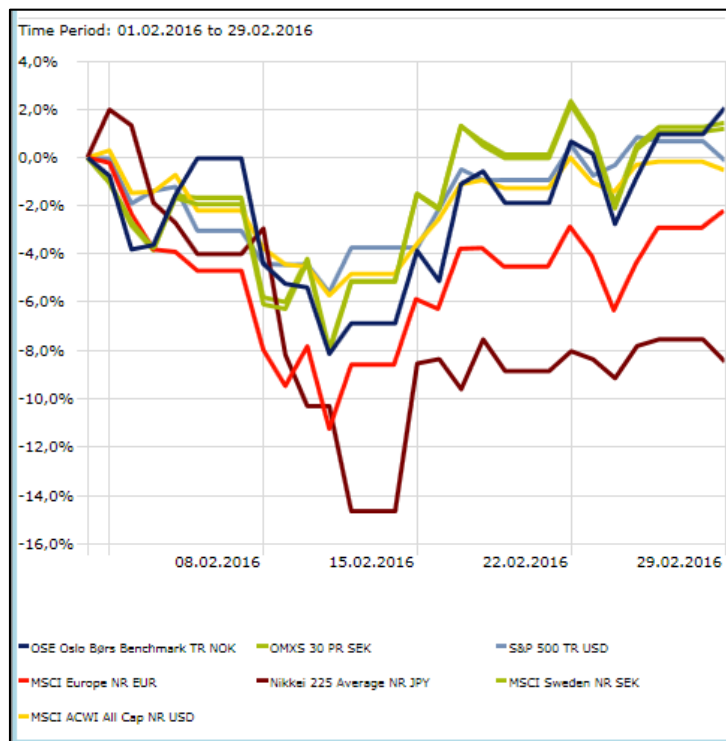


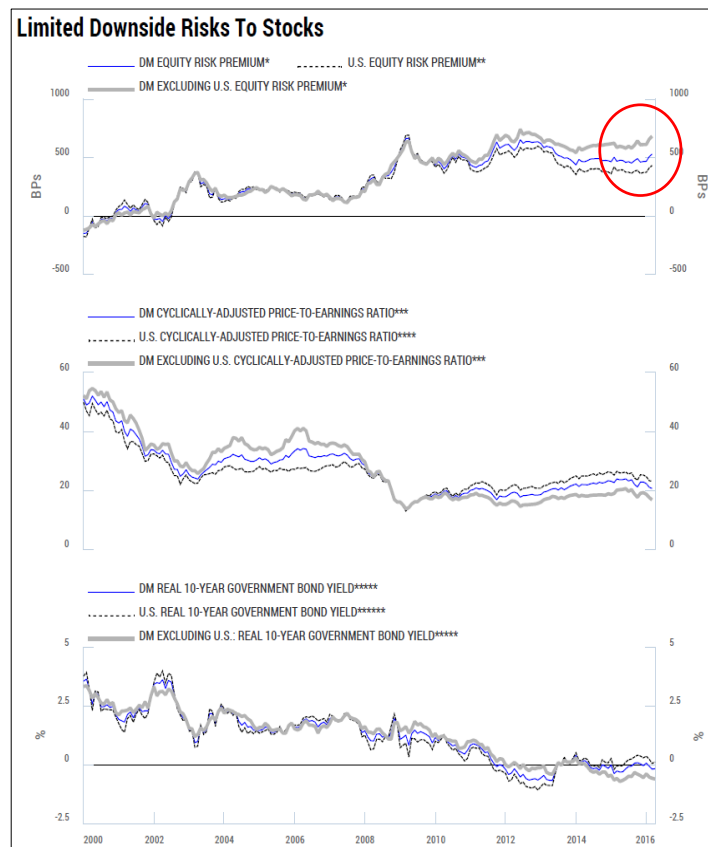
Markedskommentar – Februar 2016

Første del av februar ble en forlengelse av uroen etter årsskiftet. Utover i måneden snudde stemningen, børsene begynte å stige, energi- og råvareprisene steg og volatiliteten falt. Etter en lengre periode hvor de etablerte markedene har prestert bedre enn vekstmarkedene snudde denne utviklingen i februar sammen med et mer «risk on»-sentiment.

Globalindeksen ACWI falt 0,6%, mens emerging markets-indeksen steg 2,2% og frontier markets-indeksen la på seg 3,4%. Både den norske og svenske børsen steg, med hhv 2,1% og 1,4%. Finland falt hele 9,5%. Av de store markedene utmerket børsen i Japan seg med et fall på 8,5%.



Siden nyttår er aksjemarkedene i all hovedsak noe ned, noe som har dempet prisingsmultiplene tilsvarende. Men vi kan på ingen måte si at markedet er lavt priset ut fra ordinære prisingsmultipler. Med et historisk lavt rentenivå øker likevel risikopremien som investorer får i aksjemarkedet sammenlignet med rentemarkedet. Etter vår oppfatning er det lave rentenivået en god beskyttelse for aksjemarkedet, og selv om vi ikke ser veldig stor oppside fra dagens nivåer, ser vi heller ikke særlig nedsiderisiko, gitt de høye risikopremiene.



Hvis vi skal peke på en enkelthendelse som kan forklare vendepunktet i markedet, så var enigheten mellom Saudi-Arabia og Russland om frys av oljeproduksjonen viktig. Etter dette vendte prisene på råvarer og olje opp, og kapital strømmet tilbake til risikofylte aktiva. Vi synes det var få grunner for det store fallet ved inngangen til 2016, og vurderer at rekylen kom fra et sterkt oversolgt marked, og i liten grad fra makroøkonomiske forbedringer.

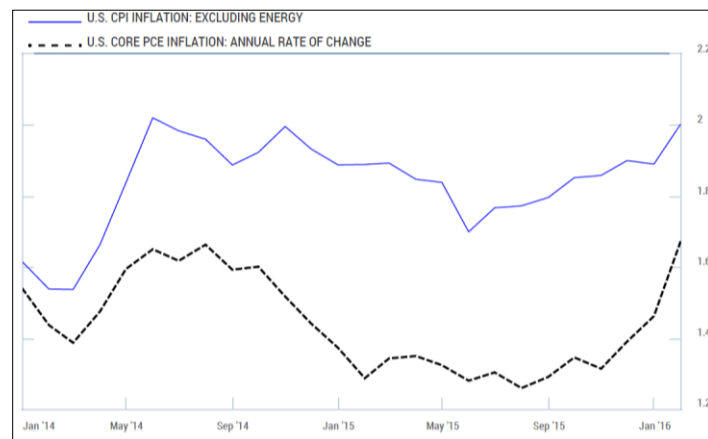
Vekstmarkedene har så langt i år, og også i februar, utviklet seg bedre enn de etablerte markedene (developed markets). Vi tror dette hovedsakelig skyldes et bedret sentiment blant energi- og råvareaksjer og en svakere amerikansk dollar. Ettersom inntjeningsveksten er svak og i flere markeder negativ, som følge av at råvareprisene fortsatt er lave og den globale veksten dempet, er vi redd for at oppgangen kan vise seg å bli kortsiktig.

USA

Amerikanske aksjer falt 0,1% i februar. Etter at sysselsettingsveksten i januar skuffet og var tredje måned på rad med redusert vekst var mange analytikere enige om at USA var i ferd med å miste momentumet, og flere antydte sågar at mulighetene for resesjon senere i 2016 er tilstede. Dermed ble også forventningene til at sentralbanken skulle fortsette å øke styringsrenten skrudd ned mange hakk. Ved inngangen til februar var sannsynligheten for renteoppgang nær null, mens i slutten av februar anslås drøye 50% sannsynlig for renteoppgang innen utgangen av tredje kvartal. Sysselsettingen økte med

Markedskommentar – Februar 2016

242 000 personer i februar, men arbeidsledigheten holdt seg likevel uendret på 4,9%. Lønnsveksten kom inn lavere enn ventet, til en årstakt på 2,2%. Vi forventer at denne vil øke i de kommende månedene. Inflasjonen er et annet viktig parameter i rentesettingen. Sterk dollar har bidratt til å dempe importert inflasjon. I tillegg har lave energipriser også bidratt til å holde inflasjonen nede. Etter hvert som år over år-effektene av disse parameterne dempes vil inflasjonen tilta og bidra til renteøkninger. Selv om inflasjonen fortsatt er under sentralbankens mål om 2%, er den klart tiltakende.



Europa

Europeiske aksjer falt 2,2% i februar og var således en av de svakere regionene. En del av årsaken er at banksektoren var gjenstand for uro, dels som følge av frykt for økte utlånstap og dels som følge av hvordan nullrentepolitikken (eller sågar negative renter) vil påvirke bankenes marginer. Inntil innskuddsrentene nådde null var det mulig for bankene å senke innskuddsrentene i samme takt som utlånsrentene, men det er lite sannsynlig at bankene tør å innføre negative innskuddsrenter. Press på marginene kan da

bli en utfordring.

Inflasjon falt i februar under til negativt territorium og vi forventer at nettopp inflasjonsbekjempelse vil bli ECBs store kamp fremover. Etter at sentralbanksjefen, Draghi, skuffet markedet stort i desember, er forventningen at ECB både vil senke styringsrentene til null og innskuddsrenten videre ned fra nåværende -0,3% og i tillegg øke de kvantitative lettelsene gjennom tilbakekjøp av obligasjoner.

Vekstmarkeder

To av økonomiene i verden med høyest økonomisk vekst, Kina og India, var også de svakeste aksjemarkedene i februar. Kina falt 2,3% og India falt 7,5%. Nøkkeltallene i regionen fortsetter å komme inn på den svake siden, og særlig eksporten fra Kina har overrasket negativt. Februartallene viser at eksporten falt 25,4% siste år. Myndigheten i Kina har fortsatt som målsetting å skape en vekst på 6,5%-7% de kommende årene. Mye av veksten må nødvendigvis komme fra innenlandsk konsum.

Brasil steg 5,3% og Russland steg 2,5%. Begge er store råvareeksportører og har opplevd at valutaene har falt i tråd med oljepriser og aksjemarked. Vi tror at det også fremover vil være et tilnærmet 1:1 forhold mellom utviklingen i aksjemarkedet og energiprisene. De innenlandske forhold i Brasil og Russland er fortsatt svake. Antikorrupsjonskampen fortsetter i Brasil og bidrar til politisk usikkerhet. En potensiell oppside ligger i evt. ny regjering i Brasil.

Renter

Et plausibelt spørsmål å stille er om de lave rentene vil forbli lave i all overskuelig fremtid. BNP-vekst under trend og kapasiteten i økonomien, lav produktivitetsvekst, lave råvarepriser og dempet

lånevekst eller sågar fallende gjeldsnivåer, vil åpenbart legge en demper på rentene i lang tid. Men etter hvert vil råvareprisene nå en bunn og gi støtte til veksten, inflasjonen vil nødvendigvis øke når prisene ikke lenger faller på årsbasis og lønnsveksten vil tilta når arbeidsledigheten faller til nivåer hvor enkeltbransjer opplever kamp om arbeidskraften. Da vil inflasjonen øke og gi støtte til høyere renter.

Første del av februar var preget av et "risk off" markedssentiment, mens andre halvdel var akkurat det motsatte. Vi ser fortsatt en klar todeling av markedet hvor kvalitet presterer best innenfor hvert enkelt segment. Innenfor high yield ser vi for eksempel at obligasjoner med høy rating gjør det bedre enn kreditter med CCC-rating. Mye av fallet i begynnelsen av måneden kom på bakgrunn av makrohendelser (olje, Kina, europeiske banker og amerikanske makrodata). Oljeprisen stabiliserte seg og steg i andre halvdel av måneden etter nyheter om at Saudi Arabia og Russland var enige om å fryse oljeproduksjonen og hvor investorene deretter begynte å kjøpe risikable aktiva.

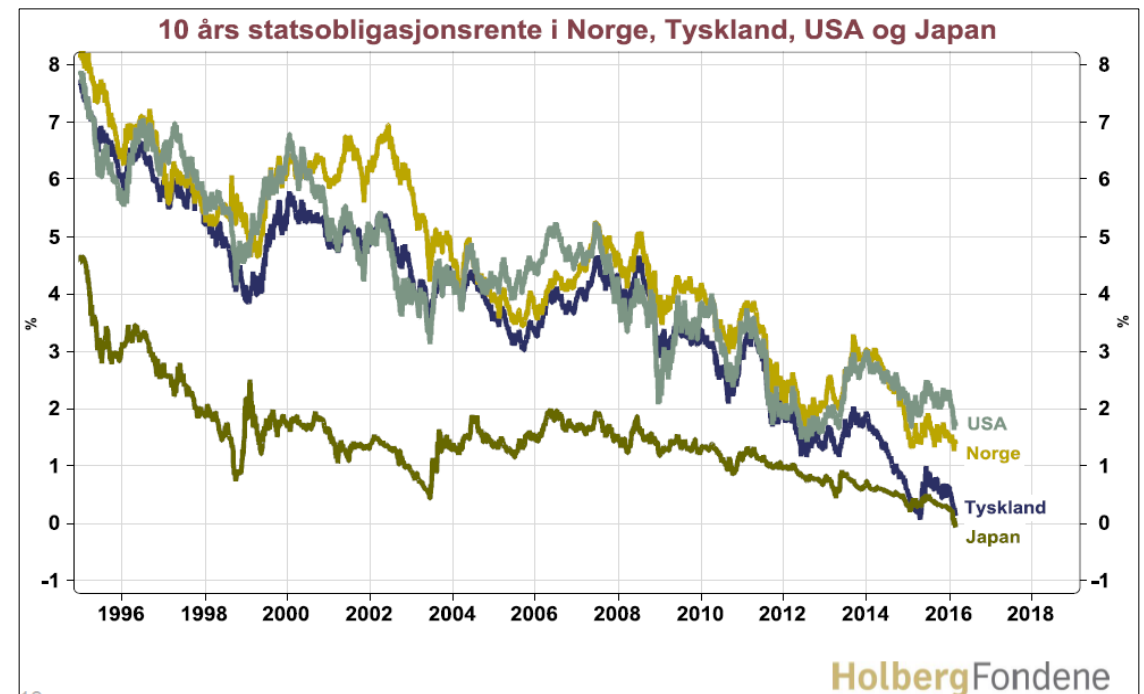
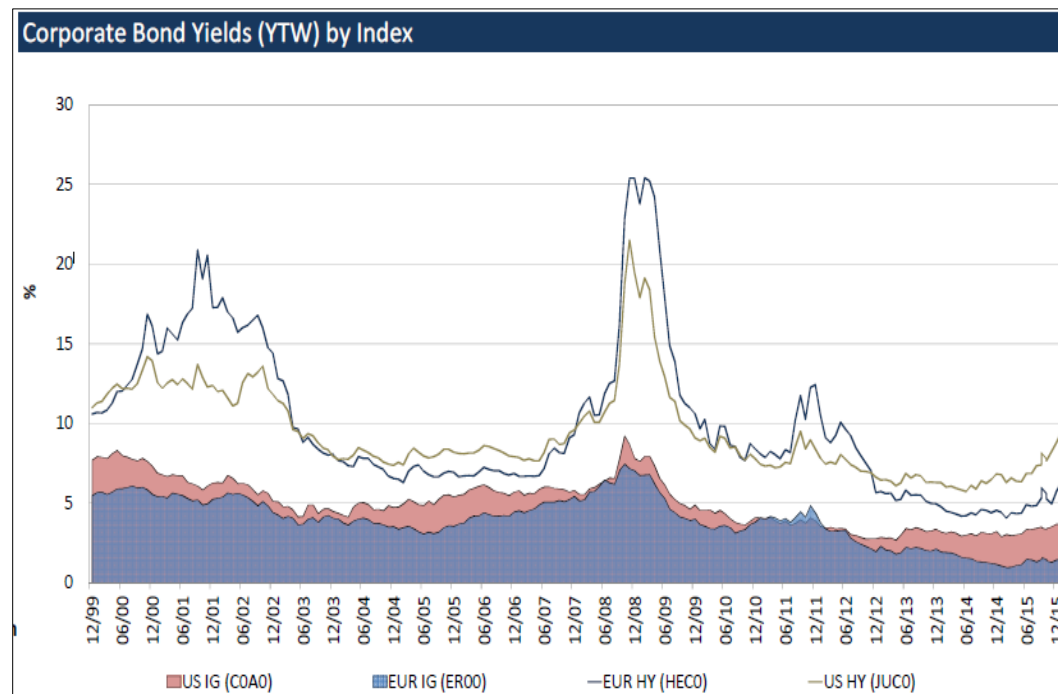
Kredittrating-byråene har aggressivt begynt å nedgradere selskaper med utfordringer, særlig innen energi, metall og gruvesektorene – noe som gir en rekke nye selskaper innen high yield-sektoren fra såkalte "falne engler".

Markedskommentar – Februar 2016

Mens amerikansk high yield nå priser inn at ca 6% av selskapene utenfor energisektorene skal gå konkurs tyder analyser fra forvalterne Muzinich og Goldman Sachs på 1-2%. Ved utgangen av februar prises amerikanske B/BB-obligasjoner med en kredittspread på 611 basispunkter. Analyser tilbake til år 2001 viser at investorer som har kjøpt obligasjoner når kredittspreadene har vært over 600 bp aldri har tapt penger de neste to årene, heller ikke under finanskrisen. Avkastningen har variert fra 13,2% til 75,9% med et gjennomsnitt på 35,0%.

Nordisk high yield fortsetter den svake utviklingen. Når investorene innløser sine fondsandeler må fondene selge i et lite likvid marked. For eksempel mistet Holberg Kreditt 15% av fondskapitalen i løpet av februar.

Vi forventer at Norges Bank vil sette ned styringsrentene med 25 bp på møtet i mars. I en undersøkelse foretatt av E24 i slutten av februar forventet 4 av 10 økonomer at Norges Bank vil sette ned styringsrenten til null mot slutten av 2016 eller tidlig i 2017.



Utvikling i kredittspread, USA. Kilde: Muzinich A.M.

Disclaimer: Pensum Asset Management anser at informasjonen i denne presentasjonen kommer fra kilder som er pålitelige, men kan likevel ikke garantere at informasjonen til enhver tid er fullstendig, korrekt eller tilgjengelig. Pensum Asset Management fraskriver seg således ethvert ansvar for feil og mangler.