

## Månedsbrev 7. november 2014

## En refleksjon

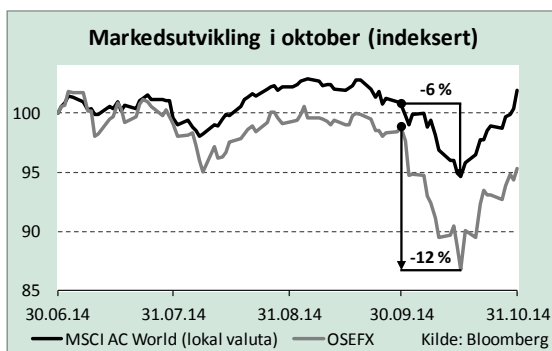
"The Bank will do whatever it can to achieve the price stability target at the earliest possible time."

Haruhiko Kuroda, sentralbanksjef i Japan

## Makro

OECD publiserte oppdaterte globale vekstutsikter den 6. november. Anslagene var preget av nedjusteringer, men de absolutte nivåene viser fortsatt positive globale vekstutsikter på 3,3 % for inneværende år og 3,7 % for 2015. En moderat global vekst vil i mindre grad bidra til økt inflasjon i utviklede markeder og dermed fortsatt gi sentralbankene rom for en ekspansiv pengepolitikk.

I oktober steg markedsvolatiliteten kraftig. En korreksjon innen aksjer og høyrenteobligasjoner var ventet, men tidspunktet er alltid vanskelig å forutsi og det er alltid dramatisk når det skjer. Korreksjonen ble utløst av overraskende svake makrotall fra Tyskland og en frykt for tidligere innstramming i pengepolitikken enn ventet i USA. I Norge påvirket i tillegg oljeprisfallet spesielt negativt. I figuren nedenfor illustrerer vi utviklingen i oktober, representert ved Oslo Børs og MSCI sin verdensindeks for aksjer.



Fallet i første del av måneden var svært raskt og kraftig. Det kan skje når mange er kortsiktig investert i aktivklasser hvor prisingen har mistet sin fundamentale forankring eller når investorene tar større risiko enn deres langsiktige strategi skulle tilsi. Når trenden da snur, kaster nervøse investorer inn håndklede og forsterker nedgangen. Likviditeten i disse aktivklassene fordamper da som dugg for solen, ved at ingen kjøper før de ser hvor

kursen bunner ut. Det er viktig alltid å minne seg selv på at likviditet er et relativt begrep, og det kan aldri være likviditet nok til at alle kan selge samtidig.

Nok en gang var det sentralbankene som reddet situasjonen. Etter kraftig volatilitet og kursfall gikk styremedlemmer i den amerikanske sentralbanken (Fed) ut i media fredag den 17. oktober og lovet fortsatte stimulanser om nødvendig. Da den japanske sentralbanken (BoJ) den 31. oktober i tillegg annonserte å øke sine årlige kjøp av japanske statsobligasjoner fra 50.000 til 80.000 milliarder yen, var rekylen i verdens aksjemarkeder et faktum, og måneden endte i pluss for internasjonale aksjer.

Oljeprisen ble derimot liggende nede med negative konsekvenser for Oslo Børs og kronkursen. Oslo Børs fulgte da ikke helt med i oppgangen i slutten av måneden. Svekkelsen av den norske kronen er også drevet av lavere forventninger til det norske rentenivået. Dette ble reflektert ved 3 måneders NIBOR, som nådde en historisk bunn-notering på 1,58 % ved utgangen av måneden.

Lærdommen fra oktober er at svært mange investorer nå er overvektet risiko i forhold til sin langsiktige risikobærende evne. Over lengre tid har investorene økt risikoen i porteføljene, fordi sikre aktiva gir liten eller ingen realavkastning. Derfor skal det nå lite til før nervøsiteten øker og risikoaktiva selges i stort volum. Når de fleste er overinvestert i samme aktiva, er det normalt få kjøpere i den andre enden når markedet snur.

## Avkastning – hittil i år

Hittil i år er avkastningen i aksjer og kredittobligasjoner fortsatt god, selv etter korreksjonen i oktober. Svekkelsen av norske kroner har bidratt til en spesielt god avkastning på internasjonale aktiva målt i norske kroner.

Hittil i år per 6. november hadde MSCI World indeksen steget med 18,3 %, mens MSCI Emerging Markets indeksen har steget med 14,4 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX indeksen, steg i samme periode med 5,7 %. Lange renter har falt siste måned, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X har gitt en avkastning på 6,8 %, mens korte stats sertifikater, målt ved ST1X, har gitt en avkastning på 1,1 %.

## Utvalgte markeder

Pr. 6. november 2014

Kurs Hittil i år

OSEBX	584,66	6,52 %
Dow Jones	17554,47	5,90 %
S&P 500	2031,21	9,89 %
DAX	9377,41	-1,83 %
FTSE 100	6551,15	-2,93 %
Nikkei 225	16792,48	3,08 %
Hang Seng	23649,31	1,47 %
WTI Olje	77,91	-20,84 %
Brent Olje	82,86	-25,22 %
Gull	1141,85	-5,29 %
Kobber	6737,00	-8,66 %
USDNOK	6,87	13,12 %
EURNOK	8,50	1,87 %
GBPNOK	10,88	8,27 %
SEKNOK	92,48	-1,94 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Oljeprisen har nå falt 25,2 % hittil i år. Råvarer har generelt hatt en svak prisutvikling i år. Et unntak er aluminium som har opplevd en positiv prisutvikling på 18,6 %. Begge råvarepriser er målt i USD.

NOK har fortsatt å svekke seg. Hittil i år har NOK svekket seg 13,1 % mot USD og 1,9 % mot EUR.

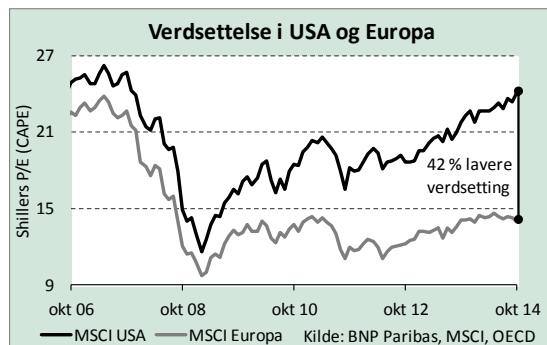
### Likviditet, Verdi og Sentiment

BoJ vil ta over for Fed som den store bidragsyter til global likviditet i 2015. BoJ sine kvantitative lettelsener vil etter utvidelsen av programmet nesten tilsvare Fed sitt QE3-program i størrelse. Som kommentert i forrige månedsbrev, planlegger den europeiske sentralbanken parallelt å øke sin balanse med 1.000 milliarder euro. I tillegg til å kjøpe japanske statsobligasjoner vil BoJ kjøpe både aksjer og eiendom via ulike noterte instrumenter (REITs og ETFer). Det japanske statlige pensjonsfondet har besluttet å redusere sin innenlandske obligasjonsbeholdning fra 60 % til 35 % og øke andelen av japanske og globale aksjer fra 24 % til 50 %. I følge Financial Times utgjør dette netto aksjekjøp for USD 200 milliarder.

Vi kommenterte i vårt siste månedsbrev at Shillers P/E for det amerikanske aksjemarkedet hadde steget til et svært høyt nivå. BNP Paribas har beregnet Shillers P/E for det europeiske aksjemarkedet. Resultatene som fremgår av figuren til høyre, viser at europeiske aksjer nå handler med en rabatt på 42 % i forhold til amerikanske aksjer.

Etter det siste kursfallet fremstår det norske aksjemarkedet som relativt rimelig priset, basert på pris i forhold til bokført egenkapital. Oljeprisen er likevel jokeren i den videre utviklingen. En fortsatt svak oljeprisutvikling vil redusere avkastningsforventningene i det norske aksjemarkedet og sannsynligvis også kunne medføre nedskrivning av aktivaverdier

i mange selskaper. Oljeprisfallet begynner allerede å slå ut i inntjeningsutviklingen i selskapene. I rapportering av tredjekvartalstallene har flertallet av de store selskapene både i USA og Europa så langt rapportert bedre tall enn forventningene, mens situasjonen er motsatt i Norge, hvor flertallet har rapportert svakere enn forventet.



I forholdet til markedstrendene er den videre utvikling i aksjemarkedet fortsatt usikker. Spesielt gjelder dette europeiske aksjer, målt ved BE500, og Oslo Børs, målt ved OSEFX, som har brutt både 50, 100 og 200 dagers glidende snitt. S&P 500 viser fortsatt et positivt trendbilde.

### Konklusjon

Etter å ha redusert porteføljerisikoen gradvis gjennom sensommer og høst gjør vi denne måneden ingen endringer i allokeringen. Løpende avkastning i høyrenteobligasjoner er nå klart høyere enn før fallet, slik at forventet risikojustert avkastning er bedre. Det internasjonale likviditetsbildet er i sum svært positivt. Oljeprisutviklingen er fortsatt svært usikker, selv om en rekyl både i oljepris og NOK kan være mulig etter et så dramatisk fall som vi har opplevd. Vi er samlet sett nøytralvektet i aksjer, men opprettholder en undervekt i norske aksjer og en overvekt i internasjonale aksjer. Innen internasjonale aksjer søker vi å opprettholde et fokus på kvalitetsaksjer.

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 følger 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.