

Månedsbrev 7. april 2016

En refleksjon

+Given the risk to the outlook, I consider it appropriate for the Committee to proceed cautiously in adjusting policy.+

Sentralbanksjef Janet Yellen, tale til The Economic Club of New York, den 29. mars 2016

Makro

Den globale økonomien har de siste årene vært utsatt for sterke deflatoriske krefter. Svak global etterspørselsvekst har sammen med overkapasitet i mange bransjer bidratt til dette. Resultatet har vært avtagende global vekst, fallende inflasjonsforventninger og fallende rentenivåer. Med høye globale gjeldsnivåer kan denne utviklingen skape en negativ spiral som ender i gjeldsdeflasjon, hvor manglende gjeldsbetjeningsevne medfører store kredittap og økonomiske nedgangstider.

Det er i dette lyset sentralbankene fører sin ekspansive pengepolitikk i et forsøk på å unngå en slik negativ spiral. Finansmarkedene blir derfor svært fokusert på om sentralbankene vil lykkes i å snu utviklingen til styrket global vekst og inflasjonsforventninger.

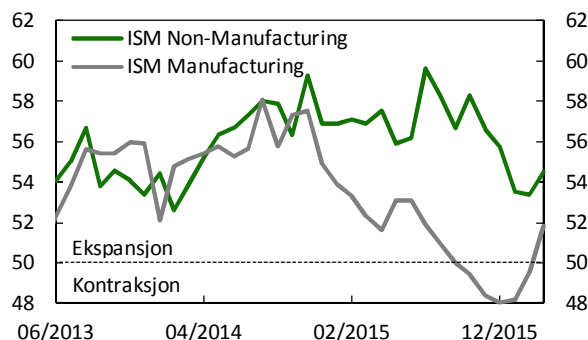
USA og Europa har det siste året hatt den relativt beste økonomiske utviklingen i global sammenheng. Fra desember til februar svekket likevel mange makrotall fra USA seg samtidig som den amerikanske sentralbanken signaliserte en strammere pengepolitikk. Dette skapte i sum en ny frykt for en negativ utvikling med fallende aktivapriser som resultat.

I mars og april har utsiktene til den amerikanske økonomien bedret seg samtidig som den amerikanske sentralbanken har understreket at den ikke har hastverk i å sette opp rentene. Figuren til høyre viser at begge de sentrale amerikanske ISM-indeksene, både for tjenester og for produksjon, har hatt en positiv utvikling siste to måneder. Dette har bidratt til et bedret markedssentiment i forhold til januar. De amerikanske kjerneinflasjonstallene styrkes og er med på å underbygge en redusert frykt for en deflatorisk utvikling.

Den lave oljeprisen har også av mange blitt tolket som et tegn på en svak global økonomi. Vi tolker den svake oljeprisen mest som et tilbudsproblem. Etterspørselen etter olje fortsetter å vokse, og på et gitt tidspunkt vil dagens lave priser bidra til et tilbuds nivå hvor vi får tilbudsunderskudd. Denne dynamikken vil på mellomlang sikt bidra til stigende oljepriser.

Lombard Street Research (LSR) publiserte i mars en oppdatert analyse på Kinas gjeldsproblematikk. De hevder at andelen av lån i Kina som ikke betjenes løpende med renter og avdrag (non performing loans), nærmer seg 10 % av samlede utestående lån. Isolert er dette et høyt tall, men LSR hevder videre at den kinesiske staten er bunnsolid. Om sentrale myndigheter i Kina hadde overtatt samtlige dårlige lån, ville likevel kinesiske statsfinanser vært solide i internasjonal målestokk.

Økonomiske utsikter i USA



Kilde: Bloomberg

Avkastning Æ hittil i år

Det har vært en meget svak avkastningsutvikling både i kredittpapirer og aksjer hittil i år, men utviklingen har vært positiv siden medio februar.

Hittil i år per 6. april har indeksen MSCI Developed World falt 7,0 %, mens indeksen MSCI Emerging World har falt 3,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, falt i samme periode med 7,8 %. Lange renter har falt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,0 %. Korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,2 %.

Utvalgte markeder

Pr. 6. april 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	562,89	-7,76 %
Dow Jones	17716,05	1,67 %
S&P 500	2066,66	1,11 %
DAX	9624,51	-10,41 %
FTSE 100	6161,63	-1,29 %
Nikkei 225	15715,36	-17,43 %
Hang Seng	20206,67	-7,79 %
WTI Olje	37,75	1,92 %
Brent Olje	39,84	6,87 %
Gull	1222,49	15,17 %
Kobber	4804,50	2,10 %
USDNOK	8,32	-5,91 %
EURNOK	9,49	-1,23 %
GBPNOK	11,75	-9,87 %
SEKNOK	102,09	-2,53 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Råvarepriser har vært varierende hittil i år. Oljeprisen har steget 6,9 %, kobberprisen har steget 2,1 %, aluminiumsprisen har falt 0,4 % og prisen på gull har steget 15,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har USD og CHF svekket seg med henholdsvis 5,9 % og 1,3 % mot NOK. EUR og SEK har svekket seg mot NOK med henholdsvis 1,2 % og 2,5 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Både den amerikanske og europeiske sentralbanken har gjennom uttalelser og konkrete tiltak bidratt til en positiv likviditetsutvikling i mars og april. Viljen til å ta risiko i markedene har dermed økt og kredittpåslagene har falt noe tilbake, men er fortsatt på høye nivåer i forhold til for en tid tilbake. Usikkerheten i markedene er fortsatt høy. Dette kan illustreres ved utviklingen i volatilitet på globale aksjer, som er en meget stor og sammensatt aktivaklasse. Volatiliteten gjør ofte store byks når det er kriser. Den kan også være lav lenge når markedene ikke ser mørke skyer på horisonten. Figuren til høyre viser at volatiliteten nå har vært stigende i en periode, uten at det har vært noen direkte krise. Det reflekterer en større underliggende usikkerhet.

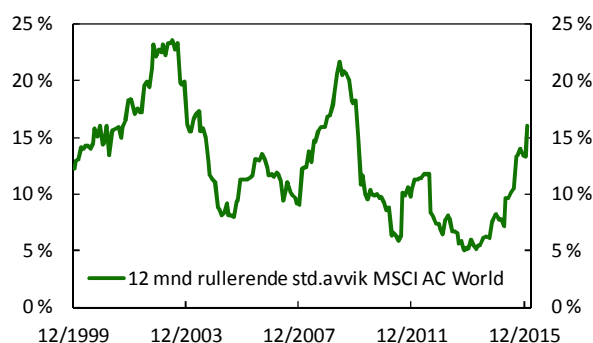
En medvirkende årsak til denne økende usikkerheten kan være den svake inntjeningsutviklingen vi har sett i aksjemarkedet de siste kvartalene. Vi har tidligere kommentert at aksjemarkedet nå i høy grad har priset inn det lave rentenivået. Videre kursutvikling blir da spesielt følsomt for inntjeningsutviklingen. Den svake utviklingen har i hovedsak vært knyttet til energisektoren og relaterte industriselskaper. Det er derfor avgjørende at den negative utviklingen ikke sprer seg til flere sektorer, og at energisektoren etter hvert stabiliseres og forbedrer sine utsikter.

Aksjemarkedene har nå ferdigrapportert fjerdekvartalstallene. Tallene bekrefter en fallende inntjeningsutvikling både i USA, Europa og Norge.

Pris i forhold til bokført egenkapital (P/B) for Oslo Børs er 1,3. Samtidig er pris i forhold til forventet inntjening neste 12 måneder (P/E) lik 15. På det første verdsettelsesmålet er Oslo Børs historisk billig, mens på det andre verdsettelsesmålet er Oslo Børs historisk dyr. Selv om oljeprisen styrker seg fra dagens nivåer, vil norsk oljerelatert industri og servicenæring oppleve store utfordringer knyttet til aktivitetsnivå og inntjening.

Det amerikanske aksjemarkedet fremstår nå som det sterkeste markedet basert på trendanalyse og er et av få markeder som handler over 200-dagers glidende gjennomsnitt.

Økt usikkerhet



Kilde: Bloomberg og Industrifinans

Konklusjon

Vi gjør ingen endringer mellom aktivaklassene i porteføljen 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

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets 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.