

Månedsbrev 7. mars 2014

En refleksjon

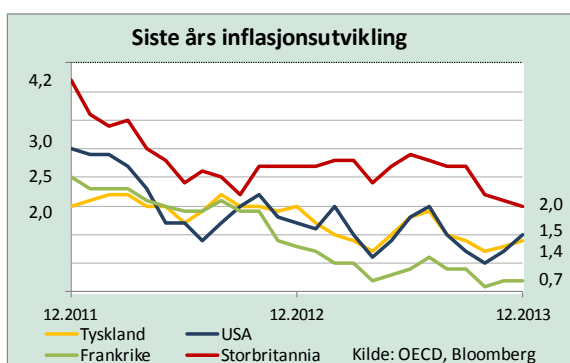
“The world economy is still in an environment best described as a disinflationary recovery. Historically, this is a “sweet spot” for stocks.”

Chen Zhao, Managing Editor, BCA Global Investment Strategy, 7. februar 2014

Makro

Globale vekstanslag er blitt svakt oppjustert siden årsskiftet. Konsensusestimater for global vekst i 2014 ligger nå på 2,9 % mot 2,8 % ved årsskiftet, i følge Bloomberg. Økningen tilskrives primært USA hvor veksten er oppjustert fra 2,6 % til 2,9 %, på tross av en kald vinter. Forventninger til Europa utvikler seg også positivt, mens Japan og fremvoksende land viser en flat til fallende utvikling. Markedet forventer at den svakere utviklingen i de fremvoksende land ikke vil rokke ved en samlet positiv utvikling og fortsatt økonomisk oppgang.

USA og Europa gjennomgår en disinflasjonsperiode. Disinflasjon beskriver en situasjon hvor inflasjonen er positiv, men fallende. Inflasjonen er nå under sentralbankenes målsetning i alle store, vestlige land, og trenden er fallende. Figur 1 nedenfor viser inflasjonsutviklingen i fire store land; USA, Storbritannia, Tyskland og Frankrike, som alle viser en fallende trend.



Historisk har lav, men positiv, inflasjon kombinert med økonomisk vekst gitt gode aksjemarkeder. Når inflasjonen er lavere enn sentralbankenes målsetning, vil pengepolitikken normalt være ekspansiv. Økonomisk vekst skaper omsetningsvekst i bedriftene. I en situasjon med lave renter og høy arbeidsledighet vil mye av omsetningsveksten falle på bunnlinjen. Den økte inntjeningsveksten bidrar til stigende aksjekurser.

Chen Zhao og BCA opplever at verden preges av et stort spareoverskudd. I utgangspunktet vil alltid samlet sparing være lik samlede investeringer. Det er en makroøkonomisk ligning. Når sparetilbøyeligheten overstiger investeringsviljen, faller rentenivået. Spareoverskuddet forklarer dagens lave realrentenivå. BCA tror dagens situasjon med spareoverskudd, lav inflasjon, lave realrenter og positiv vekst vil vare en god stund. I en verden med spareoverskudd og lav inflasjon vil sentralbankene også bidra til å stimulere etterspørselen med ekspansiv pengepolitikk. Det bidrar til fortsatt stigende aktivpriser. Når investeringsaktiviteten etter hvert tar seg opp, vil rentene begynne å stige og skape motvind for aksjemarkedene, men det vil fortsatt ta noe tid før dette inntreffer.

Det er ifølge BCA tre hovedrisikoer fremover som kan ødelegge det positive fremtidsbildet som tegnes. Den første, og kanskje mindre erkjente risiko, er mulige negative konsekvenser av utviklingen i Tyrkia. BCA opplever Ukraina, Venezuela og Thailand som kjent og neddiskontert risiko. Tyrkia skiller seg derimot ut, fordi europeiske banker har stor eksposering mot tyrkisk gjeld som kan bli misligholdt. Europeiske banker trenger ikke nye tap nå. Den andre store risikoen er at kinesiske myndigheter strammer inn kredittveksten for raskt og dermed forårsaker et kraftig fall i BNP-veksten. Den tredje risikoen er at disinflasjonen i Europa og spesielt Frankrike får utvikle seg til deflasjon. Den siste risikoen kan den europeiske sentralbanken motvirke ved en mer ekspansiv pengepolitikk.

Avkastning - hittil i år

Den svake utviklingen i de fremvoksende aksjemarkeder har fortsatt i år. Samtidig har det japanske aksjemarkedet falt i kurs. Europa og USA har hatt best utvikling av de store regioner. Gullprisen har steget markant og norske kroner har styrket seg svakt mot de fleste valutaer. Lange norske renter har falt noe tilbake. Løpende rente på 10-års stat er nå 2,9 %.

Per 6. mars har MSCI World indeksen steget med 0,3 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har falt med 4,4 %. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg i samme periode med 1,4 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX-indeksen, har steget 4,5 %. Alle avkastninger er i NOK.

Utvalgte markeder

Pr. 6. mars 2014

	Kurs	hittil i år
OSE BX	558,21	1,70 %
Dow Jones	16421,89	-0,93 %
SP 500	1877,03	1,55 %
DAX	9542,87	-0,10 %
FTSE 100	6788,49	0,58 %
Nikkei 225	15134,75	-7,10 %
Hang Seng	22702,97	-4,93 %
WTI Olje	101,56	3,19 %
Brent Olje	108,10	-2,44 %
Gull	1350,85	12,04 %
Kobber	7067,00	-4,19 %
USD/NOK	5,98	-1,48 %
EUR/NOK	8,29	-0,72 %
GBP/NOK	10,01	-0,40 %
SEK/NOK	93,90	-0,84 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

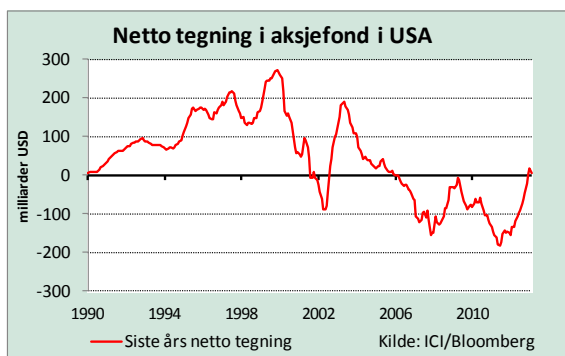
Gullprisen har steget med 12,0 %, mens industrielle råvarer har falt i pris. Kobberprisen har falt 4,2 %, oljeprisen har falt 2,4 % og aluminium har falt 0,1 %. Alle priser er i USD.

Innen valuta har USD-kursen svekket seg med 1,5 % og EUR med 0,8 % mot NOK. JPY har styrket seg med 0,6 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er ventet at den amerikanske sentralbanken vil fortsette å redusere sine obligasjonskjøp med ytterligere USD 10 milliarder i sitt neste møte den 19. mars. Den europeiske sentralbanken (ESB) valgte ikke å gjøre endringer i sin rentepolitikk i siste møte den 6. mars. ESB tror at økonomien gradvis vil bedres, og det vil også bidra til at deflasjonsrisikoen reduseres.

Likviditeten i finansmarkedene er fortsatt meget god. Det meldes om rekordutstedelser av høyrenteobligasjoner både i Europa og USA. Tegning i aksjefond stiger. Figur 2 viser kraftig vekst i nytegning i USA, hvor nå siste års netto tegning er positiv for første gang siden 2006.



Utviklingen i selskapenes resultater blir den helt sentrale driver for aksjemarkedene fremover. I USA er selskapenes resultatmargin historisk høy. Historisk har resultatgraden beveget

seg rundt en langsiktig likevekt som ligger langt under dagens nivå. I sitt siste månedsbrev skriver Marc Faber: "Corporate profit margins are at a record. Since 2000, corporate net profit margins are up 8.3 %, while total employee expenses are down 8.1 % and net interest expense is down 41.7 %. The ratio of profits to GDP is currently more than 80 % above its historical norm. So, whereas we may not have a stock market bubble, we certainly have a corporate profit bubble." BCA venter likevel tosifret resultatvekst for amerikanske aksjer i 2014 og konsensusestimater i Bloomberg for inntjeningsvekst er om lag 8 % for S&P 500 i 2014.

Viktige aksjemarkeder som USA (S&P500), Europa (BE500) og Norge (OSEFX) viser alle en positiv trend og ligger på nivåer godt over de glidende gjennomsnitt siste 50, 100 og 200 dager. VIX-indeksen ligger på 14,2 %. 10-års rente i Italia og Spania ligger på svært lave 3,4 %. Alle disse tallene gjenspeiler et marked med positivt sentiment og god fremtidstro.

Konklusjon

Vi er bekymret for et fremtidsbilde med redusert sentralbanklikviditet, stigende korte renter og fallende resultatmarginer. I et slikt scenario vil aksjemarkedene få mye motvind, selv om makroøkonomien utvikler seg positivt.

Det er på den annen side fortsatt sterke deflatoriske krefter som vil holde renter og inflasjon nede. Utviklingen i Kina og fremvoksende land kan legge en demper på globale vekstutsikter. Dette kan bidra til at BCA's "sweet spot" for aksjer vedvarer.

Vi velger derfor å tro på at dagens positive rammebetingelser for aksjer vil fortsette og opprettholder vår allokering med svak overvekt i aksjer og overvekt i kreditt.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no