

Månedsbrev 11. juni 2013

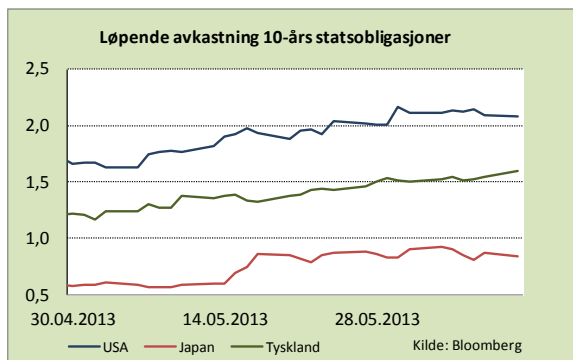
En refleksjon

Den amerikanske sentralbanken øker likviditeten i finansmarkedene med USD 85 milliarder i måneden. I følge sentralbanksjef Ben Bernanke kan denne likviditeten økes, opprettholdes eller reduseres avhengig av hvor sterk den økonomiske utviklingen blir.

Makro

OECD publiserte sine ledende indikatorer den 10. juni. Indikatorene viser en tiltagende vekst i OECD-området hvor USA og Japan viser relativt sterkest utvikling, men også euro-området viser tiltakende vekst. De fremvoksende økonomier viser generelt en noe svakere utvikling, mens Kina antas å ligge rundt trendvekst.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) har lenge hatt en todelt målsetning. Fed skal bidra til prisstabilitet og tilfredsstillende økonomisk aktivitet. I de siste måneder har arbeidsledighet blitt tillagt et hovedfokus. Sentralbankenes og spesielt Feds likviditetstilførsel til finansmarkedene har vært hoveddrivkraften bak stigende aksjemarkeder og fallende renter og kredittpremier.



I mai ble det kjent at flere av Feds styremedlemmer vurderte å redusere likviditetstilførselen på bakgrunn av en mer positiv utvikling i amerikansk økonomi. Ben Bernanke uttalte seg også noe mer tvetydig i etter intervju som skapte nervøsitet hos enkelt markedsaktører for en tidligere reduksjon i likviditetstilførselen enn til da ventet. Markedsreaksjonen kom i form av stigende lange renter og fall i aksjekurser.

Reaksjonen viser hvor følsomme markedsverdiene for aksjer og obligasjoner er for mulige endringer i sentralbankenes likviditetstilførsel.

Markedsaktørene ønsker nå en utvikling med positiv makroøkonomisk vekst, men ikke mer positiv enn at Fed opprettholder sin likviditetstilførsel på USD 85 milliarder i måneden.

Sist fredag kom de siste arbeidsmarkedstall fra USA. Tallene var ideelle i forhold til markedets forventninger. Det skapes netto nye arbeidsplasser, men ikke flere enn at Fed trolig vil videreføre sin likviditetstilførsel. Slik vi tolker sentralbanksjef Ben Bernankes uttalelser kan programmet både økes, opprettholdes eller reduseres avhengig av hvor sterk den økonomiske utviklingen blir. Vi tror det vil ta lang tid før arbeidsledigheten kommer ned til ønsket nivå og at likviditetstilførselen derfor vil bli videreført. Sentralbankene er også klar over sin egen viktige posisjon i å sikre finansiell stabilitet. De vil derfor være ytterst forsiktige med å bidra til å skape unødig volatilitet som kan hemme en positiv økonomisk vekst.

På den annen side må rentenivåene på sikt normaliseres. Det vil skape volatilitet og kursfall, spesielt innen obligasjoner med lang rentebinding og innen aktivklasser hvor risikopremiene har falt for mye.

Rentenivåene på lange statsobligasjoner i Italia, Spania, Portugal og Hellas holder seg fortsatt på moderate og relativt stabile nivåer. Dette er svært positivt og viser at den europeiske gjeldskrisen fortsatt skrider frem i en langdryg, men kontrollert form.

Avkastning - hittil i år

Aksjemarkedene har generelt hatt en meget sterk utvikling i år. De fleste aksjemarkeder hadde positiv avkastning også i mai. Hittil i juni har markedene falt noe tilbake.

Hittil i år per 10. juni hadde MSCI World indeksen steget med 15,2 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde falt med 3,4%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 8,3 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steg 12,0 %. MSCI Helse var på samme tidspunkt den beste aksjesektor globalt med en oppgang på 23,7 %. MSCI Materialer har svakest utvikling med et kursfall på 2,4 %.

Råvareprisene har falt tilbake hittil i år. Olje har falt 6,4 %. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 9,8 % og 7,7 %. Gull har

Utvalgte markeder

Pr. 10. juni 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	478,35	7,71 %
Dow Jones	15238,59	16,29 %
SP 500	1642,81	15,19 %
DAX	8307,69	9,13 %
FTSE 100	6400,45	8,52 %
Nikkei 225	13514,20	30,00 %
Hang Seng	21615,09	-4,60 %
WTI Olje	95,74	5,91 %
Brent Olje	103,95	-6,44 %
Gull	1387,00	-17,21 %
Kobber	7128,80	-9,84 %
USD/NOK	5,76	3,60 %
EUR/NOK	7,64	4,09 %
GBP/NOK	8,97	-0,33 %
SEK/NOK	87,35	2,18 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

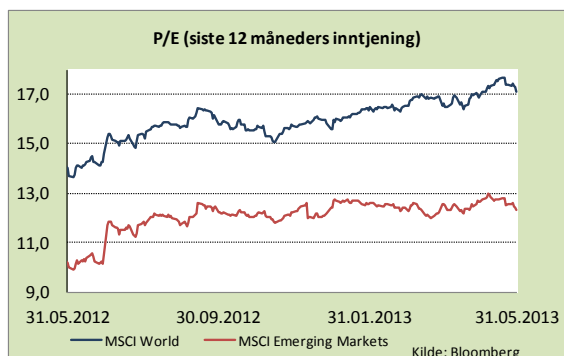
falt med 17,2 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har USD kursen styrket seg mot NOK med 3,5 %, mens EUR har styrket seg mot NOK med 4,1 %. NOK har også styrket seg mot JPY med 8,5 %.

Verdi, likviditet, og sentiment

Alle store globale aktivklasser er nå normalt eller høyt priset. Den enorme tilførselen av likviditet fra verdens sentralbanker har bidratt til det. Det medfører at forventet avkastning på lang sikt er lav både innen renteplasseringer og aksjer. På den annen side vil markedene på kort sikt kunne stige mer. Risikoen ligger i en kraftig inndragning av likviditet eller at makroøkonomien utvikler seg dramatisk mer dårlig enn forventningene. Det er likevel noen aktivklasser som er mer attraktivt priset enn andre på relativ basis.

Innen aksjer opplever vi nå at fremvoksende land (emerging markets) er priset vesentlig mer attraktivt enn vestlige land og spesielt USA som fremstår som relativt dyrt, referer figur under.



Internasjonale høyrenteobligasjoner med lang rentebinding og lange kreditter fremstår også som dyre, mens vi fortsatt opplever at det norske høyrentemarkedet har verdi, selv om det ikke lenger er billig. Det norske aksjemarkedet bør også gi tilfredsstillende avkastning under forutsetning av at oljeprisen holder seg i området rundt USD 100 fatet.

Likviditeten i markedene er som vi allerede har drøftet, meget god på et aggregert nivå. Hva utviklingen innen ulike aktivklasser angår, publiserte det amerikanske analyseselskapet EPFR Global en interessant analyse over tegninger og innløsninger i amerikanske verdipapirfond hittil i år.

Analysen viser positiv nettotegning i aksjefond og obligasjonsfond med kort rentebinding. Det var nettoinnløsninger i pengemarkedsfond, obligasjonsfond med lang rentebinding og råvarefond.

Sentimentet i markedet er fortsatt sterkt, selv om det kom en kalddusj i slutten av mai. Sentimentet er muligens fortsatt for optimistisk, hvilket isolert sett er negativt. På den annen side opplever vi ikke markedet som euforisk og det er langt igjen til bobletilstander i aksjemarkedet. Vi opplever det japanske aksjemarkedets kursfall som en naturlig korleksjon etter en altfor rask oppgang. Markedet er fortsatt høyere enn ved inngangen til april, selv om det falt med over 20% fra toppen den 22. mai.

Konklusjon

Vi fortsetter å være svakt overvektet i aksjer og kreditt. Overvekten innen aksjer har vi i internasjonale aksjer og spesielt innen fremvoksende land som er relativt sett billigst. Kredittovervekten er i norsk høyrente med kort rentebinding. Vi tror at verdensøkonomien fortsatt vil vise svak, men positiv vekst og at inflasjonsforventningene derfor vil holde seg på et nivå hvor sentralbankene vil videreføre sin ekspansive likviditetstilførsel.

Denne utviklingen medfører at alle aktivklasser blir gradvis dyrere og dyrere, hvilket bidrar til at forventet langsiktig avkastning faller. Vi tror likevel at denne markedsutviklingen er minste motstands vei på kort sikt og at prisene derfor kan stige mer. På et senere tidspunkt vil sannsynligvis ikke forventet avkastning stå i forhold til risikoen og da bør risikoen i reduseres. Internasjonale høyrenteobligasjoner er etter vårt skjønn kommet til denne korsvei.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland
orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland
eikeland@industrifinans.no