

Månedsbrev 9. august 2013

En refleksjon

“With unemployment still high and declining only gradually, and with inflation running below the Committee’s longer-run objective, a highly accommodative monetary policy will remain appropriate for the foreseeable future”

Sentralbanksjef Ben Bernanke i sin tale til den amerikanske Kongressen 17. juli 2013.

Makro

Det overordnede makrobildet preges av positive forventninger til utviklingen i USA, Europa og Japan, mens BRIC-landene viser svak utvikling. OECDs ledende indikatorer, publisert 8. august, stadfester dette bildet. I følge konsensustall fra Bloomberg er nå de globale vekstforventningene for 2013 og 2014 henholdsvis 2,0 % og 3,0 % som er en nedjustering fra forrige måned.

Bildet i USA preges av svak, men positiv vekst, lav inflasjon, velkapitaliserte banker og høy lønnsomhet i bedriftene. Arbeidsmarkedet og eiendomsmarkedet er samtidig i bedring. Renten på amerikanske 10-års statsobligasjoner har økt fra 1,6 % i mai til dagens 2,6 % noe som kan tilskrives en sterkere økonomi.

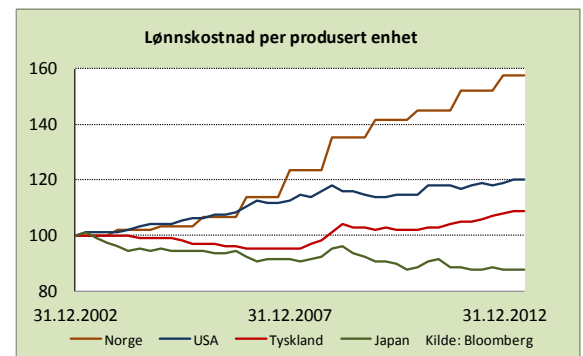
Europa har fortsatt ikke samlet positiv vekst, men sentimentet har snudd og flertallet av løpende økonomiske indikatorer overrasker nå på oppsiden. Et godt barometer er rentene på 10-års statsobligasjoner i Italia og Spania som har fortsatt å falle og nå er på henholdsvis 4,2 % og 4,5 %. Storbritannia viser også en gradvis sterkere vekst. Utfordringene med svakt kapitaliserte banker og indre spenninger i euro-området er fortsatt ikke løst og kan endre det positive bildet.

Japan er inne i et politisk eksperiment. Det vil ta tid å se om utfallet blir en bærekraftig økonomisk vekst eller kun en enda større statlig gjeld som skal betales. Valget 21. juli ga Shinzo Abe overveldende støtte. For første gang på mange år har Japan en regjering med sterk styring og potensiell gjennomføringsevne. På kort sikt vil Japans ekspansive finans- og pengepolitikk bidra positivt til verdensøkonomien. På den annen side er også Japan avhengig av økt eksport og global vekst for å lykkes.

Kina er inne i en utfordrende omstillingsperiode. Høy lønnsvekst svekker eksportsektorene. Siste års eksplosive kredittvekst har skapt overkapasitet

tet i mange industrier som sliter med dårlig lønnsomhet. Kredittveksten har videre bidratt til svært høye eiendomspriser som mange karakteriserer som en boble. Ledende indikatorer for økonomien er svake. Situasjonen bidrar til svak utvikling i globale råvarepriser og dårligere vekstutsikter for fremvoksende land generelt.

Norge preges av en tredelt økonomi hvor oljereelatert og offentlig virksomhet vokser, mens mye av øvrig privat virksomhet sliter. Det særnorske lønnsnivået har gjort Norge enda mer sårbart for et fall i oljeprisen. Basert på kjøpekraftparitet er norske kroner nå den mest overvurderte valuta i henhold til en analyse publisert av Allianz i juli. Figur 1 viser utvikling i lønnskostnad per produsert enhet for aktuelle land. Figuren viser hvor sårbart Norge er for et betydelig fall i oljeprisen. Spenningen i Midt-Østen har foreløpig skjermet oljeprisen for det generelle fallet i råvarepriser.



Avkastning - hittil i år

De fleste aksjemarkeder har i år hatt en positiv utvikling. I juni kom korreksjonen mange hadde ventet på, men mot slutten av måneden lettet det negative presset, og markedene begynte å stige igjen.

Hittil i år per 8. august hadde MSCI World indeksen steget med 22,8 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde falt med 3,1%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 13,7 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, hadde steget 21,2 %. Helse, konsum og finans har vært de aksjesektorene med sterkest oppgang.

Råvareprisene har generelt falt hittil i år. Olje har falt 4,0 %. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 9,4 % og 12,1 %. Gull har falt

Utvalgte markeder

Pr. 9. august 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	499,46	12,47 %
Dow Jones	15498,30	18,27 %
SP 500	1697,48	19,02 %
DAX	8318,32	9,27 %
FTSE 100	6529,68	10,71 %
Nikkei 225	13605,56	30,88 %
Hang Seng	21655,88	-4,42 %
WTI Olje	103,80	14,82 %
Brent Olje	106,68	-3,99 %
Gull	1313,40	-21,61 %
Kobber	7164,50	-9,39 %
USD/NOK	5,91	6,14 %
EUR/NOK	7,91	7,67 %
GBP/NOK	9,18	1,56 %
SEK/NOK	90,80	6,65 %

Avkastningstall i lokal valuta

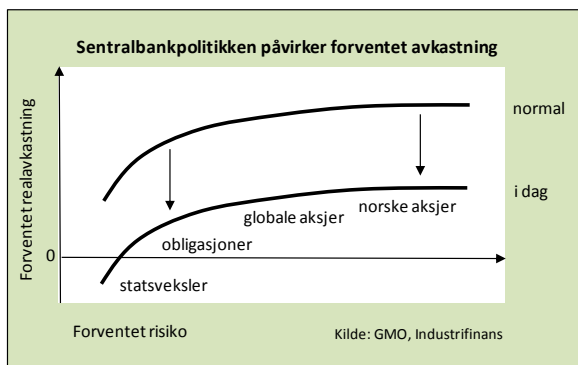
Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

med 21,6 %. Alle priser er i USD. Et viktig unntak for Norge er lakseprisene, som har styrket seg vesentlig. Innen valuta har USD-kursen styrket seg mot NOK med 6,1 %, mens EUR har styrket seg mot NOK med 7,7 %. NOK har styrket seg mot JPY med 4,8 %.

Verdi, likviditet, og sentiment

Sentralbankenes enorme likviditetstilførsel har bidratt til å heve aktivapriser generelt. Dette skjer direkte ved at aktiva sentralbankene kjøper stiger i pris, samt indirekte ved at de som selger aktiva til sentralbankene frigjør midler som plasseres i andre aktiva som derfor stiger i pris. De kvantitative lettelsene har derfor skapt et høyere prisnivå og dermed en lavere forventet avkastning innen alle aktivaklasser i forhold til en normalsituasjon. Dette kan illustreres som på figur 2.



Sagt på en annen måte er verdien dårligere innen alle aktivaklasser målt i forhold til en langsiktig likevektssituasjon. I mai/juni tolket markedet uttalelsene til den amerikanske sentralbanken (Fed) som at de kvantitative lettelsene ville reduseres. Resultatet var at samtlige aktivaklasser; obligasjoner, aksjer og eiendom falt i verdi. Fed har i ettertid gitt gjentatte forsikringer om at markedet feiltolket uttalelsene. Et eksempel er Bernankes tale til Kongressen den 17. juli. Etter dette begynte risikoaktiva igjen å stige i verdi.

Alle investorer bør derfor være klar over at dagens verdsettelsesnivåer på alle aktivaklasser er særs avhengig av sentralbankenes videre politikk. Dersom dagens politikk blir videreført i et langsiktig perspektiv, vil risikoaktiva som aksjer,

kreditt og eiendom gi signifikant meravkastning i forhold til kontanter, selv om alle aktivaklasser vil gi lavere forventet absoluttavkastning enn normalt. Dersom sentralbankpolitikken strammes kraftig inn vil sannsynligvis alle aktivaklasser bortsett fra kontanter falle i verdi og etablere seg på mer normale verdier med en høyere forventet avkastning. Usikkerheten ligger i at ingen vet hvor lenge den nåværende sentralbankpolitikken vil bli videreført. Investorer bør likevel være varsomme med å ta høyere og høyere risiko for lavere og lavere relativ meravkastning.

Det er vår tro at den ekspansive sentralbankpolitikken vil fortsette. Selv om Fed vil redusere kjøpene, vil sentralbankbalansen likevel vise nettoøkning. Samtlige øvrige store sentralbanker fører også en ekspansiv politikk. Spesielt Japan vil bidra til stor samlet netto økning i sentralbankbalansene i kommende måneder.

Sentimentet er igjen positivt i finansmarkedene, og risikoviljen er høy. Sentralbankene har satt seg selv i en særs vanskelig situasjon hvor det blir vanskelig å manøvrere seg ut av kvantitative lettelsene uten å skape store verdifall innen risiko-relaterte aktiva.

Konklusjon

Situasjonen i Kina representerer den største risiko for et negativt makrosjokk og vil derfor følges nøye. Utviklingen innen råvarepriser og råvarerelaterte aksjer vil være gode ledende indikatorer for hva som skjer videre.

Vi tror at verdensøkonomien fortsatt vil vise svak positiv vekst og at inflasjonsforventningene derfor vil holde seg på et nivå hvor sentralbankene vil videreføre sin ekspansive likviditetstilførsel.

Vi fortsetter derfor å være svakt overvektet i aksjer og kreditt. Den langsiktige underliggende risiko i finansmarkedene er likevel så høy at overvekten kun er svak. Overvekten innen aksjer har vi i internasjonale aksjer og spesielt innen stabile kvalitetsaksjer. Aksjemarkedene i fremvoksende land er relativt sett billigst, men trenden er fortsatt negativ. Kredittovervekten er i norsk høyrente med kort rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følger av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivaklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.