

Månedsbrev 7. juli 2015

En refleksjon

+If a problem has no solution, it may not be a problem, but a fact . not to be solved, but to be coped with over time+

Shimon Peres

Makro

Hellas gikk til valg søndag 5. juli for å stemme ja eller nei til den avtalen som kreditorene EU, IMF og den europeiske sentralbanken (ESB) hadde tilbudt Hellas. Statsminister Alexis Tsipras beskrev også valget som et mandat til å forhandle frem en bedre avtale med kreditorene. Det er interessant å merke seg at avstemningen ikke var formulert som et valg mellom alternative løsninger. Naturlige alternativer ville ha vært ja eller nei til euro eller ja eller nei til EU-medlemskap. Selv om 61 % av stemmene forkastet kreditorenes avtaleforslag, ser det ut til at det store flertall i Hellas ønsker å beholde både EU-medlemskap og euro. Uten gjeninnføring av egen valuta er mulige utfall i praksis begrenset. De to store spørsmålene er videre finansiering av den greske staten og det greske bankvesenets fremtidige struktur.

Den greske staten vil ikke ha muligheter for nye lån uten en avtale med kreditorene. På den annen side gikk den greske primærbalansen i pluss de siste månedene. Med løpende overskudd kan den greske staten finansiere sine løpende utgifter dersom staten slutter å betale renter og avdrag på sin gjeld. En slik løsning vil likevel måtte medføre en offisiell statskonkurs.

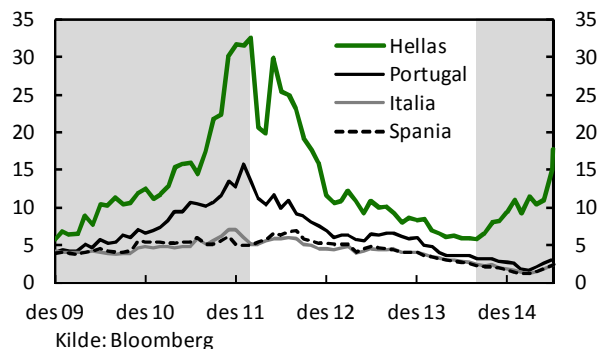
Det greske bankvesenet overlever i dag på lån fra ESB hvor greske statsobligasjoner er stilt som sikkerhet. En gresk statskonkurs vil medføre at de greske statsobligasjonene vil miste sin verdi. Bankene ville da tape sin egenkapital og også gå konkurs. ESB vil ikke da ha anledning å gi lån til greske banker. Uten en konstruktiv løsning vil både det greske kredittsystemet og betalings-systemet stoppe opp.

Det er mulig å se for seg en løsning der den greske staten ikke blir finansiert videre og hvor det greske bankvesenet går konkurs, men så blir refinansiert av nye aksjonærer som kan være andre europeiske banker. Euroen kan da beholdes som betalingsmiddel

og de nye bankene kan etter hvert begynne å gi kreditt til kredittverdige personer og bedrifter. Det er mye som tyder på at den greske regjering ikke har grundig analysert og utredet mulige alternative løsninger for landet. EU og ESB må på sin side følge prinsipper som skal gjelde for styringen av alle 19 landene i eurosone og har i så måte et regelverk å følge. Situasjonen i Hellas er ikke et problem som kan kortsiktig løses, men et faktum verden må fortsette å leve med.

Konsekvensene av Hellas-krisen for global vekst og globale finansmarkeder avhenger i høy grad av om krisen sprer seg til andre land. Portugal, Spania og Italia er i så måte spesielt viktige å følge. Figur 1 viser utviklingen i 10-års statsrenter for disse landene. Vi ser at foreløpig har markedene reagert med fatning. Den generelle økonomiske utviklingen innen EU fortsetter å være positiv. Det er fortsatt konsensus at veksten i USA vil ta seg opp i andre halvår.

FIGUR 1
10-års statsrenter



Avkastning – hittil i år

Avkastningen i aksjer og obligasjoner har vært god hittil i år, selv om juni ble en svak måned. Samtlige store aksjemarkeder har i følge Bloomberg positiv avkastning i NOK hittil i år.

Per 6. juli har indeksen MSCI World steget med 10,8 %, mens indeksen MSCI Emerging Markets har steget med 8,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 6,7 %. Lange renter har falt siste måned, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har steget med 0,3 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har 0,5 % avkastning.

Utvalgte markeder

Pr. 6. juli 2015

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	620,33	7,69 %
Dow Jones	17683,58	-0,78 %
S&P 500	2068,76	0,48 %
DAX	10890,63	11,07 %
FTSE 100	6535,68	-0,46 %
Nikkei 225	20112,12	15,25 %
Hang Seng	25236,28	6,91 %
WTI Olje	52,53	-1,39 %
Brent Olje	56,54	-1,38 %
Gull	1170,35	-1,22 %
Kobber	5576,00	-12,44 %
USDNOK	8,07	8,31 %
EURNOK	8,93	-0,98 %
GBPNOK	12,59	8,44 %
SEKNOK	95,44	-0,01 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

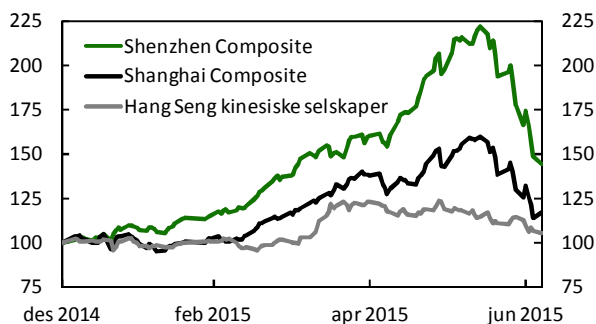
Råvarepriser har falt hittil i år. Oljeprisen har falt 1,4 %, kobberprisen har falt 12,4 %, prisen på gull har falt 1,2 %, og aluminiumsprisen har falt 9,5 %. Alle råvarepriser målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. Hittil i år har EUR svekket seg mot NOK med 1,0 %. SEK er om lag uendret mot NOK, mens USD og CHF har styrket seg med henholdsvis 8,3 % og 14,3 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er ingen vesentlige endringer i det positive globale likviditetsbildet siden forrige månedsbrev. Kina fortsetter å sette ned rentene. Det har de siste månedene vært en spektakulær volatilitet i kinesiske aksjer som Figur 2 viser.

FIGUR 2
Indeksutvikling i lokal valuta



Kilde: Bloomberg

Kina har to primære aksjebørser: Shanghai og Shenzhen. I sum er det om lag 2.800 børsnoterte selskaper på de to. I tillegg er mange kinesiske selskaper børsnotert i Hong Kong. Børsene i Shanghai og Shenzhen hadde ved inngangen til året en børsverdi høyere enn London-børsen, som har vært den største utenfor USA, og fire ganger verdien av den tyske børsen.

Børsene i Shanghai og Shenzhen opplevde en dramatisk kursstigning i andre kvartal for deretter å falle tilbake til kursnivåene ved inn-

gangen til kvartalet. De kinesiske børsene har fortsatt positiv utvikling hittil i år. Utviklingen i andre kvartal er et godt eksempel på at finansmarkedene ikke alltid er rasjonelle.

Det skjer en gradvis åpning av det kinesiske aksjemarkedet for internasjonale investorer. I Hong Kong er det ingen begrensninger for utlendinger. De innenlandske markedene åpnes også mer og mer. Det er stor verdsettelsesforskjell mellom sektorer i Kina. Kinesiske banker verdsettes på P/E multipler godt under 10, mens internettrelaterte selskaper kan prises skyhøyt. Shenzhen børsen har størst innslag av teknologiselskaper og den børsen prises også vesentlig over Shanghai og kinesiske selskaper børsnotert i Hong Kong. Ved utløpet av juni var P/E på siste 12 måneders inntjening respektive 57, 19 og 11 for henholdsvis Shenzhen, Shanghai og kinesiske selskaper børsnotert i Hong Kong.

De store aksjeindeksen i USA og Europa, som S&P 500 og BE500, har hatt en noe svakere utvikling i de siste to månedene og handler nå under både 50 og 100 dagers glidende snitt, men fortsatt over 200. Målingene er gjort i lokal valuta. Hellas har bidratt til å legge en demper på stemningen, men det har også vært naturlig med en konsolidering etter en lang periode med sterk avkastning på aksjer.

Konklusjon

Vi gjør ingen endring på vår overordnede allokering. Vi er samlet sett overvektet i aksjer, men er undervektet i norske aksjer og overvektet i internasjonale aksjer. Undervekten i norske aksjer skyldes at råvarepriser fortsatt er under press. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot europeiske kvalitetsaksjer. Innen renter er vi overvektet i kreditt og undervektet i rentebinding. USD vil fortsatt kunne være sterk mot de fleste andre valutaene, da USA nå har den minst ekspansive sentralbanken blant de store fire.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no