

## Månedsbrev 9. september 2015

## En refleksjon

+China is the epicenter of the turmoil and will eventually be forced to abandon supporting the USD/CNY rate and let its currency decline.+

Felix W. Zulauf, Co-CIO Vicenda Asset Management, den 2. september 2015

## Makro

OECD sine ledende indikatorer for økonomisk vekst, publisert 8. september, tilsier at Kina mister vekstmomentum, veksten i USA dempes noe, mens veksten i eurosonen forblir stabil.

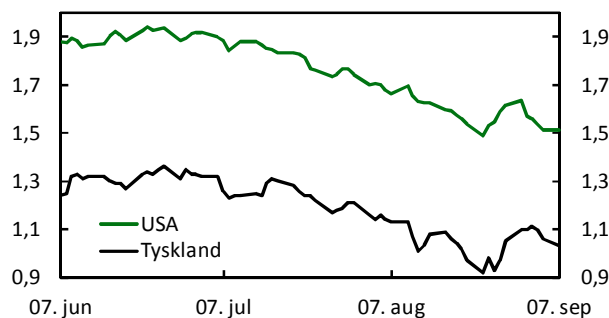
Svakere vekst sprer seg nå i hovedsak fra utviklingslandene med Kina i sentrum. I følge Felix Zulaufs siste månedsbrev opplever nå nærmest alle land i Asia fallende handelsvolumer og sterkt økende oppbygging av varer på lager. I Kina, Korea og Taiwan registreres nå den sterkeste økning av varer på lager siden den økonomiske nedturen som fulgte etter finanskrisen i 2008. Høye varelagre reflekterer ofte svak etterspørsel og kommende produksjonskutt.

Dominic Rossi, Global CIO i Fidelity, mener det vi nå opplever er en krise i Emerging Markets som vil skape en ny deflatorisk bølge i verdensøkonomien. Fallende valutakurser i Kina og andre asiatiske land senker prisene på ferdigproduserte importvarer i vestlige land. Sammen med fallende råvarepriser skaper dette et deflatorisk press. Figuren til høyre viser at globale inflasjonsforventninger nå er tilbake i en fallende langsiktig trend.

Rossi frykter at den globale økonomien opererer i en tilstand med overskuddstilbud som presser prisene og at tilbudet må reduseres før prisstabilitet oppnås. Dette kan redusere veksten i globalt BNP ytterligere. Han hevder at situasjonen med lav nominell vekst og lave renter som hittil har preget de utviklede land, fremover også vil prege utviklingslandene. En ytterligere svekkelse av den kinesiske valutaen (CNY) vil høyst sannsynlig medføre nye devalueringer fra andre asiatiske land som vil forsterke prisetilfallet i vestlige land. Hans klare råd til den amerikanske sentralbanken er å utsette en eventuell renteøkning, da en sterkere USD og

strammere amerikansk pengepolitikk bare vil intensivere de deflatoriske kreftene og øke problemene i utviklingslandene.

## Inflasjonsforventninger 10 års horisont



Kilde: Bloomberg

Utviklingen i den kinesiske valutakursen mot USD blir en nøkkelfaktor å følge videre. En rask devaluering vil skape negative deflatoriske bølger og ustabilitet i verdensøkonomien. Et forsvar av valutakursen ved salg av valutareserver vil på den annen side skape kredittkontraksjon i Kina og forverre de interne økonomiske utfordringene.

I Europa og USA fortsetter en positiv økonomisk utvikling. I USA er nå arbeidsledigheten den laveste på åtte år. I Europa vokser den samlede låneetterspørselen, og økonomiske data fortsetter generelt å overraske positivt.

I Norge fortsetter bedriftene å rapportere redusert aktivitet, og OECD sin ledende indikator tilsier svekket vekst. Det er nå viktig med gode, strukturelle tiltak for å fremme vekst og utvikling for små og mellomstore bedrifter hvor de fleste nye arbeidsplassene skapes. I den sammenheng er gode rammevilkår for norske eiere viktig.

## Avkastning Æ hittil i år

August ble en svært turbulent måned hvor både aksjekurser og høyrentepapirer opplevde en negativ kurskorreksjon. Volatiliteten i markedene har steget vesentlig, noe som signaliserer en økt usikkerhet. Den høye volatiliteten har fortsatt inn i september.

Hittil i år per 8. september har indeksen MSCI World steget med 6,7 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har falt med 6,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved

## Utvalgte markeder

Pr. 8. september 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	590,26	2,47 %
Dow Jones	16492,68	-7,46 %
S&P 500	1969,41	-4,35 %
DAX	10271,36	4,75 %
FTSE 100	6146,10	-6,40 %
Nikkei 225	17427,08	-0,14 %
Hang Seng	21259,04	-9,94 %
WTI Olje	45,94	-13,76 %
Brent Olje	49,52	-13,62 %
Gull	1121,55	-5,34 %
Kobber	5365,00	-15,75 %
USDNOK	8,24	10,54 %
EURNOK	9,23	2,31 %
GBPNOK	12,67	9,13 %
SEKNOK	97,92	2,59 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 1,8 %. Lange renter har falt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 1,4 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,7 %.

Råvarepriser har falt betydelig hittil i år. Oljeprisen har falt 13,6 %, kobberprisen har falt 15,8 %, aluminiumsprisen har falt 11,9 % og prisen på gull har falt 5,3 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF har styrket seg med henholdsvis 10,5 % og 12,2 % mot NOK. EUR og SEK har styrket seg mot NOK med henholdsvis 2,3 % og 2,6 %.

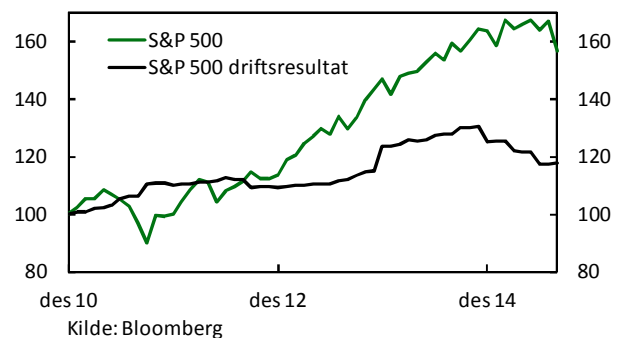
### Likviditet, Verdi og Sentiment

Den amerikanske sentralbanken (Fed) skal den 17. september ta stilling om styringsrenten skal heves for første gang på ni år. Arbeidsledigheten og interne amerikanske forhold kan peke i retningen av en heving, mens den økte volatiliteten i de globale finansmarkene de siste uker kan tale i mot dersom Fed ser volatiliteten som en trussel mot amerikansk finansiell stabilitet. Flertallet av markedsaktører tror nå ikke på renteheving den 17. september. Mario Draghi, leder av den europeiske sentralbanken (ESB), kunngjorde sist uke at ESB var rede til å lansere ytterligere pengepolitiske stimulanser om det skulle vise seg nødvendig. Kina og mange oljeproduerende land selger nå valutareserver for å forsvare sine valutakurser og finansiere underskudd på statsbudsjettene. Dette bidrar sammen med en sterk USD til kredittkontraksjon i disse landene. Valutareservene er ofte plassert i lange amerikanske statspapirer. Salgspresset bidrar til å motvirke ytterligere fall i de lange amerikanske statsrentene.

Spesielt det amerikanske aksjemarkedet er høyt priset i forhold til historisk normal prising. Den såkalt Shillers P/E er, selv etter de siste

ukenes korreksjon, fortsatt 24 for S&P 500, mot historisk gjennomsnitt på 16. Det kan være grunn til å anta at den svakere trenden vi nå ser i aksjemarkedene ikke bare skyldes urolighetene i Kina, men også det faktum at inntjeningsutviklingen i selskapene viser svakhetstegn. Europa har en bedre utvikling enn USA. Figuren nedenfor viser utviklingen i verdsettelse på amerikanske aksjer i forhold til utviklingen i inntjening.

### Inntjening svekker markedsutvikling



De sentrale aksjeindeksene i USA, Europa og Norge har nå alle falt under 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. Dette signaliserer at markedene er teknisk svake og at det vil ta tid før det kan fastslås om den oppadgående trenden vil etableres på nytt. Det er imidlertid også for tidlig å fastslå om en langsiktig nedadgående trend er etablert.

### Konklusjon

Vi valgte i august å redusere risikoen i porteføljen ved å redusere både aksjeeksponeringen og høyrenteeksponeringen. Vi er nå svakt undervektet i aksjer samlet sett, men om lag nøytralvektet i internasjonale aksjer. Undervekten i norske aksjer skyldes at vi opplever at råvarepriser og inntjeningen generelt er under press. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi fortsatt noe overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding, selv om vi har redusert høyrenteeksponeringen.

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.