

## Månedsbrev 11. desember 2013

## En refleksjon

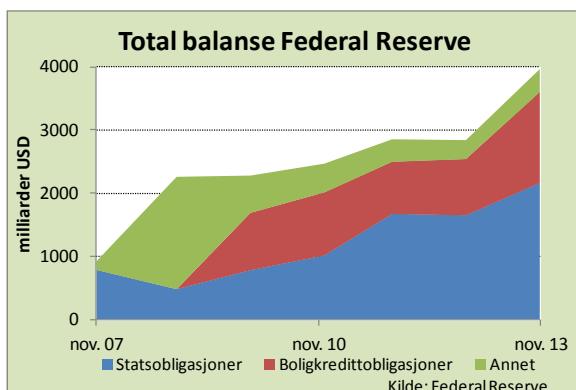
“Global economies and their artificially priced markets are increasingly at risk, but the unwinding may occur gradually. Don't fight central banks, but be afraid”

Bill Gross, managing director i PIMCO, i sitt månedsbrev desember 2013.

## Makro

Den amerikanske økonomiske veksten har de siste måneder overrasket med sterkere tall enn ventet. Arbeidsmarkedstallene som kom sist fredag viste en arbeidsledighet som falt til 7,0 %. OECDs analyse over ledende indikatorer, som ble publisert den 9. desember, viser et bedret økonomisk bilde i de fleste store land. Spesielt positivt er det at viktige land i Europa som Frankrike og Italia viser styrket vekst, samt at den negative utviklingen i Brasil, India, Kina og Russland ventes å snu. Inflasjonsforventningene er fortsatt godt forankret internasjonalt, hvilket gir sentralbankene handlingsrom.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) er nå i en prosess med å skalere ned den ekstraordinært store tilførselen av likviditet. Dette vil skape volatilitet i markedene. Det er likevel viktig å sette omfanget i perspektiv. I dag kjøper Fed statsobligasjoner og boligkredittobligasjoner for USD 85 milliarder i måneden som tilsvarer USD 1.020 milliarder i året. Feds samlede balanse har økt med om lag 30 % siste år.



Som det fremgår av figuren har balansen fire-doblet seg siden finanskrisen startet i 2007/2008. Denne enorme likviditetstilførsel kan i seg selv skape ubalanser som er vanskelig å styre. Ubalansene kan komme fra så vel reelle likviditetsstrømmer som fra endringer i forventninger hos markedsaktørene. Tiltakene

kan videre gi mange utilsiktede negative konsekvenser over tid. Eksempler på slike negative konsekvenser er feilallokering av ressurser og implisitt oppfordring til spekulativ adferd.

Det er ingen som helt kan forutsi effektene av en reduksjon i programmet. Det er grunn til å anta at likviditetstilførselen har bidratt til kunstig lave renter over hele rentekurven. I tillegg har markedet sett på sentralbankenes aktivitet som en pris- og likviditetsgaranti. Dette har bidratt til lave og kanskje for lave risikopremier i mange aktivaklasser.

En normalisering av rentekurven kan medføre en 200-300 basispunktters renteøkning over hele kurven. Risikopremiene vil også kunne gå ut, men her er utfallsrommet stort og tidslinjen usikker da sentralbankene fortsatt vil ønske å påvirke prosessene og skalere videre likviditetstilførsel etter markedets løpende reaksjon.

Den nye sentralbanksjefen Janet Yellen har påpekt både i sin høring i Kongressen den 14. november og i senere uttalelser at en reduksjon i det månedlige kjøp av obligasjoner ikke nødvendigvis er det samme som en innstramning. Hun understreker at styringsrenten vil være tilnærmet null i mange år fremover. Det er en lang vei fra å redusere dagens enorme kjøp til at en reell nedbygging av sentralbank balansen begynner. Det er videre viktig å være klar over at en sentralbanks aktivitet har globale ringvirkninger. Det er derfor de samlede tiltak fra alle sentralbanker som må summeres opp. I 2014 kommer den japanske sentralbanken til å være en stor nettobidragster til global likviditet samtidig som en redusert amerikansk aktivitet høyst sannsynlig likevel vil bety et betydelig nettobidrag. Vi tror at den amerikanske sentralbankbalansen vil være vesentlig større ved utløpet av 2014 enn ved inngangen til året.

## Avkastning - hittil i år

De fleste aksjemarkeder har i år hatt en meget positiv utvikling. November ble en svært positiv måned i aksjemarkedene både globalt og i Norge.

Hittil i år, per 10. desember, hadde MSCI World indeksen steget med 35,0 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget med 7,9 %. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 20,8 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX-

## Utvalgte markeder

Pr. 10. desember 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	533,69	20,18 %
Dow Jones	15973,13	21,89 %
SP 500	1802,62	26,39 %
DAX	9114,44	19,73 %
FTSE 100	6523,31	10,61 %
Nikkei 225	15611,31	50,18 %
Hang Seng	23774,19	4,93 %
WTI Olje	98,50	8,96 %
Brent Olje	109,38	-1,56 %
Gull	1262,18	-24,66 %
Kobber	7164,00	-9,40 %
USD/NOK	6,11	9,89 %
EUR/NOK	8,41	14,58 %
GBP/NOK	10,05	11,67 %
SEK/NOK	93,46	9,32 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

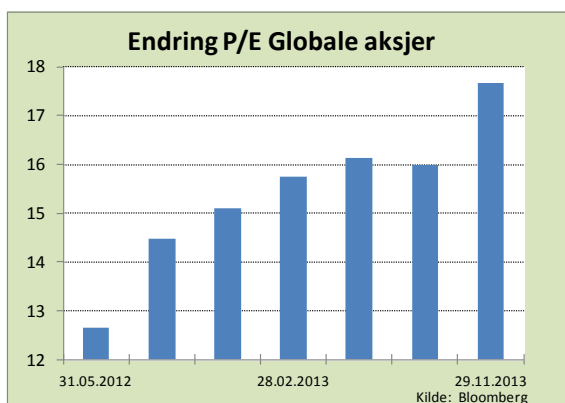
Kilde: Bloomberg

indeksen har steget 32,2 %. Alle avkastninger er i NOK. Oppgangen har vært bred, men råva-reaksjer har svakest oppgang.

Hittil i år er utviklingen innen råvarer svak. Olje har falt 1,6 %. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 9,4 % og 13,8 %. Gull har falt med 24,7 %. Alle priser er i USD. Innen valuta har USD kursen styrket seg mot NOK med 9,8 %, mens EUR har styrket seg mot NOK med 14,6 %. NOK har styrket seg mot JPY med 7,4 %.

### Verdi, likviditet, og sentiment

Fallende risikopremier gjennom året har ført til sterkt stigende aksjekurser. En annen måte å si dette på er at investorene har vært villige til å betale mer og mer for samme inntjening. Dette har vært tilfellet i de fleste aksjemarkeder og som det fremgår av figur 2 har til eksempel P/E nivået i den globale aksjeindeksen MSCI All Countries World steget fra 12,7 til 17,7 på 18 måneder. P/E-tallet er basert på siste 12 måneders inntjening.



Aksjemarkedene er nå priset i overkant av langsiktige likevektsnivåer i mange store aksjemarkeder, spesielt fremstår USA som dyrt på historisk sammenlignbare tall. Det spesielle er at bedriftenes resultatmarginer i USA er historisk høye. Det skyldes meget svak reallønnsutvikling i de seneste årene med den konsekvens at største delen av den økte verdiskap-

ningen har falt på bunnlinjen. I tillegg har mange bedrifter foretrukket å kjøpe tilbake egne aksjer fremfor å investere i ekspansjon av virksomheten. Resultatmarginene har historisk svingt rundt et langsiktig gjennomsnitt langt under dagens nivå. En normalisering av resultatmarginene vil legge press på aksjekursene.

Likviditetsbildet ser som nevnt positivt ut videre, selv med en viss nedtrappig i USA. Større usikkerhet hos investorene om nivået og tidsplanen for nedtrappingene kan likevel skape høyere volatilitet fremover.

Alle store aksjemarkeder er fortsatt over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Det er mange tegn til at investorene tar mer og mer risiko. Pengene strømmer fortsatt inn i høyrente fond, samtidig blir låneavtalene mer og mer utsteder vennlige. Innen aksjer har høyrisiko aksjer gjort det langt bedre enn mer stabile kvalitetsaksjer de siste månedene. Markedene har lenge vært modne for en kortsiktig korreksjon og kan også tåle en viss korreksjon uten at det i seg selv trenger å representere et brudd på den positive trenden.

### Konklusjon

Positiv global vekst, rikelig likviditet, lave renter og god inntjening støtter opp om den positive aksjemarkedstrenden. Dagens verdsettelsesnivåer begynner likevel å bli mer krevende da aksjeoppgangen primært tilskrives P/E ekspansjon og ikke inntjeningsvekst. Risikoen er derfor økt gjennom oppgangen.

Vi anbefaler likevel fortsatt å være overvektet i aksjer og kreditt samlet sett. Likviditeten og sentimentet er sterk og støtter opp om videre oppgang. Eventuelle signaler eller beslutninger om større reduksjoner i likviditeten fra den amerikanske sentralbank allerede i desember kan være en katalysator for en negativ trend endring. Overvekten innen aksjer har vi i internasjonale aksjer og fortsatt innen stabile kvalitetsaksjer.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no