

Månedsbrev 10. november 2015

En refleksjon

+The slowdown in global trade and the continuing weakness in investment are deeply concerning. Robust trade and stronger global growth should go hand in hand.+

Angel Gurría, Generalsekretær OECD, den 9. november 2015

Makro

OECD publiserte i går sine halvårslige økonomiske utsikter. Innholdet ga grunn til høy grad av nøkternhet etter at publiseringen av de positive amerikanske arbeidsmarkeds-tallene skapte en viss optimisme rett før helgen.

OECD nedjusterte global BNP-vekst i 2015 til 2,9 %, hvilket er den laveste årlige veksten siden 2009. Veksten for 2016 ble nedjustert til 3,3 %, samme vekst som ble realisert i 2014. Tallene bekrefter at verden etter finanskrisen fortsatt ikke greier å komme tilbake til en veksttakt som før finanskrisen. Tabellen nedenfor viser at det er lite spenst i veksttallene. På relativ basis er endringene mest positive i Europa og Japan, mens nedjusteringene er størst i utviklingslandene Brasil, Russland og Kina.

Prosentvis årlig vekst i BNP

	2014	2015	2016
Verden	3,3	2,9	3,3
USA	2,4	2,4	2,5
Eurosonen	0,9	1,5	1,8
Japan	-0,1	0,6	1,0
Kina	7,3	6,8	6,5
India	7,3	7,2	7,3
Brasil	0,2	-3,1	-1,2

Kilde: OECD Economic Outlook november 2015

Veksten i verdenshandelen ventes å svekkes til 2 % i 2015. I de siste 20 år har lavere vekst kun vært målt i 2001 og 2009. Begge ganger har vi hatt en global resesjon. Fallet i Kinas import er hoveddrivkraften bak de svake tallene. Globale realinvesteringer er lavere enn hva tidligere prognoser hadde forutsatt. OECD-landene greier seg i sum relativt best, mens BRIC-landene og andre råvareeksporterende land opplever størst nedgang i handelsaktivitet.

OECD forventer at veksten i handel og globalt BNP skal ta seg opp i årene som kommer. De er likevel tydelige på at det vil kreve aktiv handling fra myndigheter og sentrale beslutningstakere. Større investeringer i infrastrukturprosjekter med høy samfunnsøkonomisk nytte står høyt på ønskelisten. Det samme gjør arbeidsmarkedsreformer som kan bidra til økt produktivitet i arbeidsmarkedet. I utviklingsland er arbeidet mot korrupsjon sentralt for å skape bedre kvalitet på investeringsbeslutninger og mer effektiv politisk styring.

I analyser av BNP-vekst er det på den annen side viktig å være klar over de måleutfordringer knyttet til verdiskapning, som internett og den nye digitale økonomien skaper. Mange produkter og tjenester har gjennom internett blitt svært mye rimeligere for forbrukere og dermed skapt større velferd. Samtidig har disse endringene kunnet bidra til et fall i BNP fordi prisene har falt og velferdsøkningen ikke prises inn i BNP. Et illustrerende eksempel er overgangen fra brevpost til e-post som har revolusjonert kommunikasjon og effektivitet, men som isolert sett har redusert BNP da e-post stort sett er gratis og ikke trenger noen arbeidsintensiv logistikk.

Globalisering, internett og automatisering endrer mange verdikjeder og økonomiske strukturer dramatisk raskt. Mange av de positive sidene ved denne utviklingen fanges kanskje ikke i tilstrekkelig grad opp i dagens BNP-målinger.

Avkastning Æ hittil i år

I oktober fikk vi et positivt stemningsskifte i aksjemarkedene som bidro til at måneden ga svært god avkastning både i norske og internasjonale aksjer.

Hittil i år per 9. november har indeksen MSCI World steget med 17,0 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 4,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 8,9 %. Lange renter har steget noe siden siste månedsbrev, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 1,1 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,8 %.

Utvalgte markeder

Pr. 9. november 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	628,52	9,11 %
Dow Jones	17730,48	-0,52 %
S&P 500	2078,58	0,96 %
DAX	10815,45	10,30 %
FTSE 100	6295,16	-4,13 %
Nikkei 225	19642,74	12,56 %
Hang Seng	22726,77	-3,72 %
WTI Olje	43,87	-17,65 %
Brent Olje	47,19	-17,69 %
Gull	1092,30	-7,81 %
Kobber	4972,75	-21,91 %
USDNOK	8,67	16,29 %
EURNOK	9,32	3,36 %
GBPNOK	13,11	12,84 %
SEKNOK	99,73	4,49 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarepriser har falt betydelig hittil i år. Oljeprisen har falt 17,7 %, kobberprisen har falt 21,9 %, aluminiumsprisen har falt 17,9 %, og prisen på gull har falt 7,8 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF har styrket seg markant mot NOK, med henholdsvis 16,3 % og 15,2 %. EUR og SEK har også styrket seg noe mot NOK, med henholdsvis 3,4 % og 4,5 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det positive stemningsskiftet i oktober var i høy grad drevet av markedsstøttende sentralbankuttalelser om at pengepolitiske stimulanser vil vedvare og at rentene vil forbli lave lenge. Alle de fem store sentralbankene kom med uttalelser som var bedre eller på linje med markedets forventninger.

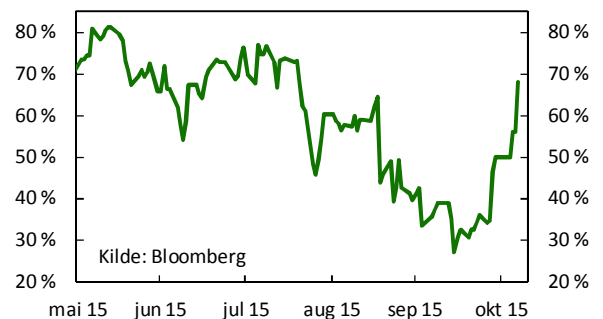
Usikkerheten i markedet går nå på tidspunktet for den første ventede amerikanske rentehevingen. Det forventede tidspunkt endres løpende med publiserte makrotall. Figuren til høyre viser at etter publiseringen av de sterke amerikanske arbeidsmarkedstallene i forrige uke, økte markedets forventninger til at den første renteheving kommer i desember betydelig. 70 % av markedsaktørene tror nå på en renteheving i desember. Det er likevel en utbredt oppfatning at det vil bli få og små rentehevinger i USA samlet sett og at ingen av de andre fire store sentralbankene forventes å være i rentehevingsmodus på flere år.

I de siste månedene har vi fått en betydelig økning i kredittpåslagene på sertifikater og obligasjoner, både med høy og lav kredittverdighet. Det gir grunnlag for høyere løpende avkastning fremover. Spesielt for høyrenteobligasjoner opplever vi nå at avkastningspotensialet gir tilfredsstillende betalt for risikoen.

Inntjeningsutviklingen i USA har flatet ut i de siste kvartaler. Inntjeningen for S&P 500 var i tredje kvartal 2015 på et lavere nivå enn i samme kvartal i fjor. I Europa viser den brede indeksen BE 500 noe bedre tall for tredje kvartal i år sammenlignet med fjoråret. Oslo Børs ligger noe under fjoråret for de selskaper som foreløpig har rapportert i tredje kvartal.

De sentrale aksjeindeksene i USA, Europa og Norge handler nå over 50 og 100 dagers glidende snitt etter den positive utviklingen i oktober. I USA og Norge er markedene også over 200 dagers glidende snitt målt i lokal valuta.

Sannsynlighet for renteheving i USA



Konklusjon

Vi velger å øke høyrenteeksponeringen i porteføljen i november. Vi er fortsatt svakt undervektet i aksjer samlet sett, men nøytralvektet i internasjonale aksjer. Undervekten i norske aksjer skyldes at råvarepriser og inntjeningen fortsatt er under press. Vi er også bekymret for at svakheten innen oljesektoren nå sprer seg til bank, eiendom og innenlandsk konsum. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi fortsatt overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. Vi vil ønske sterkere signaler om at den globale inntjeningsveksten utvikler seg i riktig retning før vi øker aksjerisikoen i porteføljen.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no