

## Månedsbrev 6. juli 2016

## En refleksjon

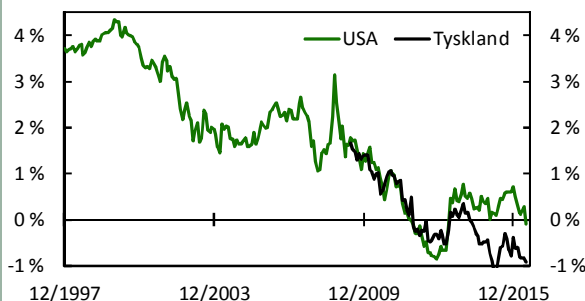
+ certainly see low bond yields, and I see an environment where that's likely to continue into the future.+

James Bullard, President, St. Louis Federal Reserve, Bloomberg 1. juli 2016

## Makro

Brexit-seieren i Storbritannia har bidratt til økt usikkerhet. Forventningene til global vekst er ytterligere nedjustert og statsrentene har falt til historisk lave nivåer. Amerikanske 10-års og 30-års statsrenter har aldri vært lavere i løpet av de 240 år hvor det foreligger prishistorikk. Globalt utgjør statsobligasjoner med negativ løpende avkastning om lag USD 11 700 milliarder. Eksempelvis har samtlige sveitsiske statsobligasjoner negativ løpende avkastning. Figuren nedenfor viser utviklingen for 10-års realrenter på amerikanske og tyske statsobligasjoner.

## 10-årige realrenter



Kilde: Bloomberg

Usikkerheten knyttet til konsekvensene av Brexit vil vedvare. Folkeavstemningen var rådgivende. Så vidt vi forstår, må et flertall i det britiske parlamentet aktivere klausul 50 i Lisboa-traktaten for å igangsette en utmeldingsprosess. Ingen vet i dag om og når dette vil skje. EU ønsker ikke å forhandle med Storbritannia før Storbritannia formelt har aktivert klausul 50. Storbritannias parlament ønsker ikke å aktivere klausul 50 før de vet hva de går til. I dag er det et stort flertall mot Brexit i parlamentet. I september skal både de konservative og arbeiderpartiet velge nye ledere. Høyst sannsynlig vil Theresa May overta som leder av det konservative partiet, og det blir trolig også en ny leder for arbeiderpartiet. En mulighet er at det deretter

blir nyvalg, slik at sammensetningen av parlamentet kan endres. I dag hersker det politisk vakuüm og stillstand i britisk politikk.

En gjennomføring av Brexit vil ha negative konsekvenser for både britisk, europeisk og global vekst. Eventuelle nye restriksjoner på flyt av varer, kapital og fri arbeidsmobilitet for britene vil legge begrensninger på økonomisk utvikling. Det er ikke helt usannsynlig at oppslutningen om Brexit gradvis vil svekkes etter hvert som denne erkjennelsen synker inn i det britiske folket.

En av globaliseringens største svakheter er myndighetens manglende evne til å skattlegge globale selskaper på en rettferdig måte, noe som svekker skatteinntektene. Skal myndighetene komme videre i dette spørsmålet trenger Storbritannia og EU både hverandre og et nært samarbeid med USA. Mange av globaliseringens tapere i Storbritannia har vært Brexits støttespillere. Da er det interessant at finansminister George Osborne nettopp på grunn av Brexit ser behovet for å styrke Storbritannias attraktivitet for globale selskaper ved å redusere selskapskattene til 15 %.

Før eller siden må EU og britene sette seg til forhandlingsbordet. Forhandlingene vil da preges av at både EU og britene vet at begge parter vil tape ved et markant brudd. Det vil derfor være sterke incentiver for begge parter til å fremme gode kompromisser.

Den viktigste konsekvensen av Brexit for finansmarkedene er økt usikkerhet og dermed lavere forventninger til både økonomisk vekst og inntjeningsvekst i bedriftene. Dette vil igjen øke volatiliteten i finansmarkedene og redusere velstandsveksten for folk flest. Det verst tenkelige utfallet er at Brexit vil trigge en ny krise i eurosone. Frykten for dette var reflektert i dramatiske kursfall i europeiske bankaksjer rett etter avstemningen. Heldigvis har 10-års statsrenter i Italia og Spania ikke beveget seg vesentlig fra sine lave nivåer.

## Avkastning – hittil i år

Brexit førte til at stort sett alle aktivapriser falt bortsett fra gull og statsobligasjoner. Det medførte videre at avkastningen hittil i år påny er negativ, både for indeksen OSEFX og for indeksen MSCI All Countries World.

## Utvalgte markeder

Pr. 5. juli 2016

	Kurs	Hittil i år
OSEBX	597,29	-2,13 %
Dow Jones	17840,62	2,39 %
S&P 500	2088,55	2,18 %
DAX	9532,61	-11,27 %
FTSE 100	6545,37	4,85 %
Nikkei 225	15669,33	-17,68 %
Hang Seng	20750,72	-5,31 %
WTI Olje	46,60	25,81 %
Brent Olje	47,96	28,65 %
Gull	1356,29	27,78 %
Kobber	4797,75	1,96 %
USDNOK	8,41	-4,88 %
EURNOK	9,31	-3,07 %
GBPNOK	10,95	-15,99 %
SEKNOK	98,64	-5,83 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

Høyrenteobligasjoner hadde også svak avkastning på kreditt i juni, mens noen tjente penger på å ha lang rentedurasjon.

Hittil i år per 5. juli, har indeksen MSCI Developed World falt med 4,7 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 1,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, falt i samme periode med 3,2 %. Lange renter har også falt, slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har gitt en avkastning på 2,8 %, mens korte statskassveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %.

Råvarepriser har steget i år. Oljeprisen har steget 28,7 % og prisen på gull har steget 27,8 %. Prisen på aluminium har steget 9,6 %, mens kobberprisen har steget med 2,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutakursene fortsetter å være meget volatile. NOK har styrket seg mot de fleste valutaer i år. GBP og USD har svekket seg mot NOK med henholdsvis 16,0 % og 4,9 %. SEK og EUR har svekket seg mot NOK med henholdsvis 5,8 % og 3,1 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

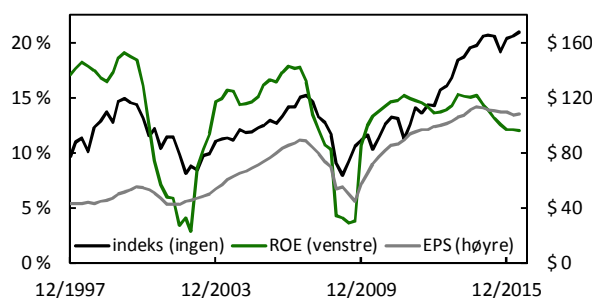
Bank of England var raske med å love ytterligere pengepolitiske stimulanser etter Brexit-valget. Sannsynligheten for en amerikansk renteheving falt, og tidspunktet for ventet renteheving ble skjøvet ut i tid. Den japanske og europeiske sentralbank har negative styringsrenter og vurderer ytterligere stimulerende tiltak. I sum er derfor sentralbankpolitikken sterkt stimulerende. Vi har tidligere kommentert at grensenytten av disse tiltakene er fallende, men de er likevel positive.

Det store spørsmålet innen verdsetting er det lave rentenivået, hvor lenge det vil vedvare og hvilke konsekvenser det får for markedets villighet til å betale høyere priser enn historisk for aktivaklasser som eiendom og aksjer.

Aksjemarkedene har i de siste år opplevd fallende inntjening og redusert egenkapitalavkastning. Historisk har dette også ført til fallende aksjemarkeder. Figuren nedenfor viser utvikling for det amerikanske aksjemarkedet fra 1999, målt ved markedsindeksen S&P 500 (indeks), inntjeningen per aksje (EPS) og egenkapitalavkastningen (ROE).

Figuren viser at når inntjeningen og egenkapitalavkastningen historisk har falt, har markedet også falt. Denne gangen har markedet holdt seg svært godt på tross av fallet både i inntjening og egenkapitalavkastning. Årsaken til dette kan være det lave rentenivået som gir lav eller ingen alternativavkastning til aksjer. Det kan også forklares ved at markedskonsensus tror at den svake inntjeningsutviklingen er midlertidig og vil snu til det bedre i andre halvår.

S&P 500: utvikling EPS og ROE



Kilde: Bloomberg og Industrifinans

Brexit medførte en ny knekk i markedssentimentet med en tilhørende økt volatilitet.

### Konklusjon

Utsiktene for global vekst og svak inntjening i selskapene tilsier ikke en overvekt i risikoaktiva. 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