

# Markedskommentar – Januar 2016

Innledningen til børsåret 2016 har vært ganske annerledes enn hva dem optimistiske avslutningen av fjoråret skulle tilsa, med kraftige fall i så vel rente- som aksjemarkedene. Utviklingen i hovedmarkedene USA og Europa har vært vel så svak som i vekstmarkedene. Vi mener at børsfallet i hovedsak skyldes tre forhold; i) at USA har begynt å normalisere rentene, ii) frykten for en hard landing i Kina med tilhørende devaluering av valutaen Yuan, og iii) oljeprisfallet.

## **FED(sentralbanken i USA) øker amerikanske renter**

Den amerikanske pengepolitikken har vært ekspansiv helt siden finanskrisen i 2008-2009. For å tilføre likviditet i økonomien og stimulere forbruket iverksatte amerikanerne det største redningsprogrammet i historien ved å iverksette kvantitative lettelse gjennom å kjøpe tilbake obligasjoner i markedet og senke rentene ned mot null. Denne pengepolitikken har gradvis kommet til en enda ved at sentralbanken i oktober 2014 avsluttet tilbakekjøpsprogrammet av obligasjoner. I størrelse utgjorde dette programmet over 3,5 billioner dollar, noe som tilsvarer hele Tysklands økonomi. I desember 2015 økte så sentralbanken styringsrentene med 0,25 prosentpoeng. I seg selv ikke så mye når økningen går fra intervallet 0-0,25% til 0,25%-0,50%. Men samtidig signaliserte FED at de ser for seg å øke rentene opp til 3% i 2018, hvorav fire renteøkninger, hver på 0,25% forventes å komme i 2016. Ved å se på effekten av bortfallet av kvantitative lettelse, økningen i lange renter og økte marginer(spreder) i rentemarkedet mener analytikere at vi allerede har hatt en økning i noe som kalles «skyggerentene» på 3% de siste to årene. Derfor vil ikke økonomien klare ytterligere kraftige renteøkninger. Når dette så skjer i en periode

med svak global vekst og en sterk amerikansk dollar bidrar det til økt uro i markedet. Ved å se på «forward»-kurven kan vi se at markedet kun forventer én renteøkning i 2016.

## **Hard landing og devaluering i Kina**

Kinesisk økonomi har vært en viktig bidragsyter til den globale veksten. Særlig har Kina vært viktig som importør av råvarer som olje, kull, jernmalm og en rekke metaller. Selv om kvaliteten på rapporteringen av kinesiske makrotall er høyst usikker, kan vi slå fast at veksten i Kina nå er på det laveste på 25 år. Kinesisk økonomi er i ferd med å gjennomgå mye av den samme utviklingen som vestlige, industrialiserte land har vært gjennom, hvor konsum og tjenestesektoren tar over for mye av industri- og landbruksektoren.

Markedet er bekymret for å at Kina ikke vil klare å opprettholde en vekst på 6-6,5% i årene som kommer og at de vil være nødt til å devaluere valutaen for å øke konkurransekraften og dempe valutaflukten.

Vi ser mange positive utviklingstrekk i Kina som kan bidra til å hindre en «hard landing». Veksten i konsumet ligger på over 11% på årsbasis, mens lavere energipriser demper næringslivets kostnader og øker kjøpekraften for konsumentene. Kapitalflukten ut av Kina har vært gjenstand for spekulasjoner om at Kina må svekke valutaen gjennom en kraftig devaluering. Vi tror derimot at det er mer sannsynlig med en gradvis valutasvekkelse, særlig mot dollaren, som vil gå over flere år. Det er en kjensgjerning at det for tiden skjer en massiv kapitalflukt ut av Kina, men vi mener dette hovedsakelig skyldes at kinesiske selskaper kjøper seg opp i utlandet og at bedriftene

nedbetaler utenlandsk gjeld.

Det kraftige børsfallet på de innenlandske børsene som nå er inne i sin andre runde på et halvt år forventes å ha minimal innvirkning på konsumet.

## **Oljeprisfallet**

Den kraftige oppgangen i oljeprisen gjennom 2000-tallet medførte at oljekostnadene økte fra 1% av BNP i 1998 til 4% av BNP i 2008. Nå er vi tilbake til 1% av BNP.

I det korte bildet betyr dette økt arbeidsledighet og et kraftig fall i investeringene. For oljeselskapene og ikke minst oljeserviceselskapene er effekten dramatisk. Etter hvert vil kostnadene i sektoren komme ned på et nivå som gjør at bransjen fremover kan nå lønnsomhet med en betydelig lavere oljepris enn hva som har vært nødvendig de siste årene.

I et noe lengre perspektiv betyr nedgangen i energiprisene en betydelig overføring av verdier til fordel for kraftkrevende industri og konsumentene. Men det vil ta tid å ta ut disse gevinstene. På selskapsnivå er årsaken at mange bedrifter har bundet prisene for en periode, mens konsumentene prioriterer sparing og gjeldsbetaling. Også dette er positivt fordi det over tid reduserer risikoen for store ubalanser i økonomien. Etter noe tid vil så de lavere energiprisene gi seg utslag i økt konsum og bidra til å styrke den globale veksten.

Land som Brasil, Russland, Saudi Arabia, Venezuela, Iran og Irak, for ikke å glemme Norge, vil være blant taperne. Europa som region, sammen med India og Kina vil være åpenbare vinnere.

# Markedskommentar – Januar 2016

Det er svært sjelden vi opplever så kraftige markedskorleksjoner i januar som vi har opplevd i år. Det positive er at historikken viser at sannsynligheten for positive måneder videre utover våren er stor.

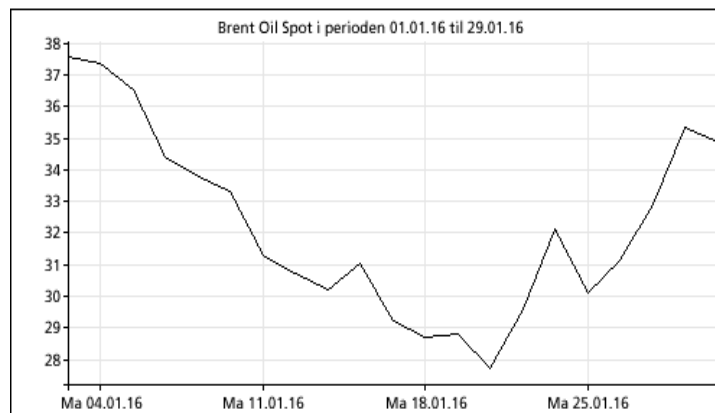
Det mest spesielle er at det har vært et usedvanlig synkronisert børsfall, uten noen steder å gjemme seg. Målt i norske kroner endte januar som følger for de viktigste børsene;

Marked	Januar 2016
Norge – OSEBX	- 8,28%
Sverige – MSCI Sweden	- 9,14%
Europa – MSCI Europe	- 8,70%
USA – S&P 500	- 8,23%
Japan – Nikkei 225	- 8,91%
Globalt – MSCI ACWI	- 8,93 %

I vekstmarkedene fortsatte den svake utviklingen som har kjennetegnet disse markedene de siste fem årene. Her var det imidlertid langt større forskjeller. Verst gikk det utover kinesiske CSI 300 som falt ca 24%, etterfulgt av Brasil med et fall på ca 14%. Noe overraskende klarte Russland seg godt med en fall på kun 2% for MICEX-indeksen. Samleindeksene MSCI Emerging Markets og MSCI Frontier Markets falt hhv 5,2% og 7,0%.

Som nevnt på forrige side fortsatte oljeprisen å falle videre i januar, dog med en tilnærmet V-form. Fra

prisbunnen på under 28 dollar fatet den 20. januar korrigerte så prisen opp med over 26 prosent til 35 dollar ved månedsslutt, godt hjulpet av rykter om at blant annet Russland og Saudi Arabia skal være villig til å diskutere produksjonskutt på 5%.



På valutafronten var det mindre dramatisk i januar. EUR/USD startet og sluttet måneden med en vekslingskurs på 1,09. Japanske yen endte også måneden på samme nivå som den startet mot dollar. Norske kroner styrket seg med snau 2% mot dollar og er med det tilbake til kursnivået ved inngang til desember. Svenske kroner svekket seg drøyt 1% mot dollar. Norske kroner styrket seg med 3,2% mot svenske kroner, og endte måneden på kurs 101,40.

Lange norske renter var praktisk talt uendret gjennom januar, og bærer fortsatt signaler om lave renter i lang tid fremover. Treårige statsobligasjoner handles nå til 0,63%, femårige til 0,88% og tiårige til 1,46%. Både i det norske og internasjonale obligasjonsmarkedet fortsatte spreadutgangen i januar. Verst gikk det naturlig nok ut over high yield-segmentet som nå er

kraftig repriset, og signaliser resesjonsprising. Siden 2014 er nærmere 40% av midlene forvaltet i norske high yield-fond innløst, noe som bidrar til å forsterke den negative utviklingen.

## Norden

Mens detaljhandelen i Norge viste stor shoppinglyst i november, ble desember en skuffelse ved at omsetningen falt 1,3% fra måneden før, mot ventet nedgang på 0,3%. Med det endte detaljhandelen 0,6% over 2014-tallene. Innkjøpsjefsindeksen for industriktoren, som er et godt barometer for optimisme og aktivitet i industrien, viser svak utvikling og falt fra 47,5 i november til 46,8 i desember. Enda svakere er delindikatoren for ordreinngangen som viser fall fra 48,5 til 45,0. Også sysselsettingsindeksen er svak med 43,6. Tall under 50 indikerer en negativ utvikling.

Det norske aksjemarkedet falt med 8,28% i januar. Beste delindeks i januar ble sjømatindeksen som kunne vise til en marginal oppgang. Svakest utvikling hadde delindeksene for konsum og oljeservice.

Svensk økonomi fortsetter sin sterke utvikling. Den økonomiske utviklingen er sterkest i Europa, og tall fra Konjunkturinstitutets barometer viser nivåer som er forenlige med en årlig BNP-vekst på omkring 6 prosent. Offisielle prognoser tyder dog på en BNP-vekst omkring 3,6% for 2015.

Målt i norske kroner falt det svenske aksjemarkedet med 9,14% i januar.

# Markedskommentar – Januar 2016

---

## Europa

Europa falt 7,9% i januar. Eksportselskaper, som blant annet bilindustrien, ledet an i fallet. Det kan virke som om uroen knyttet til VW-skandalen ikke har lagt seg helt enda. I januar var det Renault som ble offer som særskilt gransking. Men det er nok også åpenbart at den generelle frykten for lavere vekst i Kina legger en demper på eksportindustrien.

I Tyskland falt arbeidsledigheten noe mer enn ventet i januar og er nå nede på 6,2%, mot ventet 6,3.

Inflasjonsraten i eurosonen steg 0,4 prosent fra 0,2 prosent i desember, noe som var i tråd med forventningene. Kjerneinflasjonen steg til 1,0 prosent mot 0,9 prosent i desember. Det er med andre ord ingen grunn til at sentralbanksjef Draghi skal lette på gasspedalen enda.

## USA

Den amerikanske S&P 500-indeksen falt 6,3 % i januar. I så måte synes stemningen å være ganske annerledes i arbeidsmarkedet enn i aksjemarkedet. Ikke siden mai i fjor har det blitt ansatt tilsvarende mange personer i småbedriftene som det ble gjort i januar. Servicesektoren leder an, sammen med bygg og anlegg. Det er imidlertid også nøkkeltall som bekymrer. Veksten i fjerde kvartal ble kun 0,7% og innkjøpsjefsindeksen for industrien ligger under 50-streken, noen som tyder på kontraksjon. Samtidig faller ordreinngangen for varige goder. Til slutt nevner vi at også kredittveksten dempes, så vel blant private som i industrien.

Markedene har vært særlig opptatt av at amerikansk dollar ikke må bli for sterk. Normalt vil renteøkninger gjøre det mer attraktivt å kjøpe dollar. Allerede nå er det tegn til at eksportbedriftene begynner å slite, særlig i en situasjon hvor handelspartnerne bevisst svekker valutaer gjennom rentenedsettelse.

Flere av produsentene av skiferolje er sterkt belånt i obligasjonsmarkedet. De lave oljeprisene skaper uro for evnen til å betjene gjelden og det fryktes for økende antall konkurser i energisektoren. Dette kan bidra til å øke kredittmarginene og innlånskostnadene for bedrifter også i andre sektorer.

## Vekstmarkeder

I januar var vekstmarkedsindeksen ned 3,3%, mens frontier-indeksen falt 8,1%. I tillegg til de spesifikke utordringene knyttet til Kina, ser markedet nå ut til å bekymre seg for den sterke låneveksten i vekstmarkedene, noe som kan bidra til finansiell ustabilitet.

Vi anbefaler for tiden undervekt av emerging markets og frontier markets. Med både sykliske og strukturelle svakheter innen råvarer, høy gjeld som i stor grad er i amerikanske dollar og svake utsikter valutautsikter, er det lite attraktivt å vekte seg inn i disse markedene.

Det er likevel grunn til å se selektivt på de landene som tjener på fallende råvarepriser. I denne kategorien finner vi blant annet India og Kina.

Selv om det er urolig i Kina forventer vi at myndighetene vil komme støttende til, både i form av å tilføre kapital til markedet, ved å redusere rentene og senke bankenes reservekrav.

## Renter

Med økt usikkerhet om global vekst og tiltagende risiko for konkurser i energisektoren er spreadene i rentemarkedet på vei opp. Det er naturlig at spreadene øker mest for de svakeste kredittene. Trenden er den samme både i Europa og USA.

Vi har ikke sett tilsvarende høye kredittspreader innen CCC-segmentet i moderne tid, med unntak av en periode i 2008/2009.

## 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.**