

Månedsbrev 11. august 2016

En refleksjon

+As we have discussed in the past, it is hard to reduce debt burdens in a slow-growth world. Thus, we are left with the only viable alternative . financial repression in the form of very low interest rates.+

Martin H. Barnes, Chief Economist, BCA Research, 12. juli 2016

Makro

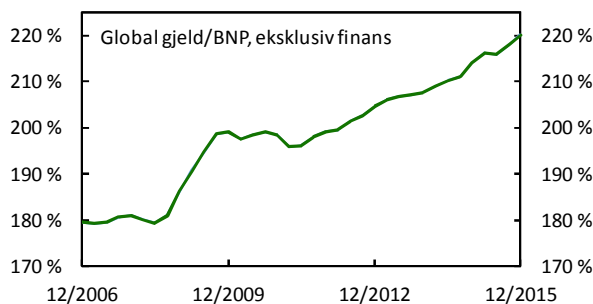
Det anerkjente analysehuset BCA Research (Bank Credit Analyst) publiserer hvert halvår en analyse som er i form av et referat fra en markeds gjennomgang med en av deres erfarne og lojale kunder, kalt Mr. X. Nå, som ved årsskiftet, er denne Mr. X meget bekymret for markedsutviklingen. Han mener situasjonen er svært usikker, den globale økonomien er svak og bare ekstraordinære tiltak fra sentralbankene har holdt alt flytende etter finanskrisen. Mr. X synes det er merkelig at problemene som i utgangspunktet i stor grad skyldes for høy gjeld nå skal løses med enda mer gjeld. Han blir helt målløs når mange sentrale aktører og beslutningstakere taler for at sentralbankene fremover bør finansiere statlige budsjettunderskudd direkte ved det som populært kalles helikopterpenger. I sum gjør dette at han ønsker å være særdeles forsiktig fremover.

Industrifinans har i tidligere årsbrev og månedsbrev belyst dette og delt bekymringen om den globale gjeldsutviklingen. Figuren til høyre viser utviklingen i gjeldsnivået i forhold til BNP. Kredittvekst har svært lenge vært en viktig økonomisk vekstfaktor. Gjeldsveksten gikk enkelte steder for langt. Boliglån i USA var med å utløse finanskrisen, og etterpå ble det tatt opp ytterligere offentlig gjeld for å håndtere krisen. Noen land har fått bedre kontroll på gjeldsbyrden enn andre etter krisen, men i sum har den vokst. Dilemmaet står mellom den søte kløe av kredittfinansiert vekst og den sure svie av større gjeldsbyrde.

BCA svarer Mr. X med at dagens verden preges av konsekvensene av tidligere gjeldsbobler. I flere land er gjeld i forhold til BNP nå likevel avtakende, med Kina som et særs viktig unntak. BCA mener at vi skal være glade for sentralbankenes handlingskraft, fordi alternativet ville ha vært en global

økonomisk resesjon eller depresjon. De sier videre at det er svært vanskelig å redusere gjeldsnivået i en verden med lav vekst. Det eneste reelle alternativet blir aktivt å styre mot negative realrenter på statsgjeld og sikre pengeplasseringer, som gjør det lettere å leve med høyt gjeldsnivå. Negative realrenter skaper likevel store utfordringer for de som skal leve av sparepenger, samt for pensjonskasser og livselskaper som må levere avkastning med begrenset risikotakingsevne. Dessuten svekkes omstillingen og produktivitetsveksten i næringslivet, da mange ellers ikke levedyktige selskaper kan overleve med dagens rentenivå.

Stadig voksende gjeldsbyrde



Kilde: BIS total credit statistics

Det er vanskelig å forutsi hvordan dette kommer til å ende, og det blir muligens ikke en lykkelig slutt. Det er derfor viktig å være på vakt for en vesentlig svekkelse i den globale økonomien eller fornyet stress i det finansielle systemet. På den annen side er det ikke kortsiktige tegn til dette. Italienske banker har åpenbart utfordringer, men samtidig er den italienske 10-års statsrenten på 1,1 %, den laveste som er målt siste 12 måneder.

BCA avslutter med at de på ingen måte vil male et rosenrødt bilde, men de står på sitt syn om at en diversifisert portefølje av aktivklasser med ulik risikoprofil nå er det riktige. De vil samtidig ikke fraråde en forsiktig investor å være forsiktig.

Avkastning – hittil i år

Aksjemarkedene har nå hentet inn igjen fallet etter Brexit, mens lange renter har fortsatt å falle. Hittil i år per 10. august har indeksen MSCI Developed World falt med 1,4 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 8,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs,

Utvalgte markeder

Pr. 10. august 2016

| | Kurs | Hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSEBX | 619,96 | 1,59 % |
| Dow Jones | 18495,66 | 6,14 % |
| S&P 500 | 2175,49 | 6,44 % |
| DAX | 10650,89 | -0,86 % |
| FTSE 100 | 6866,42 | 10,00 % |
| Nikkei 225 | 16735,12 | -12,08 % |
| Hang Seng | 22492,43 | 2,64 % |
| WTI Olje | 41,71 | 12,61 % |
| Brent Olje | 44,05 | 18,16 % |
| Gull | 1346,55 | 26,86 % |
| Kobber | 4816,25 | 2,35 % |
| USDNOK | 8,28 | -6,37 % |
| EURNOK | 9,25 | -3,70 % |
| GBPNOK | 10,76 | -17,44 % |
| SEKNOK | 97,69 | -6,73 % |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 2,1 %. Lange renter har steget noe igjen fra fallet tidligere i år, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,6 % hittil i år, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %.

Råvarepriser har steget i år. Oljeprisen har steget 18,2 %, men har utviklet seg svakt i juli. Gull har steget 26,9 %. Prisen på aluminium har steget 8,9 %, mens kobberprisen har steget med 2,4 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år. Hittil i år har USD svekket seg 6,4 % mot NOK. EUR, GBP og SEK har i samme periode svekket seg mot NOK med henholdsvis 3,7 %, 17,4 % og 6,7 %.

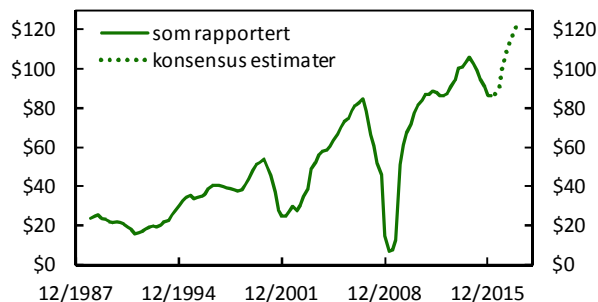
Likviditet, Verdi og Sentiment

Den engelske, japanske og europeiske sentralbanken fører alle en svært ekspansiv pengepolitikk og har ikke signalisert noen form for tilstramming, snarere tvert i mot. I USA er derimot rentehevinger annonsert, men blitt skjøvet ut i tid på grunn av svakere økonomisk utvikling enn ventet. Sist fredag ble det publisert sterke arbeidsmarkedstall som økte markedets forventning til en mulig rentehevelse i september fra 18 % til 26 %. Lombard Street Research publiserte i juni en analyse hvor de argumenterer for en sterkere utvikling i amerikansk økonomi enn konsensus i markedet. De opplever lønnsveksten som vesentlig større enn produktivitetsveksten og mener derfor at inflasjonen vil ta seg opp. Dette vil presse den amerikanske sentralbanken til flere rentehevinger enn det som nå er neddiskontert. Selv om sterk lønnsvekst kan være resultat av sterkere vekst i BNP, kan det ytterligere svekke inntjeningen i selskapene.

Både rentenivå og inntjeningsutvikling er viktige variabler i verdsettelsen av et aksjemarked. Figuren til høyre viser nominell

inntjeningsutvikling i det amerikanske aksjemarkedet (S&P 500) fra 1987. Figuren viser en kraftig inntjeningsvekst avbrutt av to betydelige midlertidige tilbakefall, representert ved IT-boblen og finanskrisen.

Optimistiske forventninger USA



Kilde: Standard & Poors

Figuren viser at inntjeningen har falt de siste kvartaler. Samtidig tror markedskonsensus at inntjeningen skal ta seg opp og overgå tidligere nivåer i de kommende kvartaler. Realismen i denne antakelsen vil prege høsten og neste års aksjemarkeder.

Optimistene hevder at det er strukturelle forhold som tilsier vedvarende høye profittmarginer i USA og at inntjeningsveksten har hatt en kortsiktig fall til dels drevet av det ekstraordinære oljeprisfallet. Pessimistene vil likevel kunne hevde at profittmarginene fortsatt er høye målt mot eget historisk snitt og vil kunne falle til mer normale nivåer som følge av sterkere lønnsvekst og prispress.

Konklusjon

Utsiktene for global vekst og inntjening i selskapene tilsier ikke en overvekt i risikoaktiva. På den annen side er det ingen kortsiktige stressfaktorer som ser ut til å destabilisere markedene. Vi opprettholder derfor en nøytralvekt i internasjonale aksjer med et fortsatt fokus på kvalitetselskaper, samt en viss overvekt i Europa. Norske aksjer er undervektet, men dette er risikomessig kompensert med en overvekt i høyrenteobligasjoner.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no