

## Månedsbrev 12. juni 2014

## En refleksjon

”The governing council of ECB is unanimous in its commitment to using all unconventional instruments within its mandate should it become necessary to further address risks of too prolonged a period of low inflation.”

Sentralbanksjef Mario Draghi etter møtet i styret i den europeiske sentralbank 5. juni 2014.

## Makro

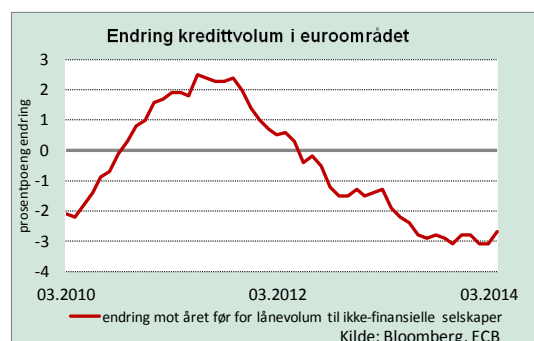
Den økonomiske veksten i USA og Europa preges ifølge OECD av et positivt, stabilt vekstmoment. Brasil, Russland, India og Kina opplever vekst under trend. IMF anslår nå global vekst til 3,6 % i år og 3,9 % neste år.

Arbeidsmarkedet i USA fortsetter den positive utviklingen. I forrige måned ble det for fjerde måned på rad skapt i overkant av 200.000 nye arbeidsplasser, som var i henhold til forventningen. Samlet sysselsetning er nå tilbake på nivået før finanskrisen, målt ved totalt antall arbeidstakere. Arbeidsledigheten holdt seg på 6,3 %. Lønnsinflasjonen holder seg fortsatt meget lav. Siste måned steg lønningene nominelt med 0,2 %, og siste 12 måneder er nominell lønnsvekst på 2,1 %, om lag det samme som gjennomsnittet de siste år.

Europa opplever en positiv utvikling, men har fortsatt lavere inflasjon, vesentlig høyere arbeidsledighet og svakere vekst enn USA. EU har nå samlet 224 millioner sysselsatte, mens antallet sysselsatte i begynnelsen av 2008 var 230 millioner. Den fortsatt svake veksten skyldes blant annet fortsatt fall i utestående kreditt til handels- og industribedrifter. Figuren til høyre viser kredittkontraksjon siden juni 2012. Samlet PMI for eurosonen var 53,5 for mai, opp fra 47,7 for mai i fjor.

Et hovedfokus for en fortsatt positiv utvikling i Europa vil være å snu den negative trenden i utviklingen i kredittvolum. Dette gjelder spesielt for små- og mellomstore bedrifter i middelhavslandene hvor utviklingen har vært spesielt svak. I følge en analyse av Alberto Gallo, sjef for makro- og kredittanalyse i RBS, betaler fortsatt SMB-bedriftene i disse periferilandene dobbelt så høy rente på sine lån som SMB-bedrifter gjør i kjernelandene i EU. For

10 år siden var det ingen forskjell i rentenivået mellom disse. Det er samtidig erkjent at de fleste nye arbeidsplasser skapes i SMB-bedriftene.



Lånekostnadene for europeiske stater og store banker har derimot falt dramatisk. 10-års statsrenter i Spania er nå lavere enn i USA, henholdsvis 2,63 % mot 2,65 %. Dette tilsier at troen på en videre positiv utvikling i Europa i høy grad er tilstede.

## Avkastning – hittil i år

Renter og kredittmarginer har falt så langt i år, aksjer trender oppover, oljeprisen har svekket seg noe, mens norske kroner har styrket seg.

Hittil i år har per 11. juni har MSCI World indeksen steget med 4,2 %, mens MSCI Emerging Markets indeksen har steget med 5,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX indeksen, steg i samme periode med 10,9 %.

Råvarer har hatt en blandet utvikling. Gull har steget med 4,6 %, aluminium har steget med 4,1 %, mens olje har falt med 0,8 % og kobber har falt med 8,6 %. Alle priser målt i USD. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer, herav 1,1 % mot USD og 2,7 % mot EUR.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

Den europeiske sentralbanken (ESB) viste stor handlekraft i sitt siste møte den 5. juni. Det var skapt store forventninger til møtet, men sentralbanken mer enn innfridde. Det er et sterkt signal at alle beslutninger nå er enstemmige, og Bundesbank er med på laget.

## Utvalgte markeder

Pr. 11. juni 2014

	Kurs	hittil i år
OSE BX	618,82	12,75 %
Dow Jones	16843,88	1,61 %
SP 500	1943,89	5,17 %
DAX	9949,81	4,16 %
FTSE 100	6838,87	1,33 %
Nikkei 225	15069,48	-7,50 %
Hang Seng	23257,29	-2,61 %
WTI Olje	104,40	6,08 %
Brent Olje	109,95	-0,77 %
Gull	1261,06	4,60 %
Kobber	6743,00	-8,58 %
USD/NOK	6,00	-1,15 %
EUR/NOK	8,12	-2,75 %
GBP/NOK	10,08	0,30 %
SEK/NOK	89,80	-4,97 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Mange konkrete tiltak for å øke kredittvekst, redusere renter og øke sentralbankbalansen er og blir iverksatt med det første. I tillegg åpner ESB døren for ytterligere ukonvensjonelle tiltak, herunder kvantitative lettelsler, om nødvendig for å bekjempe deflasjonsfaren.

Problemet med kredittkontraksjon adresseres direkte ved at europeiske banker nå får tilgang til billige lån fra ESB for å låne videre ut til handels- og industribedrifter i et eget program kalt Targeted Long Term Refinancing Operation (TLTRO). Programmets omfang i første omgang er 400 milliarder euro.

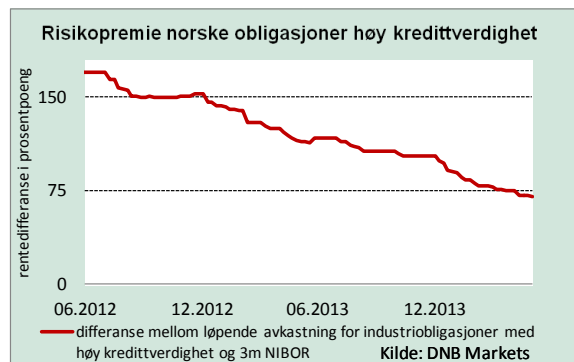
ESB innfører negativ rente på bankenes innskudd i ESB og lavere rente på lån. ESB vil også slutte å sterilisere sine kjøp av statsobligasjoner. Sterilisering, som hittil har vært praktisert, betyr at sentralbanken har solgt andre verdipapirer når den kjøper statsobligasjoner, slik at balanseeffekten blir null og at pengemengden derved ikke øker. Fremover vil derfor sentralbankbalansen og pengemengden øke.

Det er grunn til å tro at summen av disse tiltakene vil svekke EUR mot USD og GBP siden pengepolitikken i disse landene nå er noe mindre ekspansiv enn tidligere. En svekket EUR bør styrke eksporten og skape vekstimpulser til europeisk økonomi.

Som vi kommenterte i vårt forrige månedsbrev, tror vi at økt økonomisk aktivitet vil bidra til å bedre resultatmarginene og egenkapitalavkastningen for europeiske selskaper som fortsatt ligger vesentlig lavere enn før finanskrisen.

Kredittpåslagene fortsetter å falle og er historisk lave. Det har vært mye fokus på fallende renter innen høyrenteobligasjoner. Fallende kredittmarginer gjør seg i høy grad også gjeldende innen obligasjoner med høy kredittverdighet. Figuren på neste side viser at kreditt-

marginen på norske obligasjoner med høy kredittverdighet er mer enn halvert over siste 2 år.



Sentralbankene har virkelig lyktes så langt i å skape tillit og stabilitet i markedene. Volatiliteten i markedene er nå historisk lav. Vi må tilbake til 2007 for å finne like lav volatilitet og like lave kredittpremier. Innskuddsrentene kommer sannsynligvis til å falle videre når bankene kan låne nesten gratis i sentralbanken. Alle signaler fra de store sentralbankene er at rentene vil forbli lave lenge. ESB har i sitt TLTRO program bundet seg til lave renter til 2018.

Sentimentet i kreditt- og aksjemarkedene er fortsatt sterkt, og trendene er positive. Aksjemarkedene handler over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt i USA, Europa og Norge, og kredittpremiene er fortsatt fallende.

### Konklusjon

Vi opprettholder vår portefølje med overvekt i kreditt og svak overvekt i aksjer. Vi har en overvekt av europeiske aksjer i vår portefølje. Porteføljen har fortsatt en sterk kvalitetsprofil. Dette taper vi på når risikoappetitten øker sterkt og tjener på når markedet er mer rasjonelt. Vi er kommet langt inn i oppgangssyklusen og prøver derfor å være spesielt observante i forhold til mulige fundamentale endringer eller trendendringer i markedet. Foreløpig ser det imidlertid ut som minste motstands vei fortsatt er opp.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no