

Månedsbrev 15. mai 2013

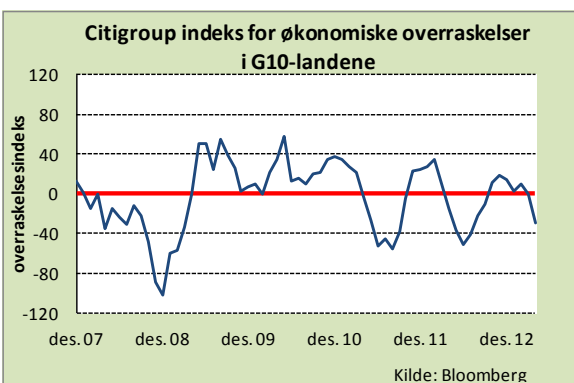
En refleksjon

Amerikanske obligasjoner med lav kredittverdighet (junk bonds) har i dag samme rente som amerikanske 10-års statsobligasjoner hadde før finanskrisen.

Makro

Prognosene for den globale makroøkonomiske veksten innværende år svekket seg også i april og er nå på 2,3 % i følge Bloomberg konsensusestimater. For 2014 er anslaget 3,1 %, samme som i forrige måned. PMI-undersøkelsene, som skal måle månedens aktivitet i næringslivet, viser ekspansjon i USA og tilbakegang i euroområdet.

Etter en optimistisk start på året har den globale økonomien svekket seg markert utover våren. Citigroups økonomiske overraskelsesindeks for G10-landene, som er gjengitt i grafen nedenfor, viser at de publiserte økonomiske nøkkeltall jevnt over har vært dårligere enn forventningene de siste månedene. Den svake utviklingen kan spores tilbake til alle store regioner hvor samtlige nå ligger under nullpunktet. Dette forteller at realøkonomien går dårligere enn konsensusforventningene. På relativ basis er USA best og Europa verst. Den negative overraskelsen inkluderer nå også de fremvoksende økonomiene og Stillehavsregionen som de siste årene har vært vekstmotorer.



Dette er en skuffende vekstutvikling, ikke minst på bakgrunn av de ekstraordinære pengepolitiske tiltak verdens sentralbanker har iverksatt. Når ønskede effekter i realøkonomien drøyer, øker usikkerheten rundt effektene tiltakene har på vekst. Myndighetenes handlingsrom i forhold til nye statsfinansielle stimulansprogrammer er begrenset av høy offentlig gjeld i forhold til BNP i de fleste land.

På lengre sikt er det likevel signaler om noe sterkere økonomisk vekst. Dette reflekteres i ovenfor nevnte konsensusestimater for vekst i global BNP for 2014 og i OECD sin ferske oppdatering av ledende indikatorer for realøkonomien. Disse indikatorene viser forventning om styrket vekst i USA, samt forbedret vekst i euroområdet og Kina.

Utviklingen i makroøkonomien reflekteres i inflasjonsforventningene som har vist en fallende trend både i USA og Europa de siste månedene. Unntaket er Japan hvor inflasjonsforventningene på fem års sikt har steget fra null i juni i fjor til 1,8 % i dag. Japan gjennomlever for tiden et ekstraordinært eksperiment med store utfallsrom.

En merkbar effekt fra Japans eksperiment er ytterligere likviditetstilførsel til verdens finansmarkeder og en markert svekket valutakurs. Japans politikk har bidratt til ytterligere rentenedsettelse i land som har sett sin egen valutakurs bli styrket i forhold til japanske yen. Ingen ansvarlig politiker vil offisielt hevde at de søker å bidra til en internasjonal valutakrig, men i praksis blir dette resultatet.

Avkastning - hittil i år

Rente- og aksjemarkedene har generelt opplevd en sterk likviditetsdrevet kursoppgang hittil i år. På samme tid har råvarer falt og konjunkturfølsomme aksjer vist en relativt svakere utvikling.

Hittil i år per 14. mai hadde MSCI World indeksen steget med 19,2 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 4,9%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 10,6 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, har steget 15,5 %. Stabile aksjer i sektorene helse og konsum fortsetter å lede oppgangen

Innen valuta er USD i en sterk utvikling. Råvareorienterte valutaer, herunder NOK, har vært under press. NOK har svekket seg med 5,0 % mot USD hittil i år. JPY har nå falt 11,2 % mot NOK hittil i år og 23,3 % siste 12 måneder.

Råvarer har generelt falt. Hittil i år, målt i USD, har oljeprisen falt 7,7 %, mens gull er ned 14,9%, aluminium er ned 10,5 % og kobber har falt 8,7 %.

Utvalgte markeder

Pr. 14. mai 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	488,87	10,08 %
Dow Jones	15215,20	16,11 %
SP 500	1650,34	15,72 %
DAX	8339,11	9,55 %
FTSE 100	6686,06	13,37 %
Nikkei 225	15096,00	45,22 %
Hang Seng	23093,60	1,93 %
WTI Olje	94,05	4,04 %
Brent Olje	102,60	-7,66 %
Gull	1413,40	-15,64 %
Kobber	7216,00	-8,74 %
USD/NOK	5,84	5,04 %
EUR/NOK	7,54	2,72 %
GBP/NOK	8,87	-1,44 %
SEK/NOK	87,34	2,16 %

Avkastningstall i lokal valuta

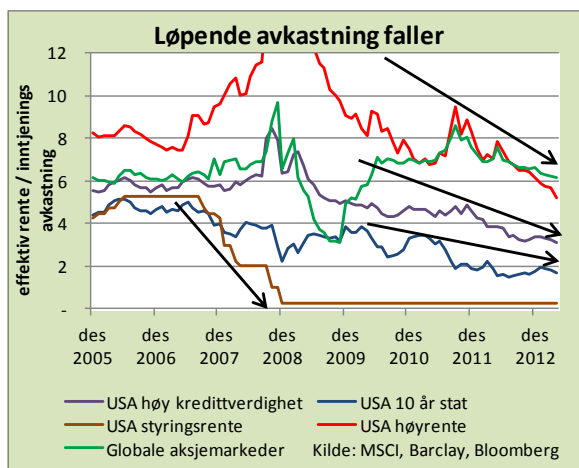
Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Likviditet, Verdi og Sentiment

Finansmarkedene preges av at store mengder likviditet søker etter avkastning. Dette presser opp kursene samtidig som løpende avkastning faller. Markedene blir dyrere og dyrere, noe som gir løpende kursgevinster, men som reduserer fremtidig avkastning.

Mest markert er dette innen de ulike rentemarkedene. Likviditeten søkte seg hit først, og rentemarkedene handles nå på historisk lave rentenivåer. I aksjemarkedene har løpende inntjeningsavkastning holdt seg bedre, fordi likviditetsflommen kom hit senere, men hittil i år er trenden den samme også i aksjemarkedet. En annen måte å uttrykke situasjonen på er at kursoppgangen ikke skyldes økt inntjening i bedriftene, men at markedet er villig til å betale mer for samme inntjening. Utviklingen er illustrert i figur 2 som viser at rentenivåene er halvert fra medio 2006 og frem til nå.



Financial Times har de siste ukene gitt mange gode eksempler på situasjonen. I USA er løpende avkastning på bankobligasjoner nå 2,1% i forhold til 3,6 % for ett år siden. Gjennomsnittlig løpende avkastning på obligasjoner med dårlig kredittkvalitet i USA (junk bonds) er nå under 5 %. Dette er historisk lavt og den

samme avkastning som statsobligasjoner ga i 2006. Blant de mest risikable obligasjoner er kredittvurderingen CCC. For ett år siden ga denne gruppen i snitt 10,1 % løpende avkastning. I dag er samme avkastning 6,8 %.

Bildet er det samme i stort sett alle rentemarkeder, fra stat til risikabel kreditt. Rentene er historisk lave, og forventet avkastning kan ikke bli annet enn lav i et mellomlangt til langt perspektiv.

I aksjemarkedene er verdiene høye basert på syklisk justert inntjening. Dette gjelder både MSCI World og USA. I Norge er markedet omlag normal priset på P/B, men dyrt på syklisk justert P/E.

Sentimentet i markedet er sterkt. Det virker som mange aktører lever som om de har tegnet gratis sentralbankforsikring mot kursfall på risikable aktiva. Dette gir lav volatilitet og høy risikoappetitt.

Konklusjon

Det er vanskelig å være verdibasert investor i et marked hvor det er lite verdi å finne. Det er heller ikke lett å stå på siden av et marked hvor en stadig økende likviditet driver kursene oppover.

I en slik situasjon er det hensiktsmessig å være balansert og diversifisert. Hittil har vi vært om lag nøytralvektet aksjer og overvektet kreditt. Det blir mer og mer aktuelt å redusere risikoen i porteføljen for å vente på bedre kjøpsmuligheter. MSCI AC World har nå steget 94 % siden bunnen i mars 2009, mens Oslo Børs ved OSEFX har steget 179 % siden november 2008. Aksjemarkedet kan være modent for en korreksjon. På den annen side er det vanskelig å undervekte aksjer i en situasjon hvor, i følge Bloomberg, 25 % av verdens sentralbanker nå kjøper aksjer og rentemarkedets avkastning er begredelig.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no