

## Månedsbrev 5. juni 2015

## En refleksjon

Monetary policy can bring forward future demand to today by engineering lower real interest rates. But, when tomorrow becomes today, the economy is faced with lower demand, which necessitates bringing forward demand from the day after tomorrow.+

Masaaki Shirakawa, tidligere sentralbanksjef i Japan, om pengepolitikk, 30. mars 2015

## Makro

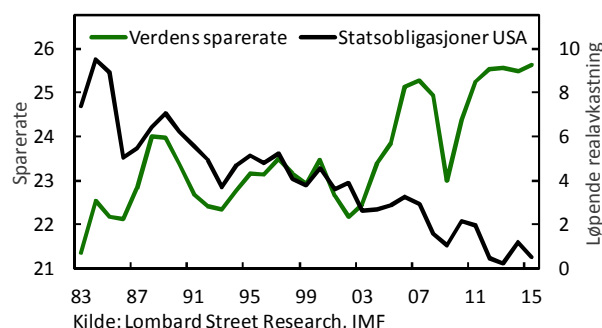
OECD publiserte den 3. juni sine reviderte estimater for den globale veksten. Veksten for inneværende år ble nedjustert fra 3,7 % til 3,1 %. Nedjusteringen skyldes primært lavere vekstutsikter i USA og Kina, mens euroområdet justeres opp. Styrkingen av USD har bidratt til en demping av veksten i USA. Tallene støtter vårt syn om en global vekst som er positiv, men likevel lavere enn global produksjonskapasitet. Den svake veksten bidrar til å holde inflasjonen lav, rentene lave og gir sentralbankene stort handlingsrom i pengepolitikken.

Lombard Street Research kommenterer i sin makroanalyse i mai at verdens store spareoverskudd vil bidra til holde rentene lave i lang tid fremover. De ser mange likhetstrekk mellom dagens situasjon og forholdene som ledet opp til finanskrisen i 2008. Den gang ble globale spareoverskudd fra Kina, Tyskland og oljeproduiserende land kanalisert inn i det amerikanske finansmarkedet slik at rentene ble presset ned og spesielt eiendomsprisene skjøt i været. **Figur 1** viser at strukturelle ubalanser fortsatt råder og er med på å presse amerikanske renter ned.

Oljeprisfallet har bidratt til å redusere spareoverskuddet i oljeproduiserende land. I Norge ser vi det ved at kapitaltilførselen til Statens Pensjonsfond Utland nå er i ferd med å stoppe opp. IMF kommenterer at mens oljeproduiserende land i sum hadde et handelsoverskudd på USD 220 milliarder i 2014, forventes et handelsunderskudd på USD 50 milliarder i 2015. I følge Lombard Street Research har Kina på den annen side fortsatt en strukturell sparerate på over 50 % av BNP. Europa og spesielt Tyskland bidrar også betydelig til den høye globale spareraten.

Lombard Street Research er positive til at global vekst vil ta seg opp, men tror likevel at det globale spareoverskuddet vil vedvare i mange år. Dette vil bidra til å holde rentenivået lavt, inflasjonen lav og øke faren for nye aktivaprisbobler. De mener videre at siste tidens oppgang i lange renter ikke er starten på en retur til tidligere normalrenter verken på kort eller mellomlang sikt.

FIGUR 1  
Global sparerate og rentenivå



Lav økonomisk vekst, ekspansiv pengepolitikk og ekstraordinært lave renter bidrar til at samlet gjeld i verden fortsetter å vokse langt raskere enn verdiskapningen. På denne måten låner dagens generasjon mer og mer fra neste generasjoner, som også er reflektert over i innledningen til brevet.

Det store temaet de neste ukene vil være Hellasqendelikt. Vi har hittil trodd at partene ville enes i tolvte time, men vi er blitt mer usikre på det nå. En Grexit vil høyst sannsynlig skape kortsiktig volatilitet i markedene, men vi tror ikke på store langsiktige konsekvenser av Hellas sin utgang av eurosonen, isolert sett.

## Avkastning Æ hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år. Samtlige store aksjemarkeder har i følge Bloomberg positiv avkastning i NOK.

Per 4. juni har indeksen MSCI World steget med 9,1 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 8,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 11,0 %.

## Utvalgte markeder

Pr. 4. juni 2015

Kurs Hittil i år

OSEBX	649,28	12,71 %
Dow Jones	17905,58	0,46 %
S&P 500	2095,84	1,79 %
DAX	11340,60	15,65 %
FTSE 100	6859,24	4,46 %
Nikkei 225	20488,19	17,41 %
Hang Seng	27551,89	16,72 %
WTI Olje	58,00	8,88 %
Brent Olje	62,03	8,20 %
Gull	1176,79	-0,68 %
Kobber	5906,25	-7,25 %
USDNOK	7,76	4,11 %
EURNOK	8,72	-3,31 %
GBPNOK	11,92	2,62 %
SEKNOK	93,71	-1,82 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Lange renter har steget siste måned, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på minus 0,1 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %.

Oljeprisen har nå steget 8,2 % hittil i år. Kobberprisen har falt 7,3 %, prisen på gull har falt 0,7 %, og aluminiumsprisen har falt 6,5 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har EUR og SEK svekket seg vesentlig mot NOK, med henholdsvis 3,3 % og 1,8 %. USD og CHF har styrket seg med henholdsvis 4,1 % og hele 10,8 % mot NOK.

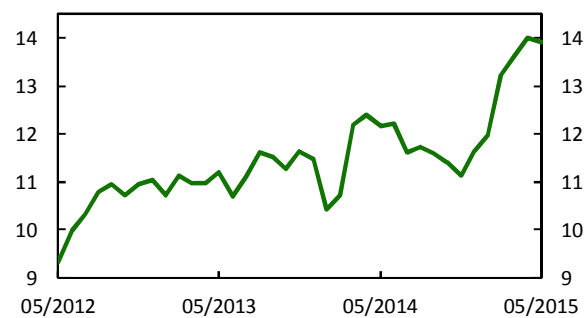
### Likviditet, Verdi og Sentiment

Det globale likviditetsbildet ser fortsatt meget positivt ut. En ny stor bidragsyter er Kina, hvor myndighetene har startet en aggressiv rentenedsettelsespolitikk som bidrar til å ekspandere pengemengden og reflatere aktivpriser. Dette har bidratt til kraftig børsoppgang og en stabilisering av eiendomsmarkedet i Kina. Samme politikk føres nå også i andre fremvoksende markeder som India og Malaysia. I USA ser vi at den varslede renteoppgangen skyves ut i tid, og forventet økning blir stadig mer moderat. IMF frarådet nylig USA å øke styringsrenten innværende år. Konsensus tilsier likevel en første økning mellom september og desember, men også at samlet økning blir meget liten.

Tom Kavli i SEB skriver i sin analyse 26. mai at 2/3 av kursoppgangen på 220 % i globale aksjer siste seks år skyldes multippel-ekspansjon. Det vil si at investorene er villige til å betale mer og mer for samme inntjening. Denne trenden er særlig forsterket de aller siste årene. Dette er illustrert i **Figur 2**, som viser økning i forholdstallet pris over forventet inntjening i det norske aksjemarkedet.

Investorene blir tydeligvis mer og mer sikre på at det lave rentenivået vil vedvare lenge og er villige til å prise dette inn i aksjekursene.

FIGUR 2  
P/E Oslo Børs



Kilde: Bloomberg

Generelt er risikoappetitten i markedene fortsatt stor. Det har ikke vært vesentlige tegn til utgang i kredittmarginer eller økt volatilitet siste måned i viktige indekser som for eksempel VIX-indeksen. Den mest markante endringen har vært økning i lange statsrenter.

De store aksjeindeksene i USA og Europa, som S&P 500 og BE500, har hatt en noe svakere utvikling den siste tiden og handler nå under 50 dagers glidende snitt. Oslo Børs holder seg fortsatt over. Målingene er gjort i lokal valuta.

### Konklusjon

Vi er samlet sett overvektet i aksjer, men er undervektet i norske aksjer og overvektet i internasjonale aksjer. Undervekten i norske aksjer skyldes at vi fortsatt mener at råvarepriser er under press. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. USD vil fortsatt kunne styrke seg mot de fleste andre valutaene, da USA nå har den minst ekspansive sentralbanken blant de fire store sentralbankene.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no