

Månedsbrev 12. mars 2013

En refleksjon

"But how do we know when irrational exuberance has unduly escalated asset values?"

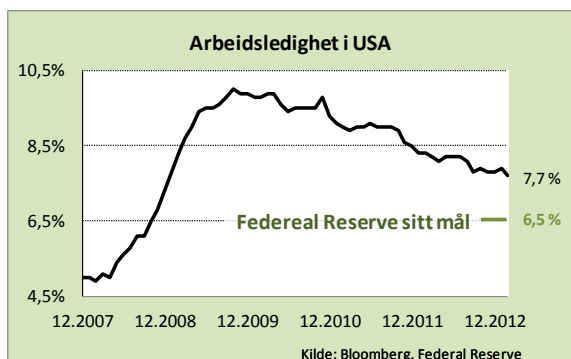
Alan Greenspan 1996

Makro

Aksjemarkedene har fortsatt sin sterke oppgang på tross av valgresultatet i Italia og den fortsatt fastlåste budsjett-situasjonen i USA. Begge disse utfall var ved inngangen til året vurdert som vesentlige makroøkonomiske faktorer med antatt stor negativ markeds påvirkning dersom de skulle bli en realitet.

OECD publiserte sin analyse av ledende makroindikatorer i går den 11. mars. (link) Analysen bekrefter den positive makroøkonomiske undertone som har bygget opp om finansmarkedenes positive utvikling de siste månedene.

Aksjemarkedet er i seg selv ofte en ledende indikator på makroøkonomisk utvikling. Det er kanskje det vi har vært vitne til de siste månedene. I følge OECD-analysen styrker veksten seg nå i OECD-området generelt, med spesielt positiv utvikling i USA, Japan og Tyskland. Det er videre interessant at veksten i følge analysen har sluttet å svekke seg i Italia og Frankrike. Selv veksten i euro-området vil nå i følge analysen ta seg opp. Den relativt sett svakeste utviklingen finner vi i Brasil, Kina og India. Kina er likevel på et fortsatt absolutt sett høyt vekstnivå.



De amerikanske arbeidsledighetstallene er, som figur 1 viser, inne i en positiv trendutvikling. Den amerikanske arbeidsledigheten er blitt det kanskje mest sentrale globale måltallet,

etter at den amerikanske sentralbanken primært fastsetter pengepolitikken i henhold til dette tallet. Målområdet er satt til en arbeidsledighet på 6,5 % mot dagens 7,7 %.

Den tyske IFO-indeksen som ble publisert den 22. februar og den amerikanske ISM-indeksen som ble offentliggjort 1. mars viser begge en positiv utvikling i samsvar med OECD-analysen.

Avkastning - hittil i år

Den positive utviklingen i de fleste aksjemarkeder fortsatte i februar. Oppgangen hittil i år har vært til dels meget sterk i mange aksjesektorer og land. Et tankekors er at mange råvarepriser har svekket seg i samme periode. Lange norske renter har vært volatile, de steg i januar, falt i februar og har hittil i år samlet sett steget svakt.

Per 11. mars hadde MSCI World indeksen steget med 10,6 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 3,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 8,4 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, har steget 12,6 %. MSCI Helse og MSCI Syklisk og Stabilt konsum var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på henholdsvis 13,9 %, 13,0 % og 12,6 %. MSCI Materialer har steget minst med 2,5 %.

Råvareprisene har falt hittil i år. Aluminium med 6,5 %, gull med 5,6 % og kobber med 2,3 %. Olje er svakt ned med et fall på 0,8 %. Alle priser er i USD.

Innen valuta har USD-kursen styrket seg med 2,8 % mot NOK. EUR har styrket seg med 1,6 % mot NOK. JPY har svekket seg 7,4 % mot NOK.

Sett i et lengre perspektiv har vi nå opplevd en kraftig oppgang i aksjemarkedene. Oslo Børs (OSEFX) har steget 33 % og verdensindeksen (MSCI World AC) har steget 19 % siden bunnen i juni 2012. Ser vi litt lenger tilbake har OSEFX steget 173 % siden bunnen i november 2008, mens MSCI World AC har steget 83 % siden bunnen i mars 2009. Avkastning i NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den amerikanske sentralbanken (Fed) har de siste årene bidratt med flere tusen milliarder

Utvalgte markeder

Pr. 11. mars 2013

	Kurs	hittil i år
OSE BX	479,37	7,94 %
Dow Jones	14447,29	10,25 %
SP 500	1556,22	9,12 %
DAX	7984,29	4,89 %
FTSE 100	6503,63	10,27 %
Nikkei 225	12349,05	18,80 %
Hang Seng	23090,82	1,92 %
WTI Olje	92,00	1,77 %
Brent Olje	110,20	-0,82 %
Gull	1581,00	-5,63 %
Kobber	7729,00	-2,25 %
USD/NOK	5,72	2,88 %
EUR/NOK	7,46	1,63 %
GBP/NOK	8,52	-5,33 %
SEK/NOK	89,34	4,50 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

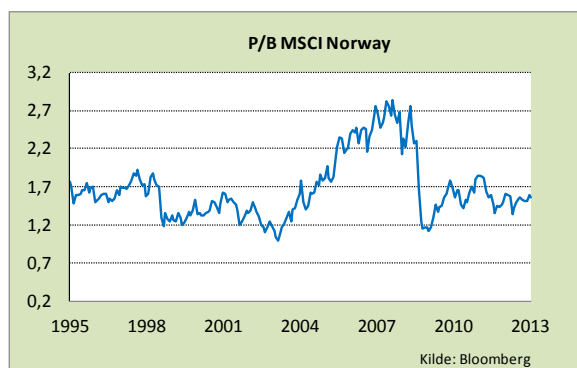
dollar i likviditet til verdipapirmarkedene. Flere andre store sentralbanker har fulgt samme strategi. Japan har nå varslet at de vil øke sin innsats innen samme område dramatisk i tiden som kommer.

Sentralbankene har uttalt at et klart mål med denne politikken er å få markedsaktørene til å ta mer risiko og støtte opp om en positiv verd utvikling på formuespriser. Dette er basert på en antakelse om at likviditetstilførselen igjen vil fremme økonomisk vekst. Det er viktig at alle markedsaktører er klar over hvor sentral støtten er og har vært for verdipapirmarkedene. Nedsiderisikoen er stor om støtten skulle trekkes tilbake eller om en positiv økonomisk utvikling ikke skulle materialisere seg.

Investorene har de siste årene tatt betydelig mer risiko ved å flytte investeringer fra aktiva med lav volatilitet til investeringer med høyere volatilitet. Et klart eksempel på dette er inngangen i kredittpåslag i høyrentemarkedet og kursstigningen i aksjemarkedet. Det er i dag få tegn til at sentralbankene skal trekke tilbake likviditeten som er tilført, kanskje tvert i mot. Fed fortsetter sitt månedlige program. Både sentralbankene i Japan og England ventes å øke sine kjøp av verdipapirer i markedene.

Spørsmålet nå blir som da Alan Greenspan stilte sitt "irrational exuberance" spørsmål i 1996. Har markedene allerede steget nok som de har? I 1996 steg markedene i fire år til før fallet kom. Ser vi på markedets prising av aksjer i dag er den rundt det vi vil kalle normalnivåer. Det norske aksjemarkedet er, som figuren på neste side viser, priset til ca 1,6 ganger bokført egenkapital. Internasjonale aksjemarkeder er også priset innenfor et normalbånd av historisk prising.

Selskapenes inntjening og marginer er historisk høye, men det er få tegn til at disse vil svekke seg på 12-18 måneders sikt. Risikopremiene har falt videre i både renter og aksjer.



De fleste viktige aksjemarkeder har positive glidende gjennomsnitt siste 50, 100 og 200 dager. VIX-indeksen ligger på om lag 12 som er historisk lavt. Finansaksjer har en positiv utvikling som er et værtegn for god stemning i aksjemarkedet.

Konklusjon

Makrobildet fortsetter den svakt positive utviklingen. Likviditetsbildet og trendene i markedet er positive. Det skal derfor nye negative nyheter til for å snu bildet.

En fare er at oppgangen har vart lenge. Sentimentet er blitt så positivt at det i seg selv kan være et negativt tegn. I de siste årene har våren og forsommeren vært svake perioder for aksjemarkedet. Vi anbefaler likevel ikke å endre risikoesponeringen i porteføljen. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer og en overvekt av kreditt og undervekt i durasjon i renteporteføljen.

Vi råder likevel investorene til å senke sine avkastningsforventninger fremover. Dagens kredittpåslag i rentemarkedene tilsier en klart lavere avkastning i 2013 enn i 2012. Aksjemarkedene har alltid store utfallsrom på begge sider av en forventning, men det er verdt å merke seg at aksjemarkedene hittil i år allerede har gitt en avkastning som tilsvarer en årlig normalavkastning på 8-10 %.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no