

Månedsbrev 6. februar 2015

En refleksjon

□ have no doubts we can conclude discussions □ in a short space of time. □

Yanis Varoufakis, gresk finansminister, om forhandlingene med EU/ESB/IMF, sitert i Financial Times, 5. februar 2015

Makro

Det internasjonale pengefondet (IMF) oppdaterte sine vekstanslag for verdensøkonomien i januar. Førrige gang det ble gjort var i oktober 2014. Vekstanslagene for både 2015 og 2016 ble nedjustert med 0,3 prosentpoeng, men viser fortsatt relativt solide 3,5 % for 2015 og 3,7 % for 2016. Siste estimat for 2014 viser 3,3 % vekst.

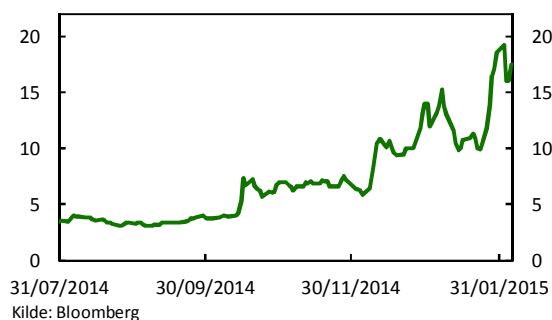
På samme tid fortsetter inflasjonsforventningene og rentenivåene å falle i sentrale land i OECD. Dette bidrar til at sentralbankene kan videreføre en ekspansiv pengepolitikk uten frykt for inflasjon. Rentenivåene er historisk lave i mange land. Renter for statsobligasjoner med femårs løpetid er nå negative i flere land, blant annet i Danmark, Sverige, Østerrike, Nederland og Tyskland. I Sveits har selv statsobligasjoner med tiårs løpetid negative renter. Sist onsdag ble Finland første land i eurosonen som utstedte femårs obligasjoner med negativ rente. Investorene betaler nå med andre ord for å få lov til å låne penger til Finland. I Norge er femårs statsrenter på 0,69 % og tiårs statsrenter på 1,21 % når dette skrives.

Den økonomiske utviklingen i Europa fortsetter å vise positive tegn. Kredittetterspørselen utvikler seg noe bedre, og en svakere euro og lavere oljepriser bidrar også positivt. EU oppjusterte i februar anslagene for eurosonens vekst. Europeiske aksjer har også hatt en god start på året.

Valget i Hellas og den nye regjeringens ønske om reforhandling av avtaleverket med IMF, den europeiske sentralbanken (ESB) og EU har skapt ny usikkerhet. Vi ser dette tydelig i utviklingen til rentenivået i Hellas. **Figur 1** viser at rentenivået på treårs statsobligasjoner i Hellas har om lag tredoblet seg siden desember, i en periode hvor rentene i øvrige euroland har falt.

Det er viktig for både Hellas og EU at forhandlingene kan løses på en konstruktiv måte, hvor ingen av partene taper for mye ansikt. Hellas har valget mellom pest og kolera. For EU og ESB er det viktig at den nå mer positive utviklingen i eurosonen ikke forstyrres unødige og at låntakere respekterer inngåtte avtaler og viser fortsatt vilje til reformer. Vi får håpe at samtalene ikke bare kan konkluderes raskt, som den greske finansminister Yanis Varoufakis uttaler, men også at forhandlingene konkluderes med et positivt utfall.

FIGUR 1
Treårs statsrenter i Hellas



Det kan se ut som om EU og ESB ønsker å gå hardt ut i forhandlingene, siden ESB uttalte på onsdag at de ikke lenger vil akseptere greske statsobligasjoner som sikkerhet for sine lånefasiliteter. Dette reduserer greske bankers adgang til billig finansiering i ESB og kan få store følger for tilliten til greske banker.

Det har i det siste kommet noe svakere signaler fra kinesisk økonomi. I januar falt PMI-indeksen for industrien for første gang på to år under 50, som indikerer lavere aktivitet hos selskapene. Den kinesiske sentralbanken svarte med å sette ned reservekravet for bankene, slik at bankene kan øke utlånene.

Avkastning □ hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år. Hittil i år har indeksen MSCI World steget med 2,1 % og indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 3,7 %, begge målt i NOK per 5. februar. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 5,5 %. Lange renter har falt siste måned, slik at statsobligasjonsindeksen med femårs løpetid, ST5X, har gitt en avkast-

Utvalgte markeder

Pr. 5. februar 2015

Kurs Hittil i år

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	612,31	6,30 %
Dow Jones	17884,88	0,35 %
S&P 500	2062,52	0,18 %
DAX	10905,41	11,22 %
FTSE 100	6865,93	4,57 %
Nikkei 225	17504,62	0,31 %
Hang Seng	24765,49	4,92 %
WTI Olje	50,48	-5,24 %
Brent Olje	56,57	-1,33 %
Gull	1264,81	6,75 %
Kobber	5743,50	-9,81 %
USDNOK	7,52	0,90 %
EURNOK	8,63	-4,31 %
GBPNOK	11,52	-0,81 %
SEKNOK	91,09	-4,56 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

ning på 1,4 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 % i samme periode.

Oljeprisen falt 1,3 % hittil i år, men har steget 21,4 % fra bunnen den 13. januar. Kobberprisen har falt 9,8 %, mens prisen på gull og aluminium har steget henholdsvis 6,8 % og 2,5 %. Alle råvarepriser er målt i USD per 5. februar.

NOK har fortsatt å svekke seg mot USD, men har steget i verdi mot EUR. Hittil i år har NOK svekket seg 0,9 % mot USD og styrket seg 4,3 % mot EUR.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den europeiske sentralbanken mer enn innfridde forventningen da programmet for kvantitative lettelser ble lansert den 22. januar. ESB vil kjøpe private og statlige verdipapirer for 60 milliarder euro i måneden. Programmet vil løpe til september 2016 og tilføre mer enn 1.000 milliarder euro i ny sentralbanklikviditet til markedet, såfremt ikke inflasjonen tar seg opp mot inflasjonsmålet innen det tidspunktet.

I tillegg ble det annonsert at lånerenten som bankene tilbys fra ESB for å ta del i TLTRO programmet (Targeted Long Term Refinancing Operation) senkes med 10 basispunkter.

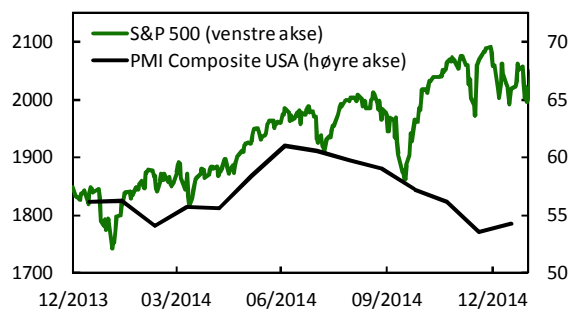
Det er fortsatt ventet at den amerikanske sentralbanken vil begynne å sette opp rentene i annet halvår i år. Det antas likevel at det vil bli få og små hevelser. Den japanske sentralbanken fortsetter med sin ekspansive pengepolitikk.

Vi har lenge ventet på at trenden i verdiutvikling mellom amerikanske og europeiske aksjer skal snu. **Figur 2** viser at amerikanske aksjer har hatt en svakere utvikling siden desember og at volatiliteten øker.

Resultatmarginene i USA er historisk høye. En sterk valuta og stigende lønnspress begynner å legge press på marginene.

Norske aksjer har holdt seg overraskende godt på tross av den svake oljeprisen. En vesentlig forklaring er fallet i kronekursen som har gitt en billigere børs for utlendinger. Oslo Børs er heller ikke dyr på tradisjonelle verdimal som P/B. Det gir potensiale for verdistigning dersom oljeprisen kommer raskere tilbake enn det markedet tror i dag.

FIGUR 2
Utvikling i amerikanske aksjer og PMI



Kilde: Bloomberg

Den siste måneden har både europeiske og norske aksjer hatt en positiv trendutvikling. Både den brede europeiske aksjeindeksen BE500 og Oslo Børs handler nå over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. I USA er utviklingen noe svakere, hvor S&P 500 ligger om lag på 50 dagers glidende snitt.

Konklusjon

Løpende avkastning i høyrenteobligasjoner har fortsatt å stige og har nå kommet opp på et nivå hvor risikostjert avkastning begynner å bli mer attraktiv igjen på mange papirer. Samtidig har løpende avkastning på obligasjoner med høy kredittverdighet fortsatt å falle. Vi velger derfor å øke vår eksponering mot høyrenteobligasjoner denne måneden. Oljeprisen har steget fra bunnen, og det har også påvirket NOK-kursen positivt. Høyst sannsynlig vil oljeprisen være volatil fremover, da det fortsatt er overskuddstilbud i markedet. Vi er samlet sett om lag nøytralvektet i aksjer, men opprettholder en undervekt i norske aksjer og en overvekt i internasjonale aksjer. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer.

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 følger 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.