

Månedsbrev 12. august 2015

En refleksjon

+A deterioration in leading economic indicators and falling commodity prices point towards disappointing global growth and rising deflationary pressures in the coming months.+

BCA Research, Global Investment Strategy, 31. juli 2015

Makro

OECD publiserte en oppdatering av sine ledende indikatorer 10. august. Samlet sett forventes fortsatt positiv, men svak vekst. I Kina er veksten markert avtagende, mens Europa og spesielt eurosonen viser sterkest positiv utvikling. Hellas har til slutt inngått en avtale med sine kreditorer. Den ser i høy grad ut til å være i samsvar med hva vilkårene ville vært uten Syriza-regjeringens mellomspill, som har satt utviklingen i Hellas minst et halvt år tilbake. Det er likevel positivt med liten negativ spredningseffekt til andre land.

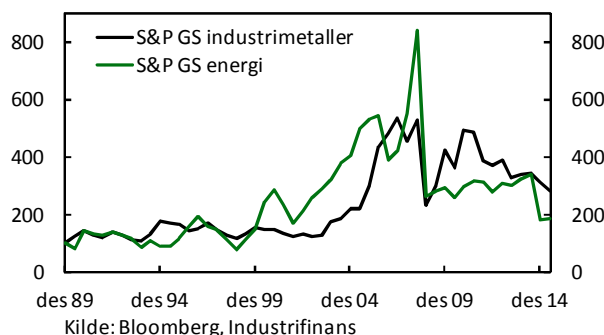
Fallende råvarepriser, fallende ledende indikatorer fra næringslivet og fallende global inflasjon kan være varsler om en svakere global vekst fremover.

Kinas økonomiske utvikling i første halvår skuffet markedene. Veksten har vært betydelig svakere enn hva markedet trodde ved inngangen til året. Både høy realrente og relativt høyt vurdert valuta medfører betydelig strammere rammevilkår enn hva landet kanskje burde hatt. Peter Berezin i BCA Research hevder at myndighetene har gjort for lite og handlet for sent, selv etter flere rentenedsettelse og en devaluering av valutaen med 1,9 % mot USD den 11. august. Devalueringen bidro til å skape økt ustabilitet i markedene med frykt for nye devalueringer fra andre land som svar på den kinesiske beslutningen.

Viktige råvarer har over et par tiår først vært gjennom en kraftig prisstigning for så å falle mye de siste år. Figuren til høyre viser prisutviklingen på energi og industrimetaller i perioden fra 1989 til 2015. I tiåret fra 1998 til 2008 steg prisene på energi rundt 700 % og prisene på industrimetaller rundt 300 %. Etter de siste års fall ligger fortsatt prisene på energi og industrimetaller om lag

respektive 100 % og 200 % over nivået i 1989. Det er et sammensatt bilde som vil bestemme den videre prisutvikling. Etter vår vurdering er prisnivået i høy grad koblet til den økonomiske utviklingen i fremvoksende land og sannsynligheten for et fortsatt fallende marked er minst like stor som det motsatte. Kina har hatt en ekstraordinær investeringsdrevet økonomisk vekst som igjen har drevet etterspørselen etter råvarer. Landet står nå alene for om lag halvparten av verdens forbruk av industrimetaller, i følge Verdensbankens siste råvarerapport fra juli. En styrt omlegging til konsumdrevet økonomisk vekst i Kina vil kunne medvirke til fortsatt fallende etterspørsel etter råvarer og lavere råvarepriser.

Prisutvikling energi og industrimetaller



Den økonomiske utviklingen i Norge er svak. Den norske PMI-indeksen, som måler aktiviteten i næringslivet, ligger på svært lave nivåer også i internasjonal målestokk. Indeksen kan være en ledende indikator på BNP-vekst og har svekket seg markert de siste månedene, da konsekvensene av oljeprisfallet har slått beredere inn i norsk økonomi. Oljeprisen (ICE Brent) har igjen falt under USD 50 per fat, men vel så bekymringsfylt er at terminprisene, som selv ved prisfallet rundt nyttår holdt seg godt over USD 70 per fat, også har falt betydelig tilbake.

Avkastning – hittil i år

I juli og hittil i august har oljeprisene og rentene falt markant. NOK har også svekket seg betydelig mot USD og EUR. Plasseringer i utenlandsk valuta har derfor gitt meget god avkastning i norske kroner.

Hittil i år per 11. august har indeksen MSCI World steget med 15,1 %, mens indeksen

Utvalgte markeder

Pr. 11. august 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	624,84	8,47 %
Dow Jones	17402,84	-2,36 %
S&P 500	2084,07	1,22 %
DAX	11293,65	15,18 %
FTSE 100	6664,54	1,50 %
Nikkei 225	20720,75	18,74 %
Hang Seng	24498,21	3,78 %
WTI Olje	43,08	-19,13 %
Brent Olje	49,18	-14,22 %
Gull	1108,95	-6,41 %
Kobber	5109,50	-19,76 %
USDNOK	8,28	11,09 %
EURNOK	9,14	1,37 %
GBPNOK	12,89	10,95 %
SEKNOK	95,60	0,16 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

MSCI Emerging Markets har steget med 3,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 7,4 %. Lange renter har falt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 1,5 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,6 %.

Råvarepriser har falt betydelig hittil i år. Oljeprisen har falt 14,2 %, kobberprisen har falt 19,8 %, aluminiumsprisen har falt 14,9 % og prisen på gull har falt 6,4 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene er fortsatt meget volatile. Hittil i år har USD, CHF, GBP og EUR styrket seg med henholdsvis 11,1 %, 11,7 %, 11,0 % og 1,4 % mot NOK, mens SEK er om lag uendret mot NOK.

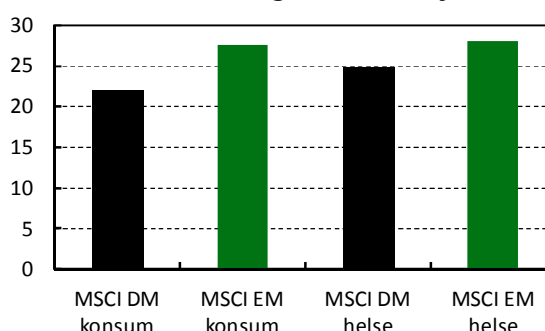
Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er grunn til å anta at den amerikanske sentralbanken vil starte å heve styringsrentene i år, kanskje allerede i september. Spekulasjonene om dette og en eventuell beslutning om å øke styringsrenten vil skape volatilitet. Vi tror at rentehevingene uansett blir få og moderate, da en sterk USD og fortsatt svak lønnsvekst vil holde inflasjonen lav og veksten i BNP mer moderat enn ønsket i USA. Sentralbanken i England valgte i forrige uke å utsette tidspunktet for en mulig rentehevelse. De øvrige store sentralbankene er fortsatt i en ekspansiv pengepolitisk fase.

Hva gjelder aksjemarkedets verdsettelse har vi tidligere kommentert at investorene de siste år har vært villige til å betale mer og mer for inntjeningen i selskapene som følge av det fallende rentenivået. Dette har bidratt til stadig høyere P/E-nivåer. Dette forholdet gjelder både i fremvoksende markeder (EM) og utviklede markeder (DM), spesielt for kvalitetsaksjer med stabil og voksende inntjening. Disse aksjene finnes ofte i sektorene konsum og helse. Figuren til høyre viser hvordan de nevnte sektorene i dag er priset basert på siste 12 måneders inntjening.

Vi ser av søylene at P/E-nivåene for sektorene konsum og helse er mellom 20 og 30, i tillegg til at disse sektorene i dag er priset høyere i fremvoksende markeder enn i utviklede markeder. Den høyere prisingen i fremvoksende markeder kan skyldes en høyere forventet inntjeningsvekst. Et annet trekk ved aksjemarkedene er at inntjeningen i råvareproduserende selskaper nå faller kraftig som følge av de lavere råvareprisene. For mange selskaper medfører dette dramatisk høyere P/E-nivåer på tross av at aksjekursene allerede har falt betydelig.

P/E-nivå helse- og konsumaksjer



De store aksjeindeksene i USA og Europa, som S&P 500 og BE500, har siden april vist en sidelengs til fallende trend målt i lokal valuta. Det samme gjelder for Oslo Børs som nå handler under toppnivået i april.

Konklusjon

Vi velger å redusere risikoen i porteføljen denne måneden ved å redusere aksjeeksponeringen samlet sett til nøytral og samtidig redusere høyrenteeksponeringen. Innenfor en samlet sett nøytral aksjeeksponering er vi fortsatt undervektet i norske aksjer og overvektet 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 overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding, selv om vi reduserer 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.