reallønnsvekst bidra med betydelige vekstimpulser. Investeringsviljen i næringslivet i USA er økende med unntak av energisektoren. I Japan utvikler økonomiens ledende indikatorer seg mer positivt.

Inflasjonsforventningene på fem og ti års sikt er fortsatt lave i sentrale land, men fortsetter å stige fra bunnpunktet i januar. Dette bidrar til å redusere deflasjonsfrykten. Statsrentene er fortsatt historisk lave, men disse har også steget noe i land som USA og Storbritannia.

FIGUR 1
Forventet realvekst i BNP 2015



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

I et generelt styrket globalt makrolandskap forventes derimot redusert økonomisk aktivitet i råvareproduserende land. Vi ser dette tydelig i **Figur 1**, hvor forventet vekstutvikling i norsk BNP sammenlignes med verdens ti største økonomier (G10).

I siste Pengepolitisk rapport fra Norges Bank, publisert i mars, bekreftes svakere utsikter for norsk økonomi, preget av den reduserte

investeringstakten på norsk sokkel. Norges Banks regionale nettverksindikator for vekst i produksjonen viser nå signifikante negative forventningstall for oljeleverandørnæringen, og selv på aggregert nasjonalt nivå nærmer vekstforventningene seg nullpunktet.

De to største farene i en fortsatt positiv utvikling i verdensøkonomien er at USD blir for sterk og en uventet negativ hendelse i Kina. Noe svakere vekst i Kina er allerede neddiskontert i markedet, men en dramatisk svakere vekst eller en sterk uro i kredittmarkedet kan skape store negative ringvirkninger.

Sentralbankenes sterke virkemidler har de siste år skapt et regime med en form for stabil stabilitet. Vi har hittil sett det klartest gjennom de store skiftene i rentenivå og valutakurser. Fremover kan det gi seg utslag i betydelig feilprising, som kan gi store kredittap og verditap når markedene korrigerer.

Avkastning Æ hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år. Per 9. april har indeksen MSCI World steget med 13,4 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 17,5 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 9,8 %. Den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har steget 0,6 %, mens korte statskasseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %.

Oljeprisen har falt 1,3 % hittil i år. Kobberprisen har falt 5,5 %, prisen på gull har steget 0,8 %, mens aluminiumsprisen har falt 3,3 %. Alle råvarepriser er målt i USD. Hittil i år har USD styrket seg 8,8 % mot NOK, mens EUR har svekket seg 4,2 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den ekspansive sentralbankpolitikken fortsetter samlet sett med stor styrke. Den europeiske sentralbanken (ESB) startet sitt obligasjonskjøpsprogram i mars med kjøp av obligasjoner for EUR 53 milliarder. Videre planlegges månedlige kjøp av obligasjoner for EUR 60 milliarder frem til og med september 2016. Programmet kan avrundes tidligere om ESB sin inflasjonsmålsetning nås. Lombard Street Research skriver i sin marsrapport at de fire

Utvalgte markeder

Pr. 9. april 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	645,01	11,97 %
Dow Jones	17958,73	0,76 %
S&P 500	2091,18	1,57 %
DAX	12166,44	24,08 %
FTSE 100	7015,36	6,84 %
Nikkei 225	19937,72	14,25 %
Hang Seng	26944,39	14,15 %
WTI Olje	50,79	-4,66 %
Brent Olje	56,57	-1,33 %
Gull	1194,72	0,83 %
Kobber	6015,00	-5,54 %
USDNOK	8,11	8,84 %
EURNOK	8,64	-4,15 %
GBPNOK	11,93	2,74 %
SEKNOK	92,55	-3,04 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

store sentralbankene i verden i sum ventes å øke sine balanser med om lag USD 900 milliarder i året de tre neste årene. Denne økningen viderefører de siste års balansevekst. En utfordring er likevel at likviditetsveksten som hittil primært har vært i USD, fremover vil komme i form av EUR og JPY (japanske yen).

Denne endringen i valutasammensetning gir store effekter for de relative valutakursene og verdens kapitalstrømmer. Mange land og bedrifter som hittil har hatt glede av billige USD-lån opplever nå stigende hovedstoler som følge av styrket USD. Det gjør det vanskelig å konvertere til lån i EUR og JPY uten betydelige tap.

Amerikanske bedrifter har derimot vært raske til å benytte rimelige lånevilkår i euromarkedet. **Figur 2** viser at amerikanske bedrifter har doblet volumet av obligasjonsutstedelser i euromarkedet i løpet av få kvartaler. Mange av disse bedriftene har sikret lånene tilbake til USD. Dette har medført økte marginer for rentebytteavtaler mellom USD og EUR som også har slått inn i det norske rentemarkedet. Årsaken er at rentebytteavtaler mellom NOK og EUR påvirkes av disse marginene. Norske rentefond med lav risiko har som følge av dette opplevd negativ avkastning i enkelte perioder i år. Basis rentebytteavtale mellom EUR og NOK gikk fra rundt 5 til nesten 25 basispunkter i mars, som igjen drev ut kredittpåslagene i obligasjoner med fortrinnsrett (OMF) med 7 til 10 basispunkter.

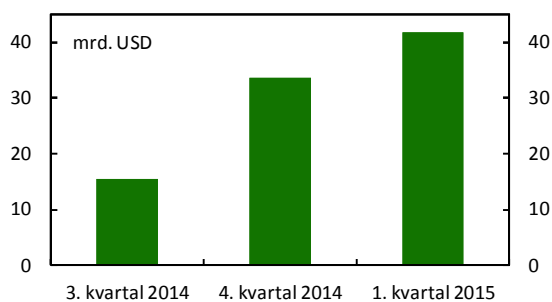
Europeiske banker plasserer nå en vesentlig del av den likviditeten ESB skaper i det amerikanske markedet i USD, fordi det amerikanske rentenivået er vesentlig høyere enn det europeiske. Dette bidrar igjen til å styrke USD og svekke EUR. En for sterk USD er negativt både for verdensøkonomien og for USA. Igjen ser vi at en politikk som skal være stabiliserende, bidrar til å skape ubalanser.

Det har vært ventet at USA skal heve rentene i juni i år på bakgrunn av en sterk økonomisk utvikling. En sterkere USD kan skyve rentehevingene ut i tid.

Aksjer fremstår som 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. I tillegg kan USA fremover oppleve press på profittmarginene som en følge av sterkere USD og økte reallønningene. Europa har stor oppside om profittmarginene kommer tilbake til nivåene før eurokrisen. Asiatiske aksjemarkeder har også allerede priset inn en avkjøling i Kina.

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. For Oslo Børs er bildet særdeles mer negativt om avkastningen hadde vært målt i USD fremfor i NOK.

FIGUR 2
Euro-obligasjoner initiert fra USA



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

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 fire store sentralbankene.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no