

Månedsbrev 10. februar 2016

En refleksjon

«The labour market provides the strongest evidence that the US is not heading for a recession and forthcoming data will be critical in determining whether this is a growth scare that will blow over . bringing a nice rally with it . or the start of the recession that markets are signalling.»

John Authers, Financial Times, 3. feb. 2016

Makro

Den amerikanske økonomien har vært den sterke motoren i verdensøkonomien de siste årene. De siste kvartalene har vi sett svekkelser i flere nøkkeltall som har skapt ny usikkerhet om også den amerikanske økonomien er i ferd med å svekke seg markant. Det sterke fallet i oljeprisen og andre råvarepriser har medført en betydelig redusert investeringsaktivitet i sektorene energi og materialer. Svekket etterspørsel etter kapitalvarer og tjenester fører til redusert industriell aktivitet globalt.

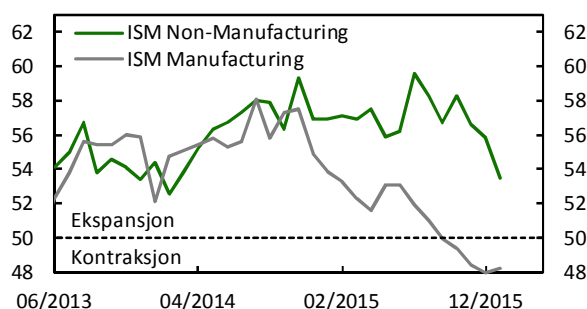
I USA er ISM-indeksene sentrale ledende indikatorer for den økonomiske utviklingen. ISM-Manufacturing måler aktiviteten i industrien, mens ISM Non-Manufacturing måler aktiviteten i tjenestesektoren. Tjenestesektoren står for om lag 80 % av den samlede økonomiske aktiviteten.

Figuren til høyre viser at den industrielle aktiviteten i USA over en lengre periode har vært fallende og ligger nå under 50, som betegner kontraksjon. Det som har skapt økt usikkerhet i markedene de siste ukene er at også tjenestesektoren ser ut til å svekke seg, selv om den fortsatt ligger godt over 50, som betegner ekspansjon.

Den svakere utviklingen i USA kommer på toppen av den usikkerheten som allerede er skapt som følge av svakere vekst i Kina, svekkelse i mange fremvoksende markeder og råvarepriser som fortsetter å falle i 2016. Oljeprisene er nå på et nivå som skaper betydelig finansielt stress i oljesektoren. Kredittmarginene har de siste månedene fortsatt å gå ut og er nå på et nivå hvor selv store og ledende selskaper i sektoren begynner å få konkursprising av sine utestående obligasjoner.

Inflasjonsforventningene og 10-års statsrenter har også falt tilbake den siste tiden, noe som underbygger økt pessimisme om fremtidig økonomisk utvikling. Amerikanske 10-års statsrenter er nå på 1,7 %, mens tyske er på 0,2 %. Det er likevel positivt at spanske og italienske 10-års statsrenter fortsatt holder seg relativt lave, på henholdsvis 1,7 % og 1,6 %.

Økonomiske utsikter i USA



Kilde: Bloomberg

Jeremy Grantham i GMO skriver i sitt siste kvartalsbrev at lave energipriser og spesielt den lave oljeprisen bør medføre en betydelig medvind for verdensøkonomien fremover. Konsumentene, som de siste år har fått begrenset reallønnsøkning både i Europa og USA, opplever nå økt kjøpekraft. Dette bør slå ut i økt konsum og økt økonomisk aktivitet.

Vi velger også å tro at de gode arbeidsmarkedstallene fra USA, vekst i konsumet og positive tall fra boligmarkedet vil bidra til en fortsatt positiv utvikling i den amerikanske økonomien.

Avkastning Æ hittil i år

Det har vært meget svak avkastning både i kredittpapirer og aksjer hittil i år.

Hittil i år per 9. februar har indeksen MSCI World falt med 13,0 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har falt med 10,7 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har i samme periode falt med 13,6 %.

Den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 1,0 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,1 %.

Utvalgte markeder

Pr. 9. februar 2016

Kurs Hittil i år

OSEBX	531,48	-12,91 %
Dow Jones	16014,38	-8,10 %
S&P 500	1852,21	-9,38 %
DAX	8879,40	-17,35 %
FTSE 100	5632,19	-9,77 %
Nikkei 225	16085,44	-15,49 %
Hang Seng	19288,17	-11,98 %
WTI Olje	27,94	-24,57 %
Brent Olje	30,32	-18,67 %
Gull	1189,13	12,03 %
Kobber	4514,00	-4,07 %
USDNOK	8,58	-2,92 %
EURNOK	9,69	0,87 %
GBPNOK	12,42	-4,72 %
SEKNOK	102,00	-2,62 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Industrielle råvarer er fortsatt under press. Oljeprisen har falt 18,7 %, kobberprisen har falt 4,1 %, mens aluminiumsprisen har falt 1,4 %. Gullprisen har derimot steget 12,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Hittil i år har både USD og SEK svekket seg mot NOK, med henholdsvis 2,9 % og 2,6 %. CHF er uendret mot NOK, mens EUR har styrket seg med 0,9 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

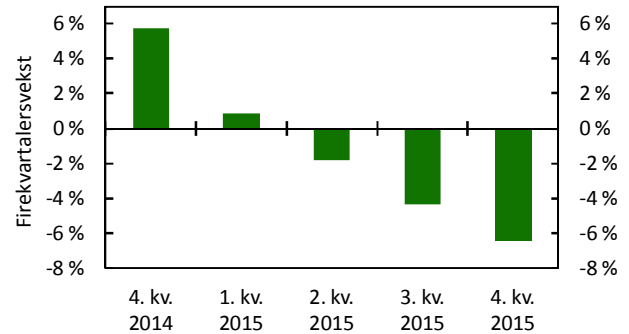
Financial Times hevdet på lederplass den 5. februar at den amerikanske sentralbanken begikk en feilbeslutning da renten ble satt opp den 16. desember. I følge avisen var verken den amerikanske økonomien eller verdensøkonomien moden for en renteøkning. De anbefaler nå på det sterkeste at den amerikanske sentralbanken endrer kurs og signaliserer en mer ekspansiv pengepolitikk fremover. Markedet har for øvrig mindre tro på at det blir flere renteøkninger i år.

I de siste månedene har likviditeten i markedene strammet seg til. Kredittmarginene har fortsatt å stige, spesielt i høyrenteobligasjoner. Det er økt stress i markedene, både for oljerelaterte papirer og for USD-denominert gjeld i fremvoksende markeder. En positiv effekt av svekkede forventninger til amerikanske renteøkninger er at USD har svekket seg noe mot andre valutaer. Dette letter gjeldsbyrden i fremvoksende markeder.

Oljerelaterte aksjer og obligasjoner har nå prisert inn en betydelig pessimisme knyttet til videre prisutvikling på olje. Det kan derfor ligge et betydelig potensial i mange av disse papirene ved en normalisering av oljeprisen.

Den svake inntjeningsutviklingen både i USA, Europa og Norge har bidratt til den svake aksjeutviklingen. Figuren under viser utviklingen i inntjeningsvekst i den amerikanske indeksen S&P 500, hvor hvert kvartal er sammenlignet med samme kvartal året før. Figuren viser en klart fallende utvikling.

Fallende inntjenning i S&P 500, USA



Kilde: Bloomberg, 4. kv. q4 er estimat

Det er ventet svak inntjeningsutvikling i det amerikanske aksjemarkedet også i første halvår 2016, mens inntjeningsveksten er ventet å ta seg opp igjen i andre halvår. Etter det siste markedsfallet handler nå børsene i USA, Europa og Norge vesentlig under sine 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

Konklusjon

Vi gjør ingen endringer i aktivaallokeringen denne måneden. Vi opprettholder en nøytralvekt i internasjonale aksjer med fokus på kvalitetsaksjer generelt og Europa som region. Norske aksjer er 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