

Månedsbrev 5. juli 2017

En refleksjon

“For years, the euro area has lived under a cloud of uncertainty about whether the necessary reforms would be implemented at both the domestic and Union level. ... Today, things have changed. Political winds are becoming tailwinds.”

Mario Draghi, sjef for Den europeiske sentralbanken, tale den 27. juni 2017

Makro

Den globale veksten holder seg fortsatt stabil og positiv, og det er nå eurosonen som bidrar med de mest positive impulsene i det store bildet. Det kan se ut som valget av Trump i USA og Brexit i Storbritannia har bidratt til å skremme, samle og gi ny styrke til EU.

En kombinasjon av rimelig og rikelig kreditt, lave oljepriser, lav valutakurs og mindre stram finanspolitikk har alle bidratt til det europeiske oppsvinget. Men det siste og avgjørende tallet som fundamenterte den positive utviklingen i EU var 308. Det var antall parlamentsdelegater President Emmanuel Macrons Republique En Marche vant i det franske parlamentsvalget og sikret partiet rent flertall blant parlamentets 577 delegater.

Figuren til høyre viser utviklingen i BNP og økonomisk sentiment i eurosonen siden 2010. Eurosonens indeks for økonomisk sentiment viste i juni den høyeste målingen siden august 2007. Det positive bildet ble bekreftet av eurosonens indeks for konsumenttillit som i juni viste den høyeste notering siden april 2001.

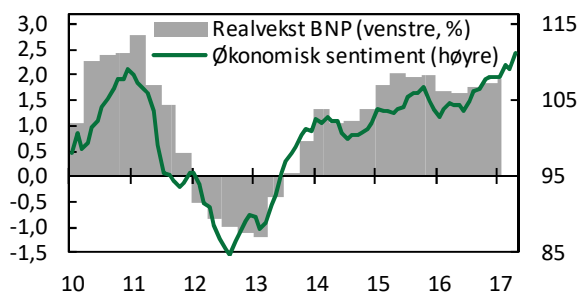
Vi ser på andre viktige områder at EUs sentrale reformer settes på praktiske prøver. Etter finanskrisen vedtok EU Krisehåndteringsdirektivet, på engelsk kalt Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD), for å kunne håndtere fremtidige bankkriser raskt, smidig og uten å belaste skattebetalerne. Den 7. juni reddet BRRD Spania fra en dramatisk bankkrise hvor Banco Santander overtok den kriserammede Banco Popular. Transaksjonen var fullført på under ett døgn. I Banco Popular tapte aksjonærer og ansvarlige långivere alt, mens både innskytere og senior långivere unngikk tap.

Bankovertakelsen skjedde uten noe som helst støy i finansmarkedene.

I Italia ble BRRD også lagt til grunn da storbanken Intesa Sanpaolo måtte overta de to regionbankene Banca Popolare di Vicenza og Veneto Banca i slutten av juni. Også her tapte aksjonærer og ansvarlige långivere alt, mens italienske myndigheter fikk aksept fra EU om å skjerme innskytere og senior långivere fra tap ved å stille statsgarantier på 17 milliarder euro. Dersom BRRD hadde vært fulgt til punkt og prikke skulle dette beløpet også vært belastet senior långivere og innskytere, men krisen ble likevel løst på en langt raskere og smidigere måte enn hva som hadde vært mulig bare noen få år tilbake.

Det er mange småsparere som eier andeler i seniorgjelden til de to overtatte, italienske regionbankene. Politikere i Italia og EU ønsket sannsynligvis ikke å skape negativ stemning i forkant at det viktige valget i Italia neste år.

Eurosonen styrkes



Kilde: Bloomberg

Avkastning – hittil i år

Det har vært en god kursutvikling i internasjonale aksjer hittil i år, mens det norske aksjemarkedet har gitt en mer moderat avkastning. Forskjellen i avkastning kan i høy grad tilskrives en fallende oljepris. Lange renter har falt noe tilbake.

Per 4. juli har indeksen MSCI Developed World steget med 7,1 %, mens indeksen MSCI Emerging World har steget med 14,1 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steg i samme periode med 3,1 %. Lange renter har falt slik at den lange statsobligasjonsindeksen ST5X nå har

Utvalgte markeder

Pr. 4. juli 2017

| | Kurs | Hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSEBX | 707,52 | 3,46 % |
| Dow Jones | 21479,27 | 8,69 % |
| S&P 500 | 2429,01 | 8,49 % |
| DAX | 12437,13 | 8,33 % |
| FTSE 100 | 7357,23 | 3,00 % |
| Nikkei 225 | 20032,35 | 4,80 % |
| Hang Seng | 25389,01 | 15,40 % |
| WTI Olje | 47,07 | -12,38 % |
| Brent Olje | 49,61 | -12,69 % |
| Gull | 1223,26 | 6,16 % |
| Kobber | 5867,25 | 6,23 % |
| USDNOK | 8,35 | -3,34 % |
| EURNOK | 9,48 | 4,27 % |
| GBPNOK | 10,80 | 1,30 % |
| SEKNOK | 98,03 | 3,32 % |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i USD

Kilde: Bloomberg

gitt en positiv avkastning på 1,4 %, mens korte statskasserveksler, representert ved ST1X, har gitt en avkastning på 0,3 %.

Råvarepriser har hatt en blandet utvikling. Oljeprisen har hittil i år falt med 12,7 %. Kobber har steget 6,2 %. Prisen på aluminium har steget 12,7 %, mens gull har steget med 6,2 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

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

Likviditet, Verdi og Sentiment

Det er mye som tyder på at rentene har nådd bunnen både hva gjelder sentralbankenes styringsrenter og rentenivået på statsobligasjoner med lang løpetid. Sentralbank etter sentralbank kommuniserer nå stabile eller stigende styringsrenter. I USA diskuteres nå en nedbygging av sentralbankbalansen, og i eurosonen vurderes reduksjoner i sentralbankens obligasjonskjøp til neste år. Markedene blir nervøse hver gang sentralbankene snakker om tilstramminger av pengepolitikken. Markedets reaksjon er til dels reflektert i nominelle 10-års statsrenter i USA, som har falt ned til 2,3 % mens realrenten for samme løpetid ligger stabilt rundt 0,5 %. Dette viser at markedet har noe lavere tro på langsiktig normalisering av inflasjonen. På den annen side vil nettopp lave statsrenter med lang løpetid virke dependende på tilstramminger.

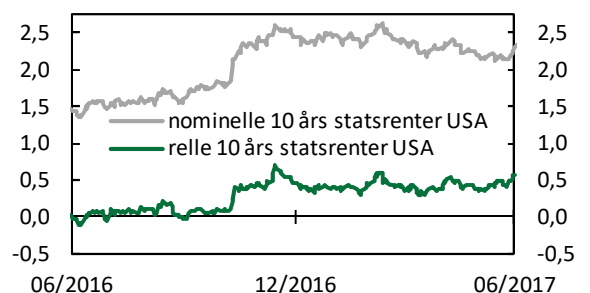
Financial Times skriver også på lederplass at de lave realrentene og den moderate globale veksten gjør det svært lite sannsynlig at rentene vil nærme seg nivåer fra før finanskrisen på svært lenge. De tror heller at sentralbankene i årene som kommer kan vende tilbake til nye obligasjonskjøp eller sette rentene ned igjen dersom de

økonomiske dataene skulle tilsi at det blir nødvendig.

Både verdensindeksen og Oslo Børs har hatt inntjeningsvekst og økte inntjeningsforventninger i 2017. Basert på OSEFX-indeksen ligger forventningene for inntjening per aksje for 2017 nå rundt 8 % høyere enn forventningene til 2016 var på samme periode i fjor. For indeksen MSCI Developed World ligger tilsvarende inntjeningsforventninger rundt 13 % høyere nå enn ved halvårsskiftet i fjor. Samtidig har denne indeksen hatt 19 % avkastning i samme periode, slik at vi har observert en multippeleksjon siste 12 måneder.

Aksjemarkedene har generelt falt noe tilbake i juni, men det er fortsatt for tidlig å si om dette signaliserer en svakere utvikling på noe lengre sikt.

Stabil lav realrente



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Vi opprettholder vår nøytralvekt i norske og internasjonale aksjer. Verdsettelsen er relativt høy, men vi velger likevel å være risikonøytrale i forhold til langsiktig strategi. Innen internasjonale aksjer har vi en overvekt mot Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet amerikanske aksjer.

Renteporteføljene har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no