

Månedsbrev 9. desember 2015

En refleksjon

«This day is a sunrise of new hope, not just for clean energy, but for villages and homes still in darkness.»

Narendra Modi, Indias statsminister, i sin tale på klimakonferansen i Paris den 7. desember 2015

Makro

India og Frankrike har på klimakonferansen i Paris tatt initiativ til å etablere The International Solar Alliance, som har mål om å tilrettelegge for investeringer på USD 1.000 milliarder i solenergi frem mot 2030. Investeringene skal primært rettes mot teknologutvikling og finansiering av solenergi i fattige tropiske land med mye sol.

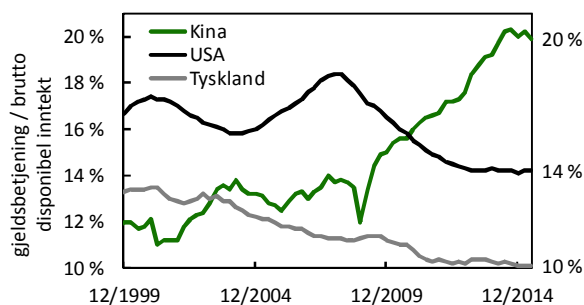
Dette er et av mange positive eksempler på at utviklingen av og støtten til fornybar energi skyter fart. Teknologutviklingen bidrar samtidig til å øke effektiviteten og konkurransedyktigheten til solenergi. India, en av verdens største kullbrukere, forhandler nå i Paris om å vri sin energit utvikling over mot fornybar om det kan gjøres på en økonomisk forsvarlig måte for India. I dagens Kina er forurensningen i mange store byer så prekær at det er direkte helsefarlig for innbyggerne å bo der. Det er grunn til å anta at det vil skje store strukturelle endringer i årene som kommer. Disse endringene vil gi medvind til fornybar energi og motvind for hydrokarbonbasert energi og da spesielt kull og olje.

Kina gjennomlever en betydelig omstillingsprosess som preger både den innenlandske økonomien, verdensøkonomien og råvaremarkedene. Omstillingen gjøres mer krevende av en høy gjeldsbyrde i kinesisk næringsliv. Kina bidro svært sterkt til å få verden ut av finanskrisen i 2008 ved å føre en særdeles ekspansiv kredittpolitikk. Figuren til høyre viser at renter og avdrag nå spiser en vesentlig høyere andel av næringslivet sin disponible inntekt i Kina enn i Tyskland og USA. Kreditt ekspansjonen bidro i tillegg til overkapasitet i mange bransjer som i dag har svekket lønnsomheten og er en tung ryggsekk å bære.

Siste 12 måneder falt Kinas eksport med 6,8 % og importen med 8,7 %, begge målt i

i USD. Som vi har kommentert før, er den kinesiske valutaen sannsynligvis overvurdert mot USD. Samtidig bør Kina senke rentene for å underlette gjeldsbetjeningen, som figuren under viser at det er behov for. Kinas realrenter er i følge Verdensbanken blant de høyeste i verden.

Kinas næringsliv tynges av gjeld



Kilde: Bank for International Settlements (BIS)

Avmatningen i Kina kommer på et dårlig tidspunkt for verdens råvareprodusenter, hvor kapasiteten er blitt utvidet vesentlig innen de fleste råvarer de siste år. Konsekvensen er blitt et nesten samstemt råvarefall. Bloombergs råvareindeks, som dekker 22 råvarer, falt i går til det laveste nivå siden 2002. Bare i år er fallet 24 % og siden juni 2008 er fallet 66 %, målt i USD.

I Norge bekrefter både SSBs industriproduksjonsindeks og Norges Banks regionale nettverk den svake utviklingen i norsk økonomi som særlig treffer oljeutvinningstjenester og underleverandører. SSB publiserte også nylig ytterligere nedjusteringer av sine anslag for oljerelaterte investeringer i 2016.

Avkastning Æ hittil i år

November ble en relativt god måned både for kredittpapirer og aksjer.

Hittil i år per 8. desember har indeksen MSCI World steget med 17,4 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 0,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 6,2 %. Lange renter har vært relativt stabile, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,1 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,8 %.

Utvalgte markeder

Pr. 8. desember 2015

Kurs Hittil i år

OSEBX	607,17	5,40 %
Dow Jones	17568,00	-1,43 %
S&P 500	2063,59	0,23 %
DAX	10673,60	8,85 %
FTSE 100	6135,22	-6,56 %
Nikkei 225	19492,60	11,70 %
Hang Seng	21905,13	-7,20 %
WTI Olje	37,51	-29,59 %
Brent Olje	40,26	-29,77 %
Gull	1074,96	-9,28 %
Kobber	4591,75	-27,89 %
USDNOK	8,79	17,93 %
EURNOK	9,56	6,02 %
GBPNOK	13,18	13,44 %
SEKNOK	103,30	8,22 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarepriser har falt svært mye hittil i år. Oljeprisen har falt 29,8 %, kobberprisen har falt 27,9 %, aluminiumsprisen har falt 19,5 % og prisen på gull har falt 9,3 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF styrket seg med henholdsvis 17,9 % og 18,0 % mot NOK. EUR og SEK har styrket seg mot NOK med henholdsvis 6,0 % og 8,2 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

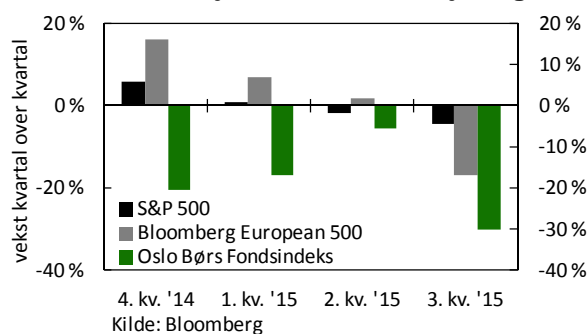
Den amerikanske sentralbanken setter høyst sannsynlig opp renten den 16. desember. Det vil innlede en pengepolitisk divergens i forhold til de fire andre store sentralbankene. Kina har på sin side begynt å sette ned rentene, og Europa, Storbritannia og Japan vil fortsette sin ekspansive politikk. Det er ventet få og små rentetøkninger i USA. Sentralbankpolitikken globalt vil derfor fortsatt være ekspansiv.

Larry Summers, tidligere finansminister i USA, skriver i en kronikk i Financial Times den 7. desember at det virker som konsensus i markedet er at det nøytrale rentenivået har falt betydelig og ligger vesentlig under historiske nivåer. Det nøytrale rentenivået forstås som et likevektsnivå som verken fremmer eller hemmer vekst. Han sier at dette også er erkjent av sentralbankene og vil begrense deres fremtidige rentehevinger.

I de siste månedene har likevel økte kapitalkrav til bankvesenet og økt risikoaversjon i obligasjonsmarkedet medført at rentekostnadene for næringsliv og privatpersoner øker i mange land. Spesielt hardt rammet er norske banker, som følge av Finanstilsynets strenge fortolkning av rammeverket. Dette vil isolert ha en tilstrammende effekt på markedslivligheten og den økonomiske utviklingen.

Inntjeningen i aksjemarkedene i USA, Europa og Norge har utviklet seg svakt i år. Figuren nedenfor viser denne utviklingen kvartal for kvartal målt mot samme kvartal året før. Samlet sett vil alle de tre markedene ha lavere inntjening i 2015 i forhold til 2014. Energisektoren bidrar vesentlig til dette.

Fall i aksjemarkedenes inntjening



Den svake inntjeningsutviklingen i 2015 har bidratt til en flat børsutvikling de siste tre kvartaler. Det er vanskelig å si noe om den videre utvikling på kort sikt på basis av trendanalyse, da de sentrale aksjeindeksene i USA, Europa og Norge gir mindre tydelig tekniske signaler. Basert på dagens inntjening og prising bør likevel børsene ha et potensial for en tilfredsstillende avkastning i 2016. En mulig positiv inntjeningsutvikling vil understøtte dette.

Konklusjon

Vi gjør ingen endringer i allokeringen 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