

Månedsbrev 9. desember 2014

En refleksjon

"Some effects of cheaper oil are obvious. Energy stocks are as appealing as an oil slick on a beach, underperforming global equities by 17 percentage points this year, the most since sector data started in 1995. The currencies of oil exporters are equally shunned, led down by the rouble. Venezuelas's bolivar and Nigeria's naira are struggling, while Norway's krone is down almost 15 per cent."

Financial Times, 4. desember 2014

Makro

Den positive økonomiske utviklingen i USA ser ut til å fortsette. Både ISM Manufacturing og ISM Non-Manufacturing viste meget sterke tall for november, henholdsvis 58,7 og 59,3. På tross av en sterkere USD og frykt for en svakere global økonomisk utvikling var det heller ikke fall i nivået for eksportordrer. Arbeidsmarkedstallene for USA publisert sist fredag, bekreftet den positive utviklingen med langt høyere økning i antall ansatte enn forventet. Markit sin samlede innkjøpsseksjonsindeks (PMI) er avtagende, men indikerer fremdeles ekspansjon også for eurosonen. Bloombergs konsensusestimater støtter også synet om en positiv utvikling samlet sett i den globale økonomien, med et vekstanslag på 2,9 % for 2015 og 3,1 % for 2016.

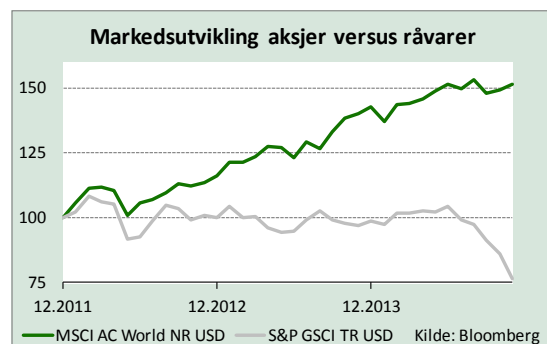
Aksje-, råvare- og rentemarkedene sender nå svært forskjellige signaler om den videre økonomiske utviklingen. Aksjemarkedene tror på en videre positiv utvikling støttet opp av forventninger om videre inntjeningsvekst. Råvare- og rentemarkedene sender derimot signaler om økonomisk avmatning og fallende inflasjonsforventninger.

Hittil i år har aksjemarkedene globalt hatt en positiv utvikling, mens råvaremarkedene har falt markant. Figuren til høyre viser dette bildet klart. Spesifikt har prisen på jernmalm, som er en sentral råvare for global vekst, i år falt med 39,7 %, og kobberprisen har falt med 12,4 %. Begge er målt i USD.

Optimistene vil hevde at råvareprisfallet skyldes at store kapasitetsutvidelser i produksjon de siste årene har økt tilbudssiden, samtidig som Kinas vekst fremover vil være mindre råvareintensiv. Pessimistene vil derimot

hevde at råvareprisene er en ledende indikator for en svakere økonomisk vekst fremover.

På samme vis er renteutviklingen vanskelig å forklare basert på nevnte makrotall. Tyske og franske 10-års statsrenter er nå under 1,0 %. Den spanske 10-års statsrente er under 2,0 %. Den japanske 10-års statsrente fortsetter å falle og er nå på 0,4 %, selv om Abenomics pågår for fullt. Den amerikanske 10-års statsrente har også falt videre i år på tross av den antatt sterke økonomiske utviklingen. Rentemarkedene i USA signaliserer de laveste 10-års inflasjonsforventninger siden 2011. I Tyskland er de enda lavere.



Dersom vi tolker makroforventninger ut fra rentemarkedet, ser det mørkt ut for aksjeinvestorene. På den annen side kan renteinvestorene få det tøft om den optimismen som aksjemarkedet reflekterer, materialiserer seg i sterkere vekst.

Avkastning – hittil i år

Svekkelsen av norske kroner har bidratt til en spesielt god avkastning på internasjonale aktiva målt i norske kroner.

Hittil i år per 8. desember hadde MSCI World indeksen steget med 24,8 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har steget med 17,6 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen steg i samme periode med 2,7 %. Lange renter har falt siste måned, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 7,5 %, mens korte statssertifikater, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 1,3 %.

Oljeprisen har nå falt 40,3 % hittil i år. Råvarer har generelt hatt en svak kursutvikling i år. Et unntak er aluminium som har opplevd en

Utvalgte markeder

Pr. 8. desember 2014

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	561,89	2,37 %
Dow Jones	17852,48	7,70 %
S&P 500	2060,31	11,47 %
DAX	10014,99	4,85 %
FTSE 100	6672,15	-1,14 %
Nikkei 225	17935,64	10,09 %
Hang Seng	24047,67	3,18 %
WTI Olje	63,05	-35,94 %
Brent Olje	66,19	-40,26 %
Gull	1203,52	-0,18 %
Kobber	6458,25	-12,44 %
USDNOK	7,16	17,90 %
EURNOK	8,82	5,64 %
GBPNOK	11,21	11,55 %
SEKNOK	94,93	0,66 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

positiv prisutvikling på 11,1 %. Begge råvarepriser er målt i USD.

NOK har fortsatt å svekke seg. Hittil i år har NOK svekket seg 17,9 % mot USD og 5,6 % mot EUR.

Likviditet, Verdi og Sentiment

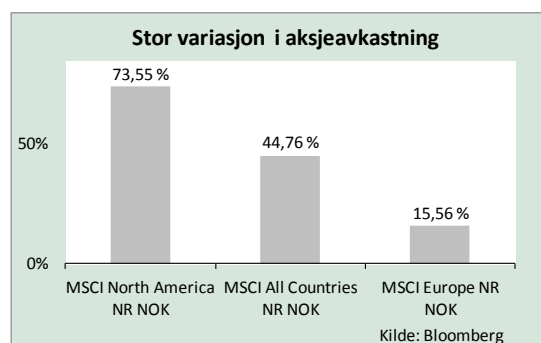
Den europeiske sentralbanken (ESB) skuffet markedet etter siste møtet den 3. desember ved ikke å annonsere ytterligere konkrete tiltak for sin balanseeksponering. Den manglende annonseringen kan ha sammenheng med at den tyske konstitusjonsdomstolen har rekvirert en uttalelse fra European Court of Justice om hvorvidt ESB sitt program for Outright Monetary Transactions (OMT) strider mot EU-retten. OMT-programmet vil kunne gi ESB anledning til å kjøpe statsobligasjoner direkte fra EU-stater under visse vilkår. Denne uttalelsen er ventet å bli publisert den 16. januar 2015. Den tyske konstitusjonsdomstolen har forbeholdt seg retten til deretter å treffe sin egen avgjørelse etter å ha behandlet uttalelsen.

Vi kommenterte i siste månedsbrev den store verdsettelsesforskjellen mellom amerikanske og europeiske aksjer, hvor amerikanske aksjer var 42 % dyrere beregnet etter Shillers P/E. Avkastningsforskjellene har også vært dramatiske, som figuren til høyre viser.

Siden mai 2007 har amerikanske aksjer steget 73,6 %, globale aksjer har steget 44,8 %, mens europeiske aksjer har steget 15,6 %, alt målt i NOK ved MSCI-indeks. En forklaring til denne forskjellen er de store tilbakekjøp av egne aksjer som er utført av mange av de store amerikanske selskapene. Selskapene har brukt de lave rentene til å finansiere seg rimelig og deretter brukt låneprovenyet til å kjøpe egne aksjer. S&P 500 Buyback Index viser at i samme periode har de 100 selskapene i S&P 500 med mest aktivt tilbakekjøp

av egne aksjer hatt en kursstigning på 116,6 %, mens S&P 500 i samme periode har steget med 56,9 %, målt i NOK.

I det norske markedet har oljerelaterte aksjer falt markant, og kredittpåslag innen oljeservicerelaterte aksjer har økt betraktelig. I mange selskaper er det nå igjen mulig å få bedre betalt for risiko. Vi vurderer derfor å øke eksponeringen mot høyrentemarkedet igjen.



I forholdet til markedstrendene er den videre utvikling i aksjemarkedet fortsatt usikker. Oslo Børs, målt ved OSEFX, har den siste tiden på ny brutt både 50, 100 og 200 dagers glidende snitt på nedsiden.

Konklusjon

Løpende avkastning i høyrenteobligasjoner har fortsatt å stige. Risikojustert avkastning begynner igjen å bli attraktiv på mange papirer. Selv om ESB skuffet, er det internasjonale likviditetsbildet i sum positivt. Oljeprisen og NOK-kursen har nå falt svært mye på kort tid, og en korreksjon er naturlig, men sannsynligvis vil kun deler av fallet bli hentet inn igjen. Vi er samlet sett 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