

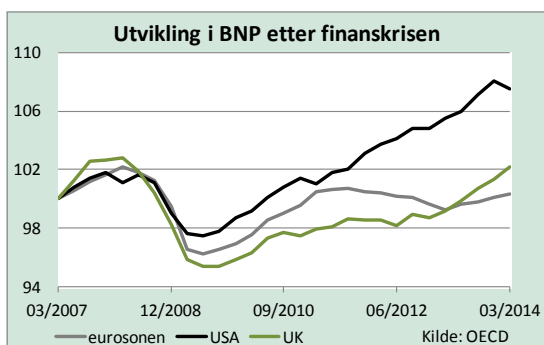
Månedsbrev 8. september 2014

En refleksjon

I sitt styremøte den 4. september besluttet den europeiske sentralbanken (ESB) å iverksette kvantitative lettelse ved kjøp av pantsikrede obligasjoner i markedet. Det planlegges å kjøpe obligasjoner for 1.000 milliarder euro, som tilsvarer en 50 % økning av ESB sin balanse. Den tyske sentralbanksjefen Jens Weidmann stemte i mot beslutningen.

Makro

Global BNP-vekst blir i følge Bloomberg-konsensus 2,5 % i 2014 og 3,0 % i 2015. Innen de store OECD-land viser USA og UK sterkest utvikling, mens eurosonen fortsetter å utvikle seg svakt. I figur 1 viser vi BNP-utviklingen i USA, UK og eurosonen siden 2007.



Figuren viser at den globale finanskrisen traff alle de tre områdene hardt, mens veksten deretter har variert. I USA er BNP nå betydelig over nivået før krisen, UK har nettopp passert 2008-nivået, mens eurosonen fortsatt ligger vesentlig lavere enn nivået før krisen.

Det foregår en viktig og interessant debatt blant verdens ledende økonomer om hvorfor det har vært en ulik utvikling. Sentralt i denne debatten står sentralbankpolitikken og i hvilken grad kvantitative lettelse bidrar til å skape økonomisk vekst. Kvantitative lettelse beskriver en situasjon hvor sentralbankene øker sin balanse ved å kjøpe verdipapirer i markedet. Denne økningen i sentralbankbalansen tilfører markedet ny likviditet og kalles populært pengetrykking.

De fleste økonomer enes om at økte sentralbankbalanser bidrar til lave renter, lave risikopremier og økte aktivapriser. Majoriteten av

økonomer mener at det i tillegg bidrar til økonomisk vekst og økt inflasjon. Denne skolen dominerer i dag den anglosaksiske verden, fra den amerikanske sentralbankbanken til Financial Times. Den andre skolen preges av den østerrikske økonomiske skolen, hvor Bundesbank har sin forankring. Denne skolen tror ikke at pengepolitikken driver økonomisk vekst, men derimot at dagens sentralbankpolitikk kan ha langsiktige negative virkninger på økonomisk vekst. De mener at nødvendig omstilling vil bli forsinket og at lave renter vil gi spekulative finansmarkeder.

I perioden fra 2007 til 2014 har USA og UK begge femdoblet sine sentralbankbalanser, mens ESB ikke engang har doblet sin. Presset på ESB for å sette i gang kvantitative lettelse har derfor vært stort og stigende. I sitt styremøte den 4. september besluttet ESB å iverksette kvantitative lettelse ved kjøp av pantsikrede obligasjoner i markedet. Det planlegges å kjøpe obligasjoner for 1.000 milliarder euro, som tilsvarer en 50 % økning av ESB sin balanse. Den tyske sentralbanksjefen Jens Weidmann stemte i mot beslutningen.

Selv forut for ESBs beslutning var eurosonens statsrenter rekordlave. Spanske og italienske 10-års statsrenter er nå 2,1 % og 2,3 %, mens norske 10-årsrenter til sammenligning er 2,3 %.

Avkastning – hittil i år

Aksjer og kredittobligasjoner har hatt en positiv utvikling fra midten av august og frem til nå. Den svakere utviklingen i slutten av juli og begynnelsen av august ble i ettertid knapt for en korreksjon å regne.

Hittil i år har avkastningen vært god i nesten alle aktivaklasser. Både optimister og pessimister har tjent penger, da aksjer har steget og lange renter har falt.

Hittil i år, per 5. september, har MSCI World indeksen steget 10,6 %, mens MSCI Emerging Markets indeksen har steget 15,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg i samme periode 10,1 %. Lange renter har stabilisert seg, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 4,8 %, mens korte statskasserveksler, målt ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,9 %.

Utvalgte markeder

Pr. 5. september 2014

Kurs Hittil i år

OSEBX	616,14	12,26 %
Dow Jones	17137,36	3,38 %
S&P 500	2007,71	8,62 %
DAX	9747,02	2,04 %
FTSE 100	6855,10	1,57 %
Nikkei 225	15668,68	-3,82 %
Hang Seng	25240,15	8,30 %
WTI Olje	93,29	-5,21 %
Brent Olje	100,82	-9,01 %
Gull	1268,92	5,25 %
Kobber	6991,75	-5,21 %
USDNOK	6,28	3,45 %
EURNOK	8,14	-2,52 %
GBPNOK	10,26	2,05 %
SEKNOK	88,51	-6,15 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget 5,3 %, aluminium har steget 17,7 %, mens olje har falt 9,0 % og kobber har falt 5,2 %. Alle priser er målt i USD.

Hittil i år har NOK svekket seg 3,5 % mot USD og styrket seg 2,5 % mot EUR.

Likviditet, Verdi og Sentiment

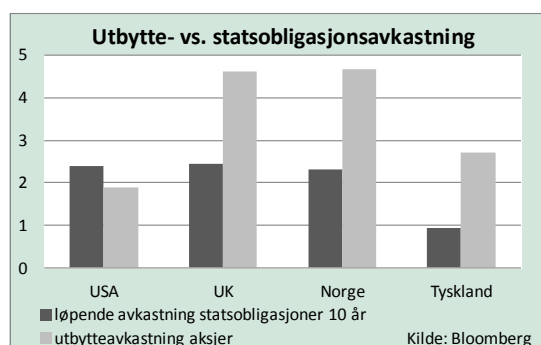
ESB sin beslutning om å kjøpe pantesikrede obligasjoner for om lag 1.000 milliarder euro vil bidra til å øke den globale likviditeten i betydelig omfang. Dette vil bidra til signifikant vekst i de samlede sentralbankbalansene, selv når den amerikanske sentralbanken (Fed) trolig avslutter sitt kjøpsprogram i oktober. Fed har foreløpig ikke kommunisert om balansen vil opprettholdes på dagens nivå eller gradvis bygges ned etter hvert som obligasjonene forfaller. Det blir det neste store spørsmålet markedene vil fokusere på.

Ingen store aktivaklasser fremstår nå som spesielt attraktivt priset i et historisk perspektiv. I tidligere situasjoner hvor markedene har vært dyre, som i 2000 og 2007, ble dette forsvart ved at "this time it's different". Det som er forskjellig skifter fra den ene toppen til den andre, men som regel er forskjellen tidsbestemt og ikke varig. Gamle sannheter står seg normalt best. Det som denne gang er forskjellig, er rentenivået. Vi har nå et historisk lavt rentenivå, og flere og flere aktører tror at rentene vil forbli lave svært lenge.

Realaktiva som aksjer og eiendom fremstår i dag som fornuftig priset målt mot dagens lave renter. Dersom realrentenivået begynner å bevege seg tilbake mot historiske gjennomsnittsnivåer eller deflatoriske krefter tar overhånd, er risikoen for store verdifall på real-

aktiva stor. På den annen side kan det fortsatt være stor oppside i aksjer om troen på varig lavt rentenivå fester seg.

Vi mener fortsatt at aksjer er den relativt sett mest attraktive aktivaklassen. Figur 2 viser utbytte- (dividende-) avkastning på utvalgte aksjeindekser i forhold til 10-års statsrenter i samme land. Utbyttet utgjør normalt under halvparten av aksjenes verdiskapning da tilbakeholdt overskudd som arbeider i selskapene er enda viktigere for samlet verdiskapning.



Sentimentet i markedet har styrket seg markant de siste ukene. Europeiske aksjer, målt ved BE500, amerikanske aksjer, målt ved S&P 500, og Oslo Børs, målt ved OSEFX, handler nå alle over 50-, 100- og 200-dagers glidende snitt.

Konklusjon

Vi opprettholder vår svake overvekt i aksjer og dagens eksponering mot kreditt i renteporteføljen. En vesentlig forverring i globale makroutsikter eller en sterk stigning i rentenivået vil være varsler for mulig porteføljeendring i mer forsiktig retning.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no