

Månedsbrev 8. oktober 2014

En refleksjon

"Discord at OPEC is turning into a price war, loosening the cartel's grip on the global oil market and exacerbating a recent selloff."

Wall Street Journal, den 6. oktober 2014

Makro

Det Internasjonale Pengefondet (IMF) nedjusterte sine utsikter for global vekst i 2014 og 2015 i en rapport publisert den 7. oktober. Sammenlignet med forrige rapport som ble publisert i juli ble inneværende års vekst redusert fra 3,4 % til 3,3 %, mens neste års vekst ble nedjustert fra 4,0 % til 3,8 %. Rapporten føyer seg inn i en rekke av flere som peker mot en avtagende veksttakt i verdensøkonomien.

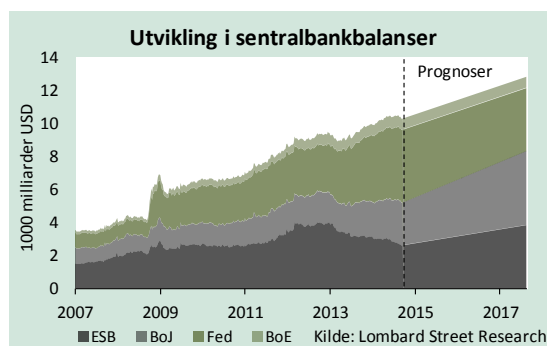
I vårt forrige månedsbrev kommenterte vi på den europeiske sentralbank (ESB) sin beslutning om å øke sin balanse ved å kjøpe verdipapirer i markedet for anslagsvis 1.000 milliarder euro. Den nærmeste måneden avslutter etter alt å dømme samtidig den amerikanske sentralbank (Fed) sine obligasjonskjøp.

Det er fortsatt delte meninger om i hvilken utstrekning sentralbankenes pengepolitikk fremmer økonomisk vekst. Den globale økonomiske veksten har vært overraskende svak gitt omfanget av likviditetstilførselen. På den annen side er de fleste enige om at sentralbankpolitikken har bidratt til stigende verdier både for sikre aktiva som statsobligasjoner og for risikoaktiva som aksjer og eiendom. Lave renter og stigende aktivapriser kan forklares med både fallende risikopremier og ved at flere penger jakter etter samme aktiva.

Uansett om det er fallende risikopremier eller økt pengemengde som vektlegges mest for å forklare prisoppgangen på aktiva, er det sentralt å ha et syn på hvordan sentralbankpolitikken og den samlede globale likviditeten vil utvikle seg i årene som kommer.

Det uavhengige London-baserte analyseselskapet Lombard Street Research (LSR) har gjort en interessant analyse som er gjengitt i figuren. Analysen dekker de fire store sentralbankene i verden og inkluderer den japanske sentralbanken (BoJ) og den engelske sentralbanken (BoE) i tillegg til Fed og ESB.

De siste årene har disse fire sentralbankene i sum økt sine balanser fra under USD 4.000 milliarder før finanskrisen til nå USD 10.000 milliarder. Det tilsvarer en årlig økning på om lag USD 850 milliarder. Det kanskje mest interessante i LSRs konklusjon er at de venter minst samme veksttakt i de neste tre år. I tillegg ser de på dette anslaget som konservativt. Veksten i balansene til ESB og BoJ vil være sterk, mens Feds balanse kun vil reduseres sakte, da få verdipapirer kommer til forfall de første årene.



Hvis det er slik at den økte pengemengden har vært sentral for å støtte opp om verdiutviklingen på obligasjoner og aksjer siste fem år, vil denne trenden kunne fortsette de neste årene. Da vil sentralbankene fremover bidra til fortsatt vedvarende høy prising av både obligasjoner og aksjer. Sannsynligheten for at nye bobler i aktivapriser kan formes er vel så høy som at vi står foran et videre fall i markedene. Faren vil være at pengenes omløpshastighet fortsetter å falle, slik den positive effekten av økte balanser avtar.

Avkastning – hittil i år

Aksjer og kredittobligasjoner har nå samlet sett hatt en svak utvikling siden juni. Hittil i år er likevel avkastningen tilfredsstillende i nesten alle aktivaklasser.

Hittil i år, per 7. oktober, har MSCI World indeksen steget med 8,1 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har steget med 9,6 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 2,7 %. Lange renter har stabilisert seg, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 5,3 %, mens korte statscertifikater, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 1,0 %.

Utvalgte markeder

Pr. 7. oktober 2014

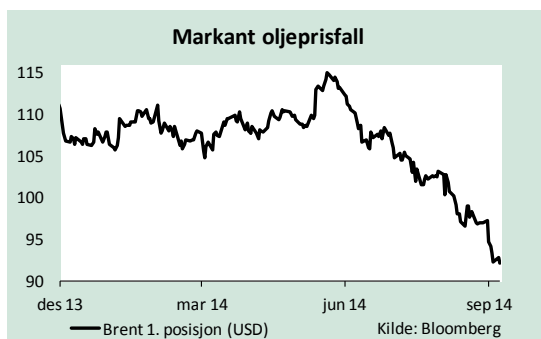
	Kurs	Hittil i år
OSEBX	574,51	4,67 %
Dow Jones	16719,39	0,86 %
S&P 500	1935,10	4,69 %
DAX	9086,21	-4,88 %
FTSE 100	6495,58	-3,76 %
Nikkei 225	15783,83	-3,12 %
Hang Seng	23422,52	0,50 %
WTI Olje	88,85	-9,72 %
Brent Olje	92,11	-16,87 %
Gull	1208,98	0,28 %
Kobber	6710,75	-9,02 %
USDNOK	6,46	6,40 %
EURNOK	8,18	-1,96 %
GBPNOK	10,40	3,43 %
SEKNOK	89,86	-4,72 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Oljeprisen har, som figuren viser, hatt en spesielt svak utvikling med et prisfall på 16,9 % hittil i år.



Redusert global vekst og økt skiferoljeproduksjon i USA er to forklaringsvariabler som er debattert. En mindre påaktet forklaring, som Wall Street Journal belyser i en artikkel den 6. oktober, er den økende spenningen og uenighet internt i OPEC. Disse forhold kan i sum forårsake strukturelle skift med negativ effekt for norske verdipapirmarkeder.

Hittil i år har NOK svekket seg 6,4 % mot USD og styrket seg 2,0 % mot EUR.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det anerkjente analysebyrået Emerging Portfolio Fund Research (EPFR) overvåker aggregererte tegninger og innløsninger i svært mange fond, og konkluderer per 3. oktober at kapitalflyten nå signaliserer at investorer reduserer risiko.

Innen verdsettelse ser vi at markedene er dyre basert på historiske verdimål. Flere og flere har derimot akseptert høyere verdsettelse, fordi troen på at rentene skal forbli lave lenge brer om seg. Shillers P/E for det ameri-

kanske aksjemarkedet har nå steget til 26,3, som er historisk høyt og innebærer en ytterligere økning siden årsskiftet. I tillegg har resultatveksten vært svært høy i forhold til den generelle veksten i BNP. Dersom utviklingen går tilbake til trend eller rentenivåene starter å stige, er fallhøyden stor.

Det norske aksjemarkedet fremstår fortsatt som nokså nøytralt priset basert på verdi i forhold til bokført egenkapital. Statistisk sentralbyrå publiserte 4. september sine forventninger om null vekst i oljeinvesteringene samlet sett fram til og med 2017. En fortsatt svak oljeprisutvikling vil redusere avkastningsforventningene i det norske aksjemarkedet.

Sentimentet i markedet har svekket seg markert de siste ukene. Det har i flere markeder utviklet seg en svakere trend. Europeiske aksjer, målt ved BE500, og Oslo Børs, målt ved OSEFX, har den siste tiden brutt både 50-, 100- og 200-dagers glidende snitt.

Konklusjon

Vi velger å redusere vår vekt i høyrenteobligasjoner ytterligere, men beholder likevel en eksponering mot aktivaklassen. Risikojustert avkastning til høyrenteobligasjoner har falt til nivåer hvor oppsiden er vesentlig redusert. Løpende avkastning gir fortsatt betalt for risiko, men sårbarheten for kursfall som følge av en potensiell økning i kredittpåslag, som begynner å bli betydelig. Likviditetsbildet i forhold til aktivaklassen har svekket seg. Vi reduserer også eksponeringen i norske aksjer til svak undervekt på bakgrunn av et svekket fundamentalt bilde for oljeprisen. I sum medfører dette at vi tar ned risikoen i porteføljen samlet sett og gjør dette ved å redusere i aktiva som er spesielt følsomme for oljeprisen.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no