

Månedsbrev 9. august 2017

En refleksjon

“In recent years, the coincidence of low inflation and low interest rates suggests that the natural rate of interest is likely very low today. ... The fall in equilibrium interest rates was most pronounced at the time of the financial crisis, but rates have shown little tendency to increase during the long recovery from the crisis.”

Stanley Fischer, visesentralbanksjef i den amerikanske sentralbanken, tale den 31. juli 2017

Makro

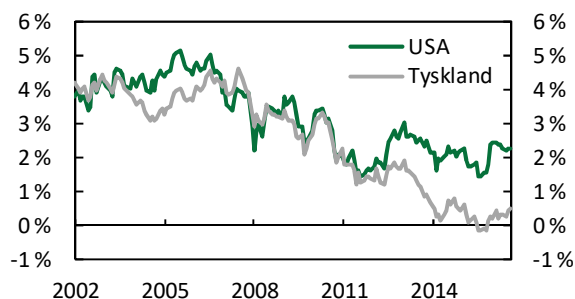
Det internasjonale pengefondet (IMF) publiserte oppdatering av sin World Economic Outlook den 24. juli. Under overskriften “A firming recovery” skisserer IMF fortsatt vekst hvor globalt BNP antas å vokse 3,5 % i 2017 og 3,6 % i 2018. De har ikke endret sitt vekstanslag på globalt nivå siden forrige publikasjon i april, men vekstanslagene i eurosonen, Japan og Kina er oppjustert, mens USA er nedjustert. Nedjusteringen for USA følger av reduserte forventninger til den tidligere bebudede ekspansive finanspolitikken. Samlet sett gir dette et styrket bilde av globale vekstutsikter. OECDs ledende indikatorer som ble publisert den 8. august, støtter dette synet.

Til tross for en sterkere økonomisk utvikling og fallende arbeidsledighet holder både nominelle renter og realrenter seg lave i de fleste land. Figuren til høyre viser at rentenivået falt markert etter finanskrisen og at det deretter har holdt seg relativt stabilt på et lavere nivå. Figuren viser 10-årsrenter.

Den amerikanske visesentralbanksjefen Stanley Fischer holdt den 31. juli en tale viet det lave globale realrentenivået, hvor han prøvde å besvare spørsmålene om hvorfor rentene er så lave i USA og hvorfor de lave rentene har vært et så utbredt, globalt fenomen. Han begynte talen med å stadfeste at globale realrenter har falt betydelig og at han ser dette mer som et resultat av langsiktige strukturelle forhold enn som følge av svake konjunkturer i økonomien og midlertidige forhold som kvantitative lettelselser og risikoaversjon blant investorer.

Han vektlegger spesielt tre langsiktige, strukturelle forhold. For det første har den globale økonomien nå en lavere reell og potensiell veksttakt enn før. Eksempelvis viser han til det tverrpolitiske Congressional Budget Office i USA, som anslår potensiell amerikansk vekst fremover til 1,5 % årlig mot 3,0 % årlig i tiårene opp mot finanskrisen. Dette skyldes både lavere befolkningsvekst og lavere produktivitsvekst. Det andre forholdet tilskrives en generelt aldrende befolkning i de fleste store økonomier som igjen medfører en høyere sparerate. Det tredje forholdet er knyttet til reduserte investeringer i kapitalvarer som følge av usikkerhet i politiske rammebetingelser og en utvikling mot en mindre kapitalintensiv industri- og tjenestesektor. Han mener også at en utvikling mot oligopolstrukturer i flere industrier har redusert investeringene fordi aktørene begrenser produksjonskapasiteten for å opprettholde en høyere inntjening. Innen teknologisektoren ser vi en klar tendens til oligopolstrukturer innen store vekstmarkeder der selskapene har svært lave investeringsbehov i tradisjonell forstand.

Strukturelt lave renter



Kilde: Bloomberg

De strukturelle forholdene som Stanley Fischer belyser, er i høy grad globale i sin karakter og har dermed medført at lave realrenter er et globalt fenomen, og ikke bare gjelder for USA.

Avkastning – hittil i år

Juli ble en meget god måned for norske aksjer. Internasjonale aksjer hadde også en god avkastning i lokal valuta, men kraftig styrking av norske kroner påvirket avkastningen negativt målt i norske kroner.

Utvalgte markeder

Pr. 8. august 2017

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	742,51	8,57 %
Dow Jones	22085,34	11,75 %
S&P 500	2474,92	10,55 %
DAX	12292,05	7,06 %
FTSE 100	7542,73	5,60 %
Nikkei 225	19996,01	4,61 %
Hang Seng	27854,91	26,61 %
WTI Olje	49,17	-8,47 %
Brent Olje	52,14	-8,24 %
Gull	1260,95	9,43 %
Kobber	6451,50	16,81 %
USDNOK	7,96	-7,96 %
EURNOK	9,35	2,90 %
GBPNOK	10,34	-3,00 %
SEKNOK	97,34	2,60 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Hittil i år per 8. august har indeksen MSCI Developed World steget 4,6 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget 16,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg 7,5 % i samme periode. Lange renter har falt noe slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en positiv avkastning på 1,5 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %.

Råvarepriser har hatt en blandet utvikling. Oljeprisen har styrket seg de siste måneder, men har hittil i år falt med 8,2 %. Kobber har steget 16,8 %. Prisen på aluminium har steget 18,4 %, mens gull har steget med 9,4 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. USD har svekket seg i år mot de fleste store valutaer. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år med unntak av EUR og SEK. Hittil i år har EUR og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 2,9 % og 2,6 %. USD og GBP har i samme periode svekket seg mot NOK med henholdsvis 8,0 % og 3,0 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er trolig at den bedrede økonomiske utviklingen vil føre til en gradvis tilstramming av pengepolitikken i USA og Europa gjennom høsten. I USA vil det sannsynligvis skje ved en begynnende nedbygging av sentralbankbalansen. Markedet forventer ny renteøkning i USA i første kvartal neste år. I Europa vil sentralbanken i første omgang forberede markedet på at endringer vil komme dersom den positive økonomiske utviklingen fortsetter. De strukturelle forholdene som er beskrevet tidligere i brevet vil likevel bidra til at rentene svært sannsynlig vil fortsette å være lave i et historisk perspektiv.

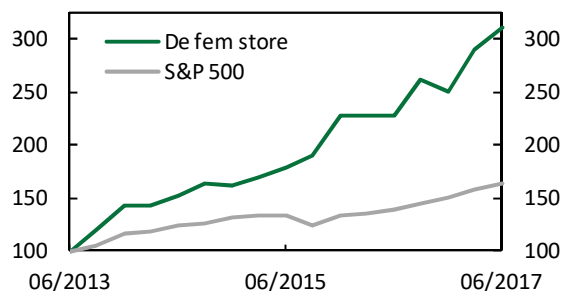
Verdens fem mest verdifulle selskaper, målt i børsverdi, er nå Apple, Alphabet (Google), Microsoft, Amazon og Facebook. Alle er teknologiselskaper. Figuren til høyre viser at i de siste fire år har det gitt tre ganger så god avkastning å være investert i en

likevektet portefølje av disse selskapene sammenlignet med å være investert i den amerikanske aksjeindeksen S&P 500.

Alle disse selskapene opererer i oligopol-lignende markeder ofte kjennetegnet av begrensede investeringsbehov i tradisjonelle kapitalvarer. Spesielt Alphabet (Google), Amazon og Facebook har historisk løpende vært verdsatt høyere enn markedet på verdimål som pris på inntjening (P/E) og pris på bokført verdi (P/B), men har på grunn av sine sterke markedsposisjoner skapt en sterk vekst i omsetning og inntjening og dermed skapt den ekstraordinært gode avkastningen. Disse selskapene er fortsatt priset høyere enn markedet, men kanskje ikke høyere enn de fortjener når selskapenes kvalitet tas i betraktning.

Den positive utviklingen i aksjemarkedene i lokal valuta i juli og så langt i august har bidratt til positive trender på både kort, mellomlang og lengre sikt basert på glidende snitt.

Avkastning teknologilokomotivene



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Konklusjon

Vi opprettholder vår nøytralvekt i norske og internasjonale aksjer. Verdsettelsen er relativt høy, men vi velger likevel å være risikonøytrale i forhold til langsiktig strategi. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer. Renteporteføljene har en moderat kreditt-eksponering og er undervektet rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivaklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.