

Månedsbrev 11. oktober 2016

En refleksjon

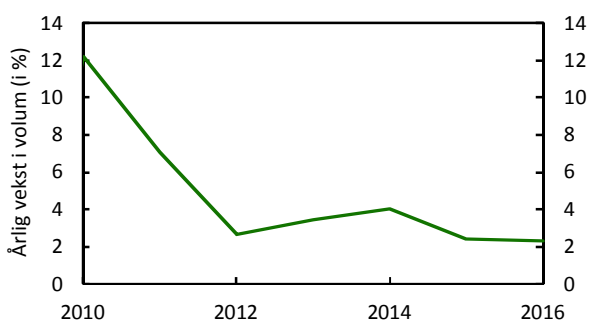
+Globalisation+ critics say it benefits only the elite. In fact, a less open world would hurt the poor most of all.+

The Economist, 1.-7. oktober 2016

Makro

Det anerkjente tidsskriftet The Economist vier sin første utgave i oktober til å forsvare frihandel og globalisering. Samtidig prøver de å forklare hvorfor proteksjonisme og politisk populisme har fått vind i seilene de siste årene. Det er komplekse årsaks-sammenhenger, men deres konklusjon er klar på at motstanderne av globalisering tar feil og at konsekvensene av økt proteksjonisme er lavere samlet global velferd. The Economist gjør seg til sterke talsmenn for å forbedre svakhetene ved dagens globaliseringsmodell fremfor å ødelegge den. De er tydelige på at proteksjonisme ikke er en løsning på dagens svake vekst i verden. Proteksjonisme vil heller være et bidrag til at veksten forblir svak. I tiåret forut for finanskrisen vokste verdenshandelen med 6-9 % i året. Figuren nedenfor viser at de siste fem år har det vært en betydelig avmatning i denne veksten, og global handel vokser nå med kun 2 % i året.

Avtagende vekst i verdenshandelen



Kilde: International Monetary Fund

Den enorme velstandsutviklingen verden har opplevd siden andre verdenskrig har i høy grad vært understøttet av internasjonal handel. Norge er et godt eksempel på at en liten åpen økonomi har oppnådd betydelige velstandøkninger gjennom eksportledet vekst fra tømmer, vannkraft, olje og gass. Eksportledet vekst har også trukket hundrevis av millioner mennesker i Kina ut av fattigdom og transformert økonomien i mange land fra

Sør-Korea til Irland. En studie ved University of California, Los Angeles (UCLA) og Columbia University, av 40 land, herav 13 utviklingsland, viser at proteksjonisme har høye kostnader. Studien estimerer at rike konsumenter vil tape 28 % av sin kjøpekraft om grensene blir stengt for handel. De fattigste 10 % av konsumentene vil derimot tape hele 63 % av sin kjøpekraft.

The Economist bruker Storbritannia og USA som eksempler på land som ikke har mestret å ta hånd om globaliseringens tapere ved hjelp av aktive arbeidsmarkedstiltak, slik som omskolering og tilstrekkelige sosiale sikkerhetsnett. Både Brexit-kampanjen og Donald Trump har rekruttert mange av sine tilhengere fra disse rekkene.

The Economist påpeker videre svakheten ved manglende samordning av skattlegging av globale selskaper og viktigheten av effektiv konkurranse i alle markeder. De ser samtidig at Kinas inntog i verdensøkonomien skapte et tilbudssjokk i mange land, samtidig som de store innvandringsbølgene skaper spenninger og legger press på vestlige lands velferdssystemer. Alt dette er utfordringer som kan løses, og svaret ligger ikke i proteksjonisme.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen har hittil i år vært drevet av moderat oppgang i aksjemarkedene i lokal valuta og sterk utvikling i oljepris og kronekurs. Det har medført svak avkastning i internasjonale aktiva målt i norske kroner. De siste månedene har risikoviljen økt, hvilket har bidratt til stigende aktivapriser og fallende kredittmarginer. Per 10. oktober har indeksen MSCI Developed World falt med 3,8 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 7,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 5,7 %. Lange renter har falt siden årsskiftet, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 1,2 %. Korte statskasseveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,4 %. Siste tre måneder har lange renter dog steget noe.

Råvarepriser har steget i år. Oljeprisen har steget 42,5 %, gullprisen har steget 18,7 %, prisen på aluminium har steget 12,4 % og

Utvalgte markeder

Pr. 10. oktober 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	639,55	4,80 %
Dow Jones	18329,04	5,19 %
S&P 500	2163,66	5,86 %
DAX	10624,08	-1,11 %
FTSE 100	7097,50	13,70 %
Nikkei 225	16860,09	-11,42 %
Hang Seng	23851,82	8,84 %
WTI Olje	51,35	38,63 %
Brent Olje	53,14	42,54 %
Gull	1259,63	18,67 %
Kobber	4829,25	2,62 %
USDNOK	8,08	-8,57 %
EURNOK	9,01	-6,22 %
GBPNOK	9,99	-23,38 %
SEKNOK	93,42	-10,81 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

kobberprisen har steget 2,6 %. 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 GBP og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 23,4 % og 10,8 %. I samme periode har USD og EUR svekket seg mot NOK med henholdsvis 8,6 % og 6,2 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

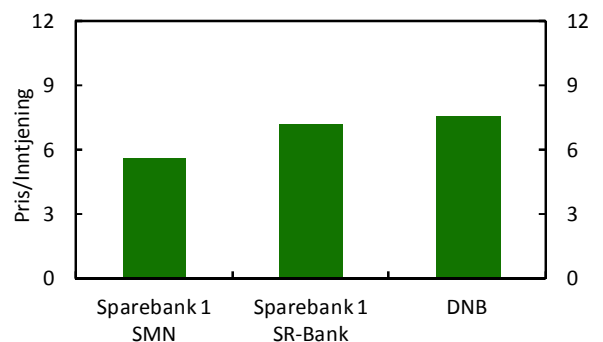
Det er nå et flertall av markedsaktører som tror at den amerikanske sentralbanken vil heve styringsrenten i desember. Det er likevel grunn til å tro at rentehevingene fremover blir få og moderate. Ingen av de andre store sentralbankene har kommunisert at en renteheving er forestående. Det er derfor grunn til å anta at både korte og lange renter generelt vil forbli lave en god stund fremover. Det er likevel positivt om lange renter skulle fortsette å stige noe, da det kan være et signal om økte forventninger til vekst i BNP.

Vi har tidligere kommentert at de siste måneders oppgang i aksjemarkedene ikke har hatt støtte i rapportert inntjeningsvekst i selskapene. Tvert imot har den rapporterte inntjeningsveksten vært fallende. Markedet forventer nå en stabilisering i utviklingen, og mange analytikere tror at inntjeningsutviklingen snart vil snu til det positive. For markedet som helhet er verdsettelsesmål som P/E og P/B fortsatt høye i forhold til historiske nivåer, men samtidig er rentenivået svært lavt. Stabilt, lavt rentenivå vil bidra til fortsatt høy verdsettelse. Utviklingen i inntjening vil da bli svært viktig for kursutviklingen fremover.

Aksjemarkedet er sammensatt av mange selskaper og sektorer, hvor innbyrdes inntjening og verdsettelse kan variere betydelig. Figuren til høyre viser tre store, norske banker som nå omsettes med moderat

verdsettelse. Disse bankene har P/E på 6-8, basert på siste 12 måneders inntjening, og en tilhørende P/B på 0,5-0,9. Dersom inntjeningen skulle holde seg, medfører dette en løpende årlig avkastning på 13-17 % på dagens aksjekurs. Det ligger svært forsiktige forventninger til fremtiden i disse aksjekursene. Dersom den økonomiske utviklingen i Norge nå snur til det bedre, kan dette være eksempler på interessante investeringsmuligheter.

Verdsettelse av norske banker (P/E)



Kilde: Bloomberg

Den gode utviklingen i mange aksjemarkeder de siste månedene har medført at disse nå handler over sine glidende snitt for siste 50, 100 og 200 dager.

Konklusjon

Det har de siste månedene vært en god utvikling i høyrentesegmentet hvor kredittmarginene er redusert og hvor kursene har steget. Vi opplever at høyrentesegmentet nå gir, relativt sett, noe mindre betalt for å ta risiko og reduserer derfor eksponeringen mot dette markedet. Samtidig øker vi allokeringen i norske aksjer til nøytral på bakgrunn av en stabilisering av oljeprisen som gir positive ringvirkninger for norsk økonomi. Vi opprettholder en nøytralvekt i internasjonale aksjer med et fortsatt fokus på kvalitetsselskaper.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no