

Månedsbrev 8. mars 2016

En refleksjon

«For 240 years it's been a terrible mistake to bet against America, and now is no time to start. America's golden goose of commerce and innovation will continue to lay more and larger eggs. And, yes, America's kids will far better than their parents did.»

Warren Buffett, Berkshire Hathaway sin årsrapport, den 27. februar 2016

Makro

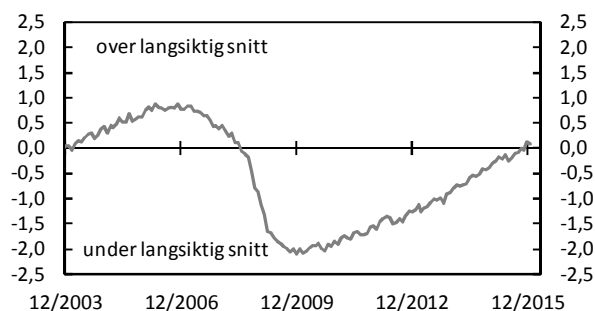
Markedene har vært preget av stor usikkerhet i 2016. Noen negative faktorer som har bidratt: Den kinesiske økonomien fortsetter å levere tall som viser en svakere vekst. Markedsaktører frykter for nye deflatoriske impulser fra en mulig kinesisk devaluering. Verdenshandelen og global industriell produksjon utvikler seg svakt. Råvareprisene er fortsatt lave. Gjeldsveksten i bedriftene øker, kredittmarginene har økt, og inntjeningen har falt i de fleste store aksjemarkeder målt mot samme kvartalet året før. Disse forholdene har bidratt til en dårlig stemning i markedene med økende resesjonsfrykt og fallende kurser på aksjer og kredittobligasjoner.

Den positive utviklingen i det amerikanske arbeidsmarkedet har likevel sammen med en styrket vekst i Europa vært de viktigste drivere for å underbygge et mer optimistisk syn på utviklingen. Vi ser av figuren til høyre at utviklingen i det amerikanske arbeidsmarkedet fortsatt er positiv. Analysen som utarbeides av den amerikanske sentralbankens avdeling i Kansas viser at det amerikanske arbeidsmarkedet nå også er sterkere enn historisk gjennomsnitt. Det er fortsatt en svak reallønnsvekst i USA, men arbeidsledigheten har falt til et nivå som Federal Reserve (Fed) definerer som langsiktig normalnivå.

De relativt gode arbeidsmarkedstallene fra USA har sammen med bedre inflasjonstall fra USA og en stigende oljepris vært viktige bidrag til sterkere finansielle markeder fra medio februar. Resesjonsfrykten har avtatt, og andre viktige råvarer som kobber og aluminium har også steget noe i pris. Vi fester vår lit til en fortsatt positiv økonomisk utvikling i USA.

Vi ser også at flere andre stressfaktorer i markedene har avtatt de siste ukene. Kredittmarginene på høyrenteobligasjoner har begynt å falle, inflasjonsforventningene har steget, og kursene på ansvarlige lån i banksektoren har steget. Aksjemarkedene stiger og VIX indeksen har falt tilbake til et nivå godt under 20, som representerer mer normale volatilitetsforventninger.

Samlet arbeidsmarkedsindeks for USA



Kilde: Federal Reserve Economic Data

De store svingningene som vi for tiden ser i aktivapriser skyldes stor usikkerhet om den underliggende økonomiske og finansielle utviklingen. Det er fortsatt for tidlig å si om vi nå ser begynnelsen på en mer langsiktig og stabilt positiv utvikling eller om oppgangen de siste ukene sammen med fallet siden nyttår bare er en del av de økte kurssvingningene vi har sett siste halvår.

Den norske kronekursen fremstår som svak i forhold til sin egen historiske importveide kurs. Bank Credit Analyst publiserte nylig en analyse hvor de hevder at kronekursen nå er billig i forhold til sin antatte normalverdi (fair value). På den annen side har norske reallønner de siste årene steget vesentlig mer enn i land som det er naturlig å sammenligne seg med. Lønnsnivået ligger, selv etter de siste års kronekursfall, vesentlig over for eksempel Danmark og Sverige. En sterkere kronekurs vil svekke mulighetene for en omstilling i norsk økonomi i årene fremover.

Avkastning – hittil i år

Det har vært en meget svak avkastningsutvikling både i kredittpapirer og aksjer hittil i år, men utviklingen har vært positiv siden medio februar.

Utvalgte markeder

Pr. 7. mars 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	585,46	-4,06%
Dow Jones	17073,95	-2,01%
S&P 500	2001,76	-2,06%
DAX	9778,93	-8,97%
FTSE 100	6182,40	-0,96%
Nikkei 225	16911,32	-11,15%
Hang Seng	20159,72	-8,01%
WTI Olje	37,90	2,32%
Brent Olje	40,84	9,55%
Gull	1267,36	19,40%
Kobber	5007,75	6,42%
USDNOK	8,50	-3,83%
EURNOK	9,36	-2,53%
GBPNOK	12,14	-6,92%
SEKNOK	100,36	-4,19%

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Hittil i år per 7. mars har indeksen MSCI Developed World falt med 6,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt med 3,5 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, falt i samme periode med 4,5 %. Lange renter har falt marginalt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 1,2 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %.

Råvarepriser har steget hittil i år etter et fall i januar. Oljeprisen har steget 9,6 %, kobberprisen har steget 6,4 %, aluminiumsprisen har steget 6,9 % og prisen på gull har steget 19,4 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF svekket seg med henholdsvis 3,8 % og 3,2 % mot NOK. EUR og SEK har også svekket seg mot NOK med henholdsvis 2,5 % og 4,2 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Likviditeten i markedet er i seg selv meget flyktig. Når solen skinner kan den være rikelig og når regnet kommer er den plutselig borte. Det kan være vanskelig å forklare hvor pengene da blir av, men det hjelper å vite at etterspørselen etter verdipapirer kan være basert på kreditt. Proveny av verdipapirsalg går da til nedbetaling av denne kreditten fremfor kjøp av andre verdipapirer. I de siste måneder har likviditeten i markedene strammet seg til. Dette har blant annet medført høyere kredittmarginer og fallende obligasjonskursurser. I slutten av februar bedret stemningen i markedet seg markant og i følge Financial Times den 5. mars, ble det i løpet av en uke frem til den 2. mars, tegnet for USD 5 milliarder i amerikanske høyrentefond, som er det største tegningstallet noen gang observert siden målingene startet i 1992.

Som tidligere kommentert, prøver alle de store sentralbankene i verden å bidra til en positiv likviditetsutvikling ved å føre en

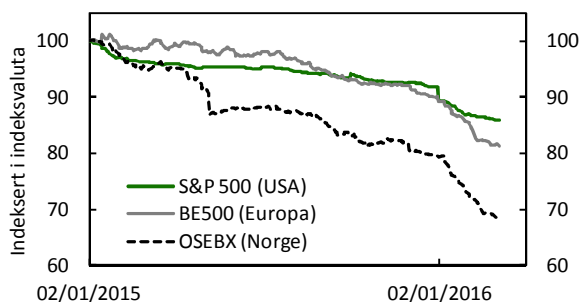
ekspansiv pengepolitikk. Unntaket er Fed som har hevet renten en gang og signalisert videre innstramning.

Bankvesenet i Europa arbeider med å tilpasse sine balanser mot strengere kapitalkrav. Dersom dette skjer ved at bankbalansene blir redusert, har dette en innstrammings effekt på likviditeten.

De fleste aksjemarkedene har nå ferdigrapportert fjerde kvartal. Tallene bekrefter en fallende inntjeningsutvikling i både USA, Europa og Norge. Det er ventet svak inntjeningsutvikling i de fleste store aksjemarkeder også i 2016. Figuren nedenfor viser de fallende forventninger til inntjeningen i 2016 målt fra 1. januar 2015 og frem til nå.

De siste ukers oppgang i aksjemarkedene har medført at børsene i USA, Europa og Norge handler over sine 50 dagers glidende snitt, men fortsatt under 200 dagers glidende snitt.

Inntjeningsforventninger for 2016



Kilde: Industrifinans/Bloomberg

Konklusjon

Vi gjør ingen endringer mellom aktivaklassene i porteføljen denne måneden. Vi opprettholder en nøytralvekt i internasjonale aksjer med et fortsatt fokus på kvalitetsselskaper, samt en viss overvekt i Europa. Norske aksjer er svakt undervektet, men dette er risikomessig kompensert med en overvekt i høyrenteobligasjoner.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no