

Månedsbrev 3. juli 2014

En refleksjon

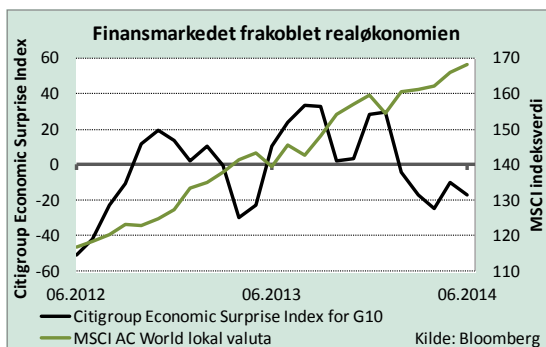
"... this will be the first year since 2003 in which investors got to the halfway stage showing a profit on bonds, developed world equities, emerging market shares, gold and commodities."

James Macintosh, Financial Times, 24. juni

Makro

The Bank for International Settlements (BIS), ofte kalt sentralbankenes sentralbank, adværer i sin nylig publiserte årsrapport om euforiske finansmarkeder som er frakoblet den realøkonomiske virkelighet. BIS oppfordrer sentralbanker og myndigheter til å legge om dagens ekspansive pengepolitikk som inviterer til bobler i aktivpriser. BIS anbefaler myndighetene heller å fokusere på strukturelle endringer som bedrer effektivitet og langsiktig økonomisk vekst.

I figur 1 ser vi at Citigroup sin indeks for avvik fra forventninger (Citigroup Economic Surprise Index for G10-landene) de siste år har vist en relativt volatil utvikling mellom positiv og negative avvik, samtidig som aksjemarkedet har holdt en stø kurs oppover.



BIS ber sentralbankene om ikke å falle i fellen med å heve rentene for lite og for sent. BIS henviser til det stadig økende samlede globale gjeldsnivå, som nå har steget omlag 50 % siden 2007. BIS sitt syn på pengepolitikken fremover står i motsetning til Det internasjonale pengefondet (IMF) sitt syn. IMF sin leder, Christine Lagarde, oppfordret i juni Den europeiske sentralbank til ytterligere pengepolitiske lettelsener. Sentralt i denne diskusjonen står styrken i oppgangen i den globale økonomien og hvilke virkemidler som behøves for å bidra

til bærekraftig vekst fremover. IMF har større tiltro til pengepolitikk enn BIS, som mer fokuserer på behovet for strukturelle endringer.

Konsensus for global vekst i 2014 og 2015 ligger fortsatt på 3,5 - 4,0 %. Det er både opp- og nedsiderisiko til denne forventningen.

En bekymring som bekrefter at den rikelige globale likviditeten i høyere grad kommer finansmarkedene enn realøkonomien til gode, er utviklingen i bedriftenes investeringsnivå på global basis.

En analyse nylig publisert av Standard & Poors, viser at bedriftenes investeringer i kapitalvarer (capital expenditures) estimeres å ha falt 0,5 % på globalt nivå i første halvår 2014. Dette er overraskende svakt og kommer på toppen av en nedgang på 1 % i 2013. Fallet er spesielt stort i fremvoksende land og innen sektorer som gruvedrift og olje- og gassutvinning. Her hjemme er disse observasjonene i tråd med nyeste Pengepolitisk rapport fra Norges Bank, som forventer et samlet fall i petroleumsinvesteringene på rundt 8 % for 2014 og 2015 samlet sett. På den annen side fremhever Standard & Poor at det kan være grunn til optimisme, da bedriftene generelt er finansielt sterke og mye av dagens anleggsaktiva har behov for utskiftning. En bedret global økonomi burde derfor bygge opp om økte investeringer i kapitalvarer.

Avkastning – hittil i år

Det er sjelden at alle store aktivklasser gir positiv avkastning samtidig, men det har vært tilfellet for første halvår i år. Realaktiva som aksjer og eiendom har steget i verdi samtidig som lange renter har falt. I tillegg har råvarepriser og gullprisen utviklet seg positivt. Figur 2, som er vist på neste side, illustrerer dette faktum. Den positive utviklingen har fortsatt i juli.

Hittil i år per 30. juni har MSCI World indeksen steget med 7,3 %, mens MSCI Emerging Markets indeksen har steget med 7,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX indeksen, steg i samme periode med 10,5 %.

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget med 10,1 %, aluminium har steget med 5,8 %, olje har steget med 1,4 %, mens kobber har falt med 4,5 %. Alle priser i USD.

Utvalgte markeder

Pr. 30. juni 2014

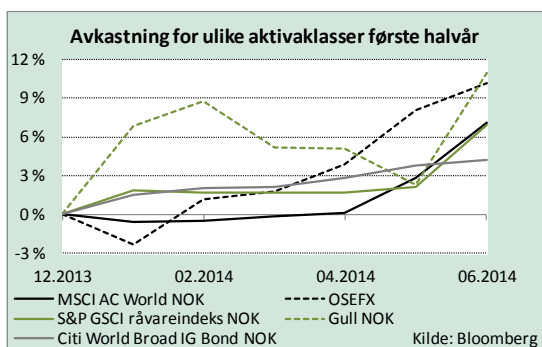
| | Kurs | hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSE BX | 617,88 | 12,58 % |
| Dow Jones | 16826,60 | 1,51 % |
| SP 500 | 1960,23 | 6,05 % |
| DAX | 9833,07 | 2,94 % |
| FTSE 100 | 6743,94 | -0,08 % |
| Nikkei 225 | 15162,10 | -6,93 % |
| Hang Seng | 23190,72 | -0,50 % |
| WTI Olje | 105,37 | 7,06 % |
| Brent Olje | 112,36 | 1,41 % |
| Gull | 1327,32 | 10,09 % |
| Kobber | 7041,00 | -4,54 % |
| USD/NOK | 6,13 | 0,99 % |
| EUR/NOK | 8,40 | 0,60 % |
| GBP/NOK | 10,49 | 4,38 % |
| SEK/NOK | 91,75 | -2,72 % |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

NOK har svekket seg mot de fleste valutaer, herav 1,0 % mot USD og 0,6 % mot EUR.



Likviditet, Verdi og Sentiment

Det globale likviditetsbildet er fortsatt positivt, selv om markedene nå antar at den amerikanske sentralbanken avslutter sine obligasjonskjøp i november. Hvor raskt den amerikanske sentralbankbalansen deretter vil bygges ned, er fortsatt et åpent spørsmål.

Det er utbredt enighet blant markedsobservatører om at sentralbankpolitikken har vært den avgjørende faktor for finansmarkedenes utvikling etter finanskrisen. Verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, har steget 160 % siden mars 2009, tilsvarende 19,7 % annualisert avkastning, målt i lokal valuta. Siden november 2008 har kredittpåslag for obligasjoner med høy kredittverdighet falt fra 2,79 % til 0,56 % og kredittpåslag for høyrenteobligasjoner falt fra 18,95 % til 2,94 % ifølge Markit CDX indekser. I vurderingen av den videre markedsutvikling deler observatørene seg mer i to grupper. Den ene gruppen mener at både aksjer og obligasjoner nå er overvurdert og derfor må gjennom en korreksjon eller et lengre nedgangsmarked. Den andre gruppen mener at et vedvarende lavt rentenivå vil opprettholde høy historisk verdsettelse for realaktiva over en lang periode. Denne gruppen ser for seg positiv avkastning for både aksjer og obligasjoner fremover, men vesentlig lavere avkastning enn de siste fem år.

Bill Gross i Pimco argumenter godt for det siste synet i sitt månedsbrev i juli. Hen hevder at dagens historisk høye globale gjeldsnivå ikke tåler en positiv realrente på korte, sikre renteplasseringer. Sentralbankene må derfor gi lån til negativ realrente i lang tid fremover for å unngå en ny gjeldskrise. Sikring av finansiell stabilitet er for de fleste sentralbanker blitt en egen målsetning på linje med å sikre et stabilt prisnivå.

Bill Gross tror at aksjemarkedsoppgangen vil avta og kredittpåslagene vil slutte å falle etter hvert som den amerikanske sentralbanken avviker de kvantitative lettelsene. Han ser også for seg en viss oppgang i styringsrenten, men til et nivå hvor realrenten fortsatt er negativ. I dag tilsvarer sentralbankens styringsrente en negativ realrente på 1,25 %. I sin verden ser Bill Gross for seg at over de neste fem år vil obligasjoner gi en årlig avkastning på 3 - 4 % og aksjer gi en årlig avkastning på 4 - 5 %.

På kort sikt trender både aksjer og kredittobligasjoner videre oppover. Innen aksjer ligger både norske, europeiske og amerikanske aksjemarkeder fortsatt over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

Konklusjon

Vi opprettholder en portefølje med overvekt i kreditt og svak overvekt i aksjer. Vi reduserte aksjeeksponeringen noe forrige måned etter siste periodes verdistigning. Vi har fortsatt en overvekt av europeiske aksjer i porteføljen. Porteføljen av internasjonale aksjer har en sterk kvalitetsprofil med lavere volatilitet enn markedet. Internasjonale aksjer taper derfor litt til markedsindeksen i sterke oppgangsmarkeder. Basert på verddivurdering ser nå kinesiske og japanske aksjer relativt sett mest interessante ut blant internasjonale aksjer. I Japan skjer det mange interessante strukturelle endringer i favør av aksjer. Vi vil vurdere å øke eksponeringen mot disse markedene utover høsten.

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 brevs dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge 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.