

## Månedsbrev 13. august 2014

## En refleksjon

"The real lesson of history is that a relatively small crisis over a chunk of third-rate eastern European real estate will produce a global conflict only if decision makers make a series of blunders."

Niall Ferguson, professor i historie ved Harvard, trekker paralleller mellom Ukraina-konflikten og utbruddet av 1. verdenskrig, Financial Times, 2. august 2014

## Makro

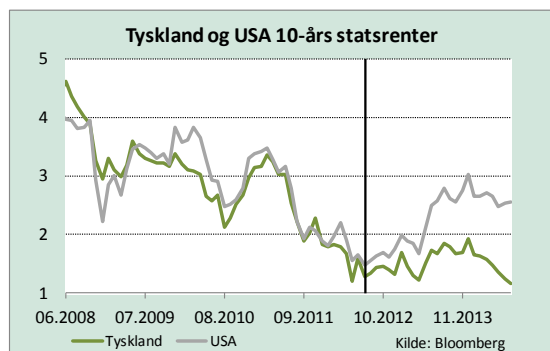
Geopolitiske spenninger er på et høyt nivå. Utviklingen i Stillehavsregionen, Midt-Østen og Ukraina er bekymringsfull. Spesielt farlig er konflikter hvor det er spenninger mellom stormakter og hvor situasjonen kommer ut av kontroll. Det er derfor avgjørende at verdens ledende politikere opprettholder dialog, åpenhet og vilje til å finne konstruktive løsninger.

I en kronikk i Financial Times, den 2. august 2014, sammenligner den kjente Harvard-professoren Niall Ferguson situasjonen i Ukraina med situasjonen i Bosnia-Herzegovina for nå 100 år siden. Skuddene i Sarajevo i Bosnia-Herzegovina startet en kjedereaksjon som endte med utbruddet av 1. verdenskrig. Ferguson har studert denne prosessen i detalj. Han konkluderer med at krigen, som kostet over 10 millioner menneskeliv, aldri burde ha brutt ut. En serie politiske feilvurderinger og feilbeslutninger skapte til slutt en situasjon hvor krigen ble et faktum.

På tross av de geopolitiske spenningene, utvikler den globale økonomien seg fortsatt samlet sett positivt. Den positive utviklingen bekreftes av OECD, som sist publiserte sine ledende indikatorer den 11. august. De største positive forventninger er knyttet til den økonomiske utviklingen i USA. Det er nå større risiko knyttet til veksten i Europa. Sanksjonene mot Russland vil ramme Tyskland og flere andre EU-land hardt.

Lange statsrenter er på historisk lave nivåer i de fleste land. Det ser likevel ut som renteutviklingen i USA og Europa kan komme til å skille lag. I Europa faller lange statsrenter fortsatt, mens lange renter ser ut til å ha bunnet ut i USA. Figur 1 viser utviklingen på 10-års statsrente i USA og Tyskland.

Europa kan ha behov for fortsatte lettelser, mens situasjonen i USA kan tilsi en gradvis tilstramming. Dette vil sannsynligvis også medføre en sterkere USD og en svakere EUR.



I Norge viste siste inflasjonsrapport, publisert den 11. august, en vekst i konsumprisindeksen siste 12 måneder på 2,2 %, som var klart høyere enn forventningene. Oljeprisen ligger nå i den nedre del av det prisbåndet vi har sett de siste år. Et brudd på nedsiden vil være negativt for det norske verdipapirmarkedet.

## Avkastning – hittil i år

Både aksjer og kredittobligasjoner har hatt en svak avkastning i juli og hittil i august. Hittil i år er likevel avkastningen tilfredsstillende i begge disse aktivaklassene.

Kredittobligasjoner generelt og høyrenteobligasjoner spesielt har de siste år opplevd fallende kredittpåslag (kredittspreader) som har gitt stigende kurser. Denne trenden kan være i ferd med å snu både i Norge og internasjonalt. Figur 2 på neste side viser at kredittpåslagene innen høyrenteobligasjoner nå har økt i USA og Europa og er på høyeste nivå hittil i år.

Hittil i år per 12. august hadde MSCI World indeksen steget med 5,5 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har steget med 10,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX indeksen, steg i samme periode med 6,3 %. Lange renter har fortsatt å falle, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 4,7 %, mens korte statssertifikater, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,8 %.

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget med 8,6 %, aluminium har steget med

## Utvalgte markeder

Pr. 12. august 2014

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	593,56	8,14 %
Dow Jones	16560,54	-0,10 %
S&P 500	1933,75	4,62 %
DAX	9069,47	-5,05 %
FTSE 100	6632,42	-1,73 %
Nikkei 225	15161,31	-6,94 %
Hang Seng	24689,41	5,93 %
WTI Olje	97,37	-1,07 %
Brent Olje	103,02	-7,02 %
Gull	1309,45	8,61 %
Kobber	6983,25	-5,32 %
USDNOK	6,18	1,79 %
EURNOK	8,26	-0,99 %
GBPNOK	10,40	3,43 %
SEKNOK	89,86	-4,73 %

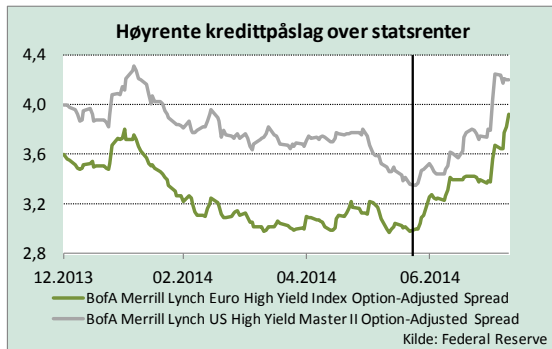
Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

15,8 %, mens olje har falt med 7,0 % og kobber har falt med 5,3 %. Alle priser er målt i USD.

NOK styrket seg markant etter publisering av de siste inflasjonstallene. Hittil i år har NOK svekket seg 1,8 % mot USD og styrket seg 1,0 % mot EUR.



### Likviditet, Verdi og Sentiment

Den amerikanske sentralbanken (Fed) er i ferd med å avvikle sin tredje runde med kvantitative lettelser (QE3). Obligasjonskjøpene som var på USD 85 milliarder i måneden ved inngangen til året, er nå på USD 35 milliarder i august og er signalisert å opphøre i november. Da QE1 ble avvirket i 2010, falt aksjemarkedet i USA 13 % på to måneder. Da QE2 ble avvirket i 2011, falt aksjemarkedet 16 % på noen uker. Den gradvise avviklingen av QE3 er så langt blitt taklet bedre av markedet. Fed har klart å snu fokus mot fastsettelsen av styringsrenten og har i den sammenheng lovet lave renter lenge.

På den annen side vil den europeiske sentralbanken fortsette med en meget ekspansiv pengepolitikk og kan kompensere for Feds mindre ekspansive løp. I Japan svekker veksten seg, og den japanske sentralbanken kan komme til å lansere nye ekspansive tiltak gjennom høsten. Den fjerde store sentralbanken, Bank of England, kan bli den første til å sette opp styringsrenten på bakgrunn av vekst og inflasjon. Samlet sett bør likviditetssituasjonen globalt fortsatt være tilfredsstillende.

Ingen store aktivaklasser fremstår nå som spesielt attraktivt priset. Det gjør markedene sårbare for dårlige nyheter. På den annen side gir risikofrie aktiva ingen realavkastning, mens risikoaktiva gir positiv realavkastning på dagens prising, såfremt investorenes risikopreferanser ikke endres vesentlig i negativ retning. Dersom en negativ endring i risikopreferanser skulle inntreffe, vil vi oppleve et kursfall, men deretter få en høyere løpende forventet realavkastning. Litt forenklet blir det derfor et spørsmål om hvor stor andel av porteføljen som skal være plassert i aktiva som ikke gir realavkastning, i påvente av at aktiva som gir forventet langsiktig positiv realavkastning, skal falle til mer attraktive nivåer.

Sentimentet i markedet har svekket seg markant de siste ukene. Europeiske aksjer, målt ved BE500, handler nå under 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Oslo Børs, målt ved OSEFX, har brutt 50 dagers glidende snitt og handles rundt 100 dagers glidende snitt. Amerikanske aksjer, målt ved S&P 500, har brutt 50 dagers glidende snitt, men handler over 100 dagers glidende snitt.

### Konklusjon

Vårt hovedsyn er fortsatt at dagens markedsturbulens er midlertidig og at aksjer fortsatt vil trende oppover, men med lavere stigningstakt og større volatilitet fremover. Vi gjør derfor ingen endringer i vår aksjeallokering.

Vi velger derimot å redusere vår overvekt i høyrenteobligasjoner, men beholder likevel en signifikant eksponering mot aktivaklassen. Risikojustert avkastning til høyrenteobligasjoner har falt ned til nivåer hvor oppsiden er vesentlig redusert. Løpende avkastning gir fortsatt betalt for risiko, men sårbarheten for kursfall som følge av en potensiell økning i kredittpåslag begynner å bli betydelig. Likviditetsbildet og sentimentet i forhold til aktivaklassen har også svekket seg i de siste ukene. Vi velger derfor å ta ned risikoen i porteføljen.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no