

## Månedsbrev 7. oktober 2015

## En refleksjon

«If the IMF adds the yuan to the SDR, China is much more likely to continue to be a responsible global citizen and liberalise its exchange rate. If entry is denied, a sharper one-off devaluation is much more likely.»

Diana Choyleva, Lombard Street Research, den 30. september 2015

## Makro

Verdensøkonomien utvikler seg svakere enn ønsket. IMF publiserte 6. oktober ytterligere reduserte forventninger til økonomisk vekst. I en analyse publisert den 30. september, beskriver Lombard Street Research viktige veivalg fremover for å sikre fortsatt positiv global vekst og stabile finansmarkeder.

Under ledelse av president Xi Jinping har Kina lansert et modig og nødvendig program for økonomiske og finansielle reformer. Den globale økonomien vil styrkes hvis Kina lykkes i en nødvendig omstilling. To sentrale elementer kan bidra til at Kina lykkes, ifølge Lombard Street Research:

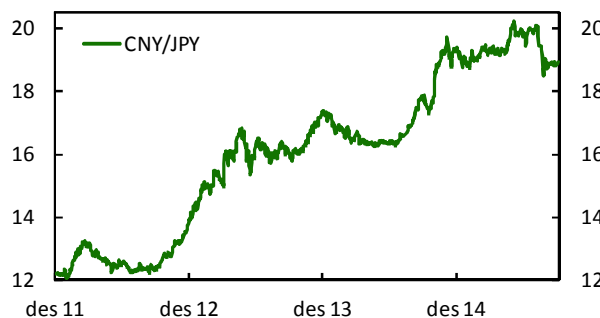
Et element er at den kinesiske valutaen innlemmes i IMF's kurv av sentrale reservevalutaer som setter verdien for fondets reserveaktiva, kalt Special Drawing Rights (SDR), i tillegg til USD, EUR, GBP og JPY. Det vil kunne møte resten av verdens behov for en mer markedstilpasset verdi av den kinesiske valutaen, men vil være betinget av en friere tilgjengelighet. Kinesiske interesser kan ivaretas gjennom større fokus på deres valuta og en noe mer kontrollert justeringsprosess til markedsverdi.

Et annet element er at Japan ikke ytterligere destabiliserer verdens valutamarkeder ved å devaluere sin valuta ved hjelp av nye programmer av kvantitative lettelser. Japan har i følge Lombard Street Research startet en valutakrig ingen kan vinne. Japans sentralbank besluttet dog ingen ytterligere programmer i sitt møte 7. oktober, noe som er positivt.

Kina har så langt ikke deltatt i den runden av konkurrerende devalueringer som Japan startet da Abenomics-programmene ble lansert. Kina har i dag i følge Lombard Street

Research en sterkt overvurdert valuta, som hemmer en positiv økonomisk utvikling. Vi ser av figuren nedenfor at kinesiske yuan (CNY) har styrket seg med 55 % mot japanske yen (JPY) fra 2012 og frem til nå.

## Kinesisk valuta kraftig styrket



Kilde: Bloomberg

En mer kontrollert depresiering av den kinesiske valutaen gjennom IMF vil gi fortsatt lav prisvekst på ferdigproduserte varer fra Asia. Konsumentene i USA og Europa vil kunne nyte godt av dette og bli drivkreftene for en videre oppgang i global vekst. I tillegg har konsumentene glede av lave energikostnader, som øker disponibel inntekt. I første omgang har lavere energikostnader ført til økt sparing, men trolig vil økt disponibel inntekt over tid også øke forbruket.

Dersom Kina fortsatt holdes utenfor IMF's gode selskap og Japan fortsetter sin devalueringspolitik, vil dette kunne bidra til en ny global resesjon og fallende aktivpriser.

Det blir derfor viktig å følge med på IMF's strategi knyttet til å innlemme den kinesiske valutaen i underliggende kurv for SDR, den japanske sentralbankens videre pengepolitiske beslutninger, samt veksten i konsumet i de vestlige land.

## Avkastning Æ hittil i år

Den økte usikkerheten i finansmarkedene fortsatte i september. Både pengemarkedet og obligasjonsmarkedet opplevde økte risikopåslag i form økte kredittmarginer. Dette medførte negativ månedsavkastning selv for rentepapirer med høy kredittverdighet. Aksjemarkedene var også svake i september.

Hittil i år per 6. oktober har indeksen MSCI World steget med 8,3 %, mens indeksen

## Utvalgte markeder

Pr. 6. oktober 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	613,01	6,42 %
Dow Jones	16790,19	-5,80 %
S&P 500	1979,92	-3,84 %
DAX	9902,83	0,99 %
FTSE 100	6326,16	-3,65 %
Nikkei 225	18186,10	4,21 %
Hang Seng	21831,62	-7,51 %
WTI Olje	48,53	-8,90 %
Brent Olje	51,92	-9,44 %
Gull	1147,24	-3,18 %
Kobber	5192,50	-18,46 %
USDNOK	8,28	11,09 %
EURNOK	9,33	3,45 %
GBPNOK	12,59	8,44 %
SEKNOK	100,50	5,30 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

MSCI Emerging Markets har falt med 1,7 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 5,4 %. Lange renter har falt hittil i år, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,0 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,7 %.

Råvarepriser har falt betydelig hittil i år. Oljeprisen har falt 9,4 %, kobberprisen har falt 18,5 %, aluminiumsprisen har falt 15,6 % og prisen på gull har falt 3,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF styrket seg markant mot NOK, med henholdsvis 11,1 % og 14,2 %. EUR og SEK har også styrket seg noe mot NOK, henholdsvis 3,5 % og 5,3 %.

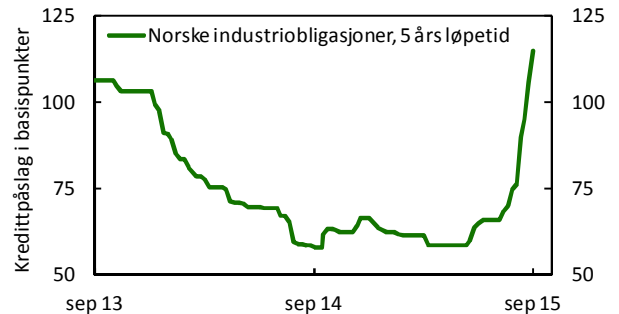
#### Likviditet, Verdi og Sentiment

Den amerikanske sentralbanken (Fed) valgte den 17. september ikke å sette opp styringsrenten. Konsensus går nå i retning av at mulig renteheving i USA skyves ut i 2016. Den europeiske sentralbanken (ESB), kommuniserer at de er klare til å lansere ytterligere pengepolitiske stimulanser om det skulle vise seg nødvendig. Sentralbankenes nullrentepolitikk og kvantitative lettelse ser dermed ut til å videreføres på ubestemt tid. Det er etter hvert flere og flere kritiske røster til om disse virkemidlene er hensiktsmessige. Bill Gross hevder i sitt siste månedsbrev at denne sentralbankpolitikken ødelegger sparefunksjonen i det kapitalistiske systemet og vil redusere økonomisk vekst. Livsforsikringselskaper og pensjonskasser vil etter hvert ikke kunne møte sine forpliktelser og individuelle pensjonssparere får ikke avkastning på oppsparte midler.

I august og september har vi fått en betydelig økning i kredittpåslagene på sertifikater og obligasjoner. Figuren til høyre viser utviklingen på obligasjoner med høy kredittverdighet.

Utviklingen har medført kurstap på kort sikt, men gir høyere løpende avkastning fremover.

#### Økt kredittpåslag



Kilde: DNB Markets

Inntjeningsutviklingen på børsene i USA og Europa går nå i hver sin retning. I den amerikanske indeksen S&P500 var inntjeningen per aksje i både første og andre kvartal i år lavere enn i tilsvarende kvartaler i fjor. Den europeiske aksjeindeksen BE500 viser motsatt utvikling. Denne utviklingen vil kunne sette det amerikanske aksjemarkedet under press, mens det europeiske aksjemarkedet vil kunne stå relativt sterkere som følge av en stigende inntjening.

De sentrale aksjeindeksene i USA og Europa handler fortsatt under 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Dette signaliserer at markedene er teknisk svake. Det er imidlertid for tidlig å fastslå om en langsiktig nedadgående trend er etablert.

#### Konklusjon

Vi gjør ingen porteføljeendringer i oktober. Vi er nå svakt undervektet i aksjer samlet sett. Undervekten er i norske aksjer og skyldes at vi opplever at råvarepriser og inntjeningen fortsatt er under press. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi fortsatt overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. Vi vil ønske sterkere signaler om at den globale økonomien utvikler seg i riktig retning før vi øker risikoen i porteføljen ytterligere.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Ormland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no