

Månedsbrev 8. september 2016

En refleksjon

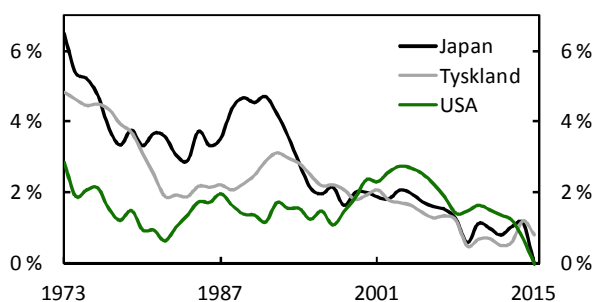
+Real hourly pay (in US) has been growing much faster than productivity, raising costs that will over time lead to either higher inflation or lower profit margins.+

Charles Dumas, Lombard Street Research,
29. august 2016

Makro

Det globale makrobildet har i perioden siden 2009 skapt ideelle rammebetingelser for stigende aktivpriser. Verdensøkonomien har vokst, samtidig som tilstrekkelig ledig kapasitet har holdt inflasjonen nede. Det globale spareoverskuddet har sammen med den ekspansive sentralbankpolitikken bidratt til fallende lange renter som har løftet prisene på obligasjoner, eiendom og aksjer. I USA har i tillegg selskapene hatt rekordoverskudd som følge av historisk høye profittmarginer. Vi har i den samme periode sett en klar svekkelse i produktivitetsutviklingen i alle store økonomier. Produktivitetsveksten har vært strukturelt fallende i mange tiår, som figuren nedenfor viser. I USA har gjennomsnittlig produktivitetsvekst siste seks år vært kun ½ %.

Svekket produktivitetsvekst



Kilde: OECD, Industrifinans

Når økonomisk vekst er et produkt av befolkningsvekst og produktivitetsvekst, tilsier denne trenden svak fremtidig økonomisk vekst, fordi vi vet at de fleste utviklede land ikke har befolkningsvekst av noe omfang.

I USA nærmer økonomien seg full sysselsetting. I de siste kvartalene har reallønn i USA vokst vesentlig mer enn produktiviteten. Dette skaper en ny situasjon i markedene. Svak produktivitetsvekst og høye

lønnsøkninger kan gi lavere overskudd i selskapene og lavere profittmarginer. Vi har tidligere kommentert i våre månedsbrev at samlet overskudd i mange viktige aksjemarkeder i flere kvartaler har vært fallende.

Selskapene har i hovedsak tre måter å respondere på denne utfordringen. De kan prøve å skyve lønnsveksten over på kundene i form av høyere priser, de kan prøve å rasjonalisere bort arbeidskraft eller de kan akseptere lavere overskudd og dermed lavere profittmarginer.

Den første måten vil bidra til økende inflasjon, som igjen vil legge press på sentralbankene til å heve rentene. En slik utvikling vil ha negative følger, spesielt for obligasjonsmarkedene. Skulle derimot selskapene velge oppsigelser som løsning, vil dette svekke den økonomiske veksten og øke faren for en resesjon. Det tredje alternativet svekker overskuddet og vil bidra til at aksjemarkedene blir enda dyrere på nøkkeltall som P/E og P/B, og det vil samtidig øke risikoen for et markedsfall.

Den klart beste løsningen ville være at produktivitetsveksten tok seg opp igjen. Det er stor uenighet blant økonomer både om årsaken til denne trenden og hva som kan gjøres for å snu utviklingen. Den svake produktivitetsutviklingen er et meget sentralt tema, som vil være gjenstand for mye debatt i tiden som kommer.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen har hittil i år vært drevet av moderat oppgang i aksjemarkedene og sterk utvikling i oljepris og kronekurs. Det har medført svak avkastning på internasjonale aktiva målt i norske kroner. De siste månedene har risikoviljen økt. Dette har bidratt til stigende aktivpriser og fallende kredittmarginer. Per 7. september har indeksen MSCI Developed World falt med 1,2 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 10,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 3,2 %. Lange renter har også falt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,0 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %.

Utvalgte markeder

Pr. 7. september 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	626,40	2,64 %
Dow Jones	18526,14	6,32 %
S&P 500	2186,16	6,96 %
DAX	10752,98	0,09 %
FTSE 100	6846,58	9,68 %
Nikkei 225	17012,44	-10,62 %
Hang Seng	23741,81	8,34 %
WTI Olje	45,50	22,84 %
Brent Olje	47,98	28,70 %
Gull	1345,22	26,74 %
Kobber	4631,75	-1,57 %
USDNOK	8,18	-7,45 %
EURNOK	9,19	-4,32 %
GBPNOK	10,92	-16,27 %
SEKNOK	96,88	-7,51 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarepriser har generelt steget hittil i år. Oljeprisen har steget 28,7 %. Gull har steget 26,7 %. Prisen på aluminium har steget 5,0 %, mens kobberprisen har falt med 1,6 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og EUR svekket seg mot NOK med henholdsvis 7,5 % og 4,3 %. I samme periode har GBP og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 16,3 % og 7,5 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

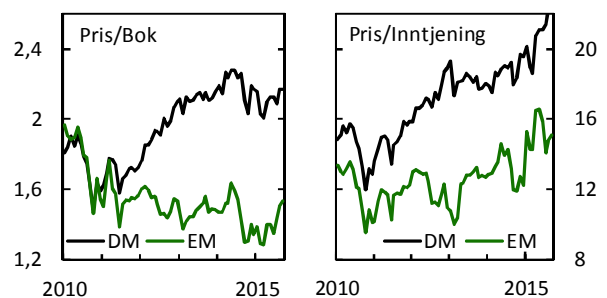
Det er høyst sannsynlig kun et tidsspørsmål før den amerikanske sentralbanken begynner å heve renten. Den engelske, japanske og europeiske sentralbanken fører alle en svært ekspansiv pengepolitikk og står nå i en situasjon hvor handlingsrommet begrenses mer og mer. Sentralbankene er blitt så store aktører i flere aktivamarkeder at det snart ikke er flere papirer å oppdrive i disse markedene. Det spøkes nå i markedene om når den europeiske sentralbanken vil begynne å kjøpe Ferrariøer for å bidra til BNP-vekst i Italia. Selv om dette er en spøk, viser det en alvorlig undertone i at flere og flere stiller spørsmålstegn ved hensiktsmessigheten og de mange negative konsekvenser av dagens sentralbankpolitikk.

De siste månedenes oppgang i aksjemarkedene har ikke hatt støtte i inntjeningsvekst i selskapene. Det har medført en betydelig multipelelektansjon i form av økte P/E-nivåer, målt på både historisk og fremtidig inntjening. Til eksempel har Oslo Børs målt ved fondsindeksen OSEFX nå en P/E på 28,0 på siste 12-måneders inntjening og en P/E på 17,3 på neste 12-måneders forventede inntjening. Sistnevnte er det høyeste nivå som er målt i Bloombergs historikk fra 2005. Den høye verdsettelsen er ikke et norsk fenomen. Grafen til høyre viser utvikling i P/E på

historisk inntjening og P/B for verdensindeksen for både utviklede og fremvoksende land målt ved MSCI indeksene.

Vi ser at verdsettelsen har økt i begge markedene, men er absolutt sett vesentlig lavere i fremvoksende markeder. Det er viktig å finne selskaper som kan vise til en inntjeningsvekst som står i forhold til verdsettelsen, uansett hvilket aksjemarked det skal investeres i. Det er også et sentralt fokus ved valg av aksjeforvaltere og aksjefond i en portefølje.

Verdsettelse aksjer i DM og EM



Kilde: Bloomberg

Den gode utviklingen i aksjemarkedene de siste månedene har medført at de fleste store aksjemarkeder nå handler over sine 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Volatiliteten i markedene har også falt tilbake. Selv om dette isolert sett er positivt, har det alene liten utsagnskraft for markedenes videre utvikling.

Konklusjon

Utsiktene for global vekst og inntjening i selskapene tilsier ikke en overvekt i risikoaktiva. På den annen side kan dagens positive utvikling fortsette inntil markedene velger å endre fokus. Vi opprettholder derfor en nøytralvekt i internasjonale aksjer med et fortsatt fokus på kvalitetsselskaper. Norske aksjer er fortsatt svakt undervektet, mens høyrenteobligasjoner er overvektet.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no