

Månedsbrev 6. februar 2014

En refleksjon

"With inflation running below many central banks' targets, we see rising risks of deflation, which could prove disastrous for the recovery. If inflation is the genie, then deflation is the ogre that must be fought decisively."

Christine Lagarde, sjef i Det internasjonale pengefondet (IMF)

Makro

Ved inngangen til året hadde markedsaktørene generelt et positivt markedssyn og var posisjonert for en sterkere global vekst, spesielt drevet fra USA og andre vestlige land. En positiv utvikling i vekst er viktig for et fortsatt godt marked for aksjer og risikoaktiva. Makroøkonomisk vekst gjør det lettere å leve med en høy gjeld, samtidig som det øker sannsynligheten for en økning av bedriftenes overskudd og dermed en fortsatt positiv utvikling i aksjemarkedene.

Fra midten av januar og frem til nå er det kommet nye makrotall, spesielt fra USA og Kina, som har bidratt til et dårligere sentiment i markedene og en redusert vilje til å ta risiko. Den amerikanske ISM-indeksen som måler produksjonsaktiviteten i økonomien, viste overraskende svake tall for januar. Indeksen falt til 51,3 fra 56,5 i desember som det fremgår av figuren.



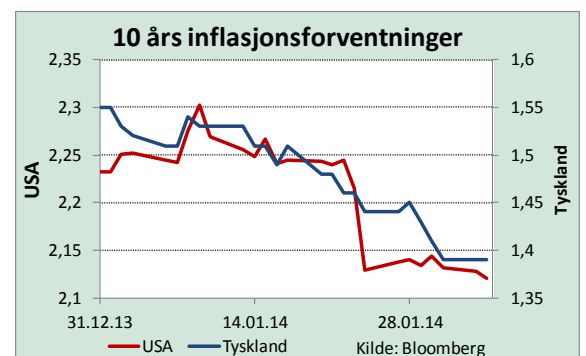
Mange tror at de svake januartallene skyldes det kalde været som preget USA etter årsskiftet og at tallene derfor vil ta seg opp fremover. De svake tallene var likevel nok til å sette et støkk i markedene. På den positive siden var europeiske produksjonstall for januar bedre enn ventet.

Utviklingen i Kina bidrar også til å øke nervøsiteten. Den offisielle kinesiske innkjøpsseksjonen,

PMI, falt til 50,5 i januar fra 51,0 i desember. 50-nivået skiller ekspansjon fra kontraksjon.

Utviklingen i det kinesiske kredittmarkedet skaper også usikkerhet. I følge JPMorgan utgjør nå kreditten som er skapt i skyggebanksystemet, 84 % av BNP i Kina. I kreditten inngår ulike formuesforvaltningsprodukter. Det første store misligholdet i ett av disse var ventet nå i januar, hvor alle verdiene i utgangspunktet var tapt for investorene. Den største banken i Kina, Industrial and Commercial Bank of China, hadde formidlet produktet med det klingende navnet Credit Equals Gold No. 1 til en gruppe av sine formuesforvaltningskunder. På oppløpssiden ble kundene tatt ut av produktet uten hovedstolstep. Det er ikke kjent hvem som tok tapet. Det står mange slike saker i kø. Før eller siden må det begynne å bli tatt kreditttap. Det vil skape turbulens, men er likevel nødvendig for at Kina skal komme videre i reformarbeidet og bedre kapitalallokeringen. Vi tror at kinesiske myndigheter har ressurser til å rydde opp i bank- og kredittvesenet. Vi er likevel usikre på når og hvordan det vil skje og markedenes reaksjon på den kommende turbulensen og en antatt midlertidig svekket BNP-vekst i Kina.

I tillegg til vekstutsikter er prisstabilitet et sentralt makrotema. Sentralbanker og myndigheter i vestlige land har på tross av nullrentepolitikk og kvantitative lettelser ikke klart å øke inflasjonsforventningene opp mot inflasjonsmålene.



I figuren over viser vi inflasjonsforventningene i USA og Tyskland som igjen er fallende. Forventningene måles ved å sammenligne løpende avkastning på inflasjonsjusterte og ordinære obligasjoner.

Utsikter til deflasjon er lite lystige i en verden med høy gjeld. Det er både sentralbanker og

Utvalgte markeder

Pr. 5. februar 2014

	Kurs	hittil i år
OSE BX	532,65	-2,95 %
Dow Jones	15440,23	-6,86 %
SP 500	1751,64	-5,23 %
DAX	9116,32	-4,56 %
FTSE 100	6490,98	-3,82 %
Nikkei 225	14180,38	-12,96 %
Hang Seng	21269,38	-10,94 %
WTI Olje	97,38	-1,06 %
Brent Olje	106,25	-4,11 %
Gull	1257,92	4,34 %
Kobber	7083,50	-3,96 %
USD/NOK	6,23	2,64 %
EUR/NOK	8,43	0,96 %
GBP/NOK	10,16	1,09 %
SEK/NOK	95,80	1,16 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

IMF svært klar over. IMF-sjefen Christine Lagarde har i det siste vært meget tydelig på at sentralbankene må gjøre mer enn de allerede har gjort for å hindre dette utfallet.

Avkastning - hittil i år

Hittil i år per 5. februar har MSCI World indeksen falt med 2,8 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har falt 6,1 %. Oslo Børs, målt ved OSEFX, falt i samme periode med 3,0 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen har falt 0,7 %. Blant sektorer globalt har helse klart seg best med en oppgang på 1,9 %. Energi og Telekom har svakest utvikling. Alle avkastningstall er målt i NOK.

Råvareprisene har hatt en svak utvikling. Unntaket er gull som har steget med 4,3 %. Olje har falt 4,1 % hittil i år. Kobber har falt 4,0 %, mens aluminium har falt med 5,6 %. Alle priser er i USD.

Innen valuta har NOK svekket seg med 2,6 % mot USD og 1,0 % mot EUR.

Verdi, likviditet, og sentiment

Dagens verdsettelsesnivåer i de fleste aksjemarkeder krever positiv inntjeningsutvikling i selskapene for å drive aksjekursene høyere. Vi tror potensialet for multippeleksjon er begrenset fremover. I USA har selskapene så langt levert inntjeningsstall noe over forventningene for fjerde kvartal 2013.

Vårt syn ved inngangen til året var at likviditeten i markedene ville være rikelig også i 2014 på tross av reduksjonen i obligasjonskjøpene i USA. Den amerikanske sentralbankens likviditetstilførsel er fremdeles høy. Svekket kredittvekst i økonomien ved reduserte budsjettunderskudd i USA og dårligere tilgang på kreditt for den private sektor, vil likevel kunne gå ut over BNP-vekst og videre vekst i formuespriser. I Europa er kredittveksten også for lav, og

det er viktig at sentralbanken kommer på banen med nye tiltak for å bedre denne. Samtidig er det velkjent at gjeldsnivået allerede er på et historisk veldig høyt nivå i svært mange land, noe som kan dempe både kredittappetitten og -effekten. Vi vil følge global kredittvekst nøye fremover. Dersom vi opplever at kredittveksten ikke er tilstrekkelig sterk, vil det medføre at risikoen bør tas ned i investeringsporteføljen.

Sentimentet i markedet er blitt markert svakere siste måned. Volatiliteten representert ved VIX-indeksen har steget signifikant og er nå på 20, opp fra omlag 13 medio januar. De fleste aksjemarkeder er nå i negative trender for glidende snitt siste 50 og 100 dager, mens 200-dager snittet fortsatt er positivt.

Konklusjon

Det har skjedd flere endringer i markedene siste måned som øker risikoen. Det er for tidlig å si om utviklingen er en kortsiktig korreksjon eller om det er begynnelsen på en svakere trend.

Utviklingen i vekst, inflasjon, global likviditet og inntjening i bedriftene vil avgjøre den videre retning. Vi beholder overvekten i kreditt i porteføljene, men reduserer kreditteksponeringen noe. Både kreditt med høy kredittverdighet og høyrente-kreditt begynner nå å bli dyrt og dermed følsomt for et tilbakeslag.

Innen aksjer beholder vi vår svake overvekt i internasjonale aksjer og nøytral vekt i norske aksjer. Vi har vår hovedeksponering innen internasjonale aksjer i kvalitetsaksjer som vi håper vil være mer robuste i et vanskeligere marked. Det er i ferd med å utvikle seg en kjøpsmulighet i aksjer i vekstmarkedene, men det kan ta noe tid før den negative kursutviklingen snur. I Norge er verdsettelsen av aksjer mer attraktiv enn i internasjonale markeder generelt, men det kan skyldes et negativt sentiment mot olje- og oljeservice-aksjer.

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 brevs 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.