

## Et stort steg for EU

Oslo, 10. august 2020

### En refleksjon

*“In order to provide the Union with the necessary means to address the challenges posed by the COVID-19 pandemic, the Commission will be authorised to borrow funds on behalf of the Union on the capital markets.”*

*European Council conclusions, 17.-21. juli 2020*

### Makro

EU tok et historisk nytt steg i juli med avtalen mellom EU-ledere om å finansiere et nytt redningsfond ved at kommisjonen selv kan utstede obligasjoner på vegne av unionen. EU har hatt mange økonomiske redningspakker, men den radikale nyheten er at unionen selv tar felles ansvar for obligasjonslånene.

Europakommisjonens president, Ursula von der Leyen, poengterte dog etter toppmøtet i juli at det fremdeles gjenstår et arbeid for å sikre at Europaparlamentet stiller seg bak avtalen om Next Generation EU, som er navnet på det nye redningsfondet.

Fondet har en ramme på 750 milliarder euro, med spesifiserte programmer midlene kan brukes til i de nærmeste årene. Midlene brukes hovedsakelig til *Recovery and Resilience Facility*, som skal støtte investeringer og reformer for grønn og digital transformasjon for å skape jobber og bærekraft.

Next Generation EU kommer i tillegg til tiltaksprogram tidligere i koronakrisen med ramme på 540 milliarder euro. Disse ekstraordinære programmene har til sammen en ramme på 1.290 milliarder euro og er et kraftig tillegg til EUs ordinære langtidsbudsjett for perioden 2021-2027 på 1.074 milliarder euro.

Ved utgangen av 2019 var samlet statsgjeld for EU-landene 13.054 milliarder euro. Bare Next Generation EU alene betyr da ytterligere ekspansiv finanspolitikk lik 6 % av eksisterende statsgjeld og om lag tilsvarende av samlet BNP for EU-landene for 2019. Det radikale denne gang, er at det vil være et lån med felles ansvar.

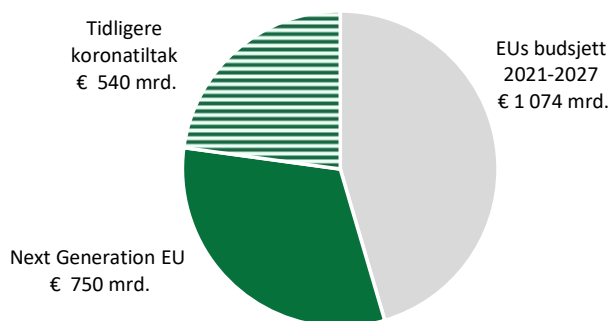
Vi har tidligere omtalt taktskiftet fra overveiende pengepolitiske virkemidler etter finanskrisen til mer finanspolitiske virkemidler etter koronakrisen. Pengepolitikken i EU er dog igjen ultraekspansiv med programmer fra den europeiske sentralbanken, men de ekstraordinære finanspolitiske tiltakene har nå like stor ramme som den europeiske sentralbankens Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP).

Markedene blir påvirket av pengepolitiske og finanspolitiske tiltak på ulik måte. Mens de velkjente

kvantitative lettelsene søker å redusere langsiktig lånerenter samt å bedre markedslikviditeten ved oppkjøp av verdipapir, vil EU nå utstede nye lån for å bruke lånekapitalen til styrking av økonomien. Bedrede finansielle rammevilkår filtreres over tid ned til realøkonomien med økte investeringer og styrket vekst med tilhørende høyere inflasjonsforventninger.

Redningsfond som Next Generation EU, er mer direkte innsprøytninger i økonomien, uten å gå via mekanismer i finansmarkedet. Kvantitative lettelser medfører kjøp av obligasjoner, mens redningsfond gir behov for å utstede nye obligasjoner. I dette tilfellet anvendes om lag halvparten av fondet i direkte tilskudd og halvparten ytes som lån. Det er denne type direkte bidrag til økonomien, som Jeremy Siegel, professor i finans ved Wharton School, i sitt [intervju](#) på Bloomberg 21. juli hevder er mer inflasjonsdrivende enn pengepolitikken.

### Ekspansiv finanspolitikk i EU



Kilde: consilium.europa.eu

Amerikanske myndigheter har jobbet lenge med ytterligere redningspakker i USA. Dette har vært viktig, da en del av virkemidlene av tidligere løsninger utløper i august. Forhandlingene går tregt i kongressen. På søndag undertegnet derfor Donald Trump en presidentordre om videre finansiering av ulike hjelpeordninger. Selve implementeringen av disse ordrene er avhengig av delfinansiering fra delstatene.

### Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI AC World, i norske kroner hittil i år per 31. juli var 2,3 %. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var -1,6 %. Indeksene har dermed langt på vei hentet seg inn igjen etter fallet i februar og mars.

Vekstaksjer (growth) har hatt en sterk periode hittil i år, sammenlignet med verdiaksjer (value).

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, har falt med 10,1 % hittil i år, per 31. juli.

Rentenivået til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,3 % per 31. juli, mot 1,4 % ved årsskiftet. Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,0 % per 31. juli, mot 2,3 % ved nyttår. Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 8,5 % per 30. juni, mot 6,9 % ved inngangen til året.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 0,8 % i USD per 31. juli, mot 1,4 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 6,0 % i USD per 31. juli, mot 5,6 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 30. juni, har gullprisen steget med 30,2 %, med en kraftig oppgang i juli. Kobberprisen har steget 4,4 %, og aluminiumsprisen har falt 6,0 %. Kobberprisen har dermed hentet inn igjen fallet fra mars. Råvareprisene er målt i USD. Oljeprisen (Brent) har falt kraftig og var per 31. juli USD 43,3, som er 34,4 % lavere enn ved årsskiftet, men høyere enn ved prisbunnen i april.

Valutamarkedet har vært preget av svært høy volatilitet. Hittil i år, per 31. juli, hadde USD, EUR, GBP og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 3,6 %, 8,9 %, 2,3 % og 10,5 %.

### Likviditet, Verdi og Sentiment

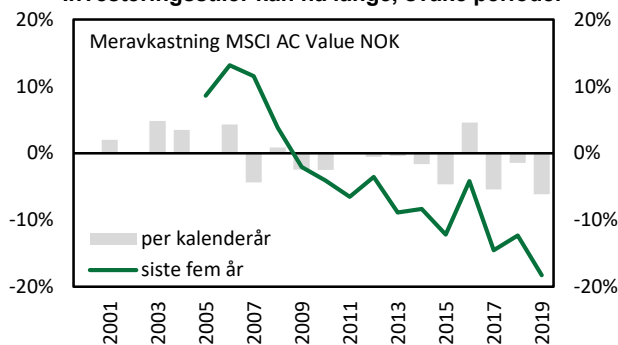
Verdiaksjer har hatt en svak periode helt siden Finanskrisen. I tiåret 2010-2019 gav MSCI AC Value totalt sett mindreavkastning målt mot MSCI All Countries, målt i NOK. For 2000-tallet var det derimot meravkastning for verdiaksjer, men mye mer moderat. Tilbake på 1990-tallet var det en viss meravkastning for vekstaksjer igjen.

Grafen til høyre viser at en investeringsstil, som eksempelvis verdi, kan ha mange år med svak avkastning, før stilen igjen blir foretrukket blant markedsaktørene og oppnår god relativ avkastning. Hver grå søyle er meravkastningen til den brede verdensindeksens verdiaksjer mot den brede verdensindeksen selv. Denne observasjonen viser at investorer som søker å investere på riktig tidspunkt i forhold til stil, må ha svært god tålmodighet til eventuelt å måtte avvente de årene hvor valgt stil står i motvind. Situasjonen er tilsvarende for investorer som søker å skape meravkastning med taktisk region- eller valutaeksponering.

Stilforvaltning mot vekstaksjer er dog noe annet enn en investeringsfilosofi med en fundamentalt fundert prosess for selskapsvalg som plukker gode selskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering. Alle aksjer

har en eller annen grad av stil over seg, men en selskapsorientert investeringsfilosofi søker ikke nødvendigvis å følge en stil, men å finne de gode selskapene. Gode selskaper med god egenkapitalavkastning kan finnes både blant sykliske selskaper og vekstselskaper. De vil gjerne vokse og derfor kunne ha en viss tilt i retning av vekststilen, men likevel i mindre grad være eksponert mot skiftende favor for stilen og mer avhengig av enkeltetselskapets posisjon, drift og utvikling.

Investeringstiler kan ha lange, svake perioder



Kilde: Bloomberg

### Konklusjon

Positiv sentralbank- og markedslikviditet, høyere verdsetting og sensitivitet i forhold til sentiment gjør at vi i sum har om lag nøytral aksjevekt.

Det hjemlige kredittmarkedet med høy kredittverdighet og høyrentemarkedet virker fortsatt relativt lavt priset, og vi har derfor en viss overvekt i disse aktivaklassene.

### Relevante markedsindikatorer per 31. juli 2020

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.0 %	0.1 %	0.6 %	1.2 %	2.5 %	3.7 %	0.09 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.1 %	0.6 %	4.1 %	4.2 %	6.2 %	8.3 %	0.15 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.4 %	0.7 %	6.3 %	6.1 %	9.8 %	12.6 %	0.27 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.4 %	1.5 %	5.1 %	5.4 %	9.4 %	14.1 %	1.02 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1.2 %	10.5 %	-5.4 %	-4.8 %	6.0 %	13.3 %	8.52 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	1.1 %	2.1 %	4.4 %	5.6 %	13.3 %	21.0 %	1.07 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	1.0 %	1.8 %	4.7 %	5.9 %	13.5 %	20.5 %	0.82 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	3.4 %	10.5 %	-3.3 %	-1.5 %	5.0 %	23.5 %	5.97 %
Oslo Børs Fondsindeks	4.0 %	7.9 %	-10.1 %	-1.7 %	15.8 %	33.0 %	830.45
Oslo Børs Hovedindeks	3.9 %	6.6 %	-11.3 %	-3.8 %	12.8 %	29.3 %	826.23
Oslo Børs Small Cap Index	4.7 %	16.9 %	-19.0 %	-10.0 %	-11.2 %	-9.3 %	570.92
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.4 %	5.4 %	-6.8 %	1.4 %	27.6 %	73.4 %	2 039.14
Oslo Børs Eiendomsindeks	2.6 %	7.3 %	-10.5 %	7.0 %	26.6 %	63.3 %	--
VINX Benchmark Cap	3.3 %	8.1 %	11.6 %	24.6 %	38.0 %	56.2 %	508.55
MSCI All Countries (AC) World Local	4.0 %	11.5 %	-1.6 %	6.2 %	23.8 %	42.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-0.5 %	0.7 %	2.3 %	10.0 %	41.7 %	58.8 %	--
MSCI Developed World	-0.9 %	0.1 %	2.3 %	10.1 %	43.9 %	59.9 %	--
MSCI Emerging World	3.0 %	4.7 %	1.9 %	9.4 %	25.9 %	50.0 %	--
MSCI Frontier World	-6.1 %	-5.2 %	-13.3 %	-11.7 %	6.7 %	13.1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-1.8 %	0.3 %	-6.1 %	1.3 %	16.7 %	20.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-3.6 %	-4.5 %	-15.4 %	-13.5 %	11.3 %	18.2 %	--
MSCI Developed North America	0.1 %	1.1 %	6.5 %	14.6 %	59.4 %	83.7 %	--
MSCI Emerging Latin America	4.9 %	10.4 %	-25.5 %	-23.2 %	-5.3 %	14.4 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	2.0 %	3.3 %	5.0 %	11.9 %	30.7 %	56.1 %	--
MSCI Japan	-7.0 %	-7.4 %	-5.3 %	4.0 %	21.9 %	29.1 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	2.3 %	7.0 %	13.5 %	20.8 %	61.5 %	75.5 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.1 %	-3.3 %	3.0 %	6.9 %	31.5 %	42.4 %	--
MSCI AC Energy	-7.3 %	-11.4 %	-32.9 %	-31.7 %	-17.5 %	-17.2 %	--
MSCI AC Financials	-3.0 %	-4.7 %	-18.7 %	-13.1 %	1.8 %	15.9 %	--
MSCI AC Health Care	-1.4 %	-4.3 %	10.4 %	24.0 %	59.5 %	54.0 %	--
MSCI AC Industrials	-2.2 %	-0.3 %	-7.2 %	-1.6 %	22.9 %	44.8 %	--
MSCI AC Information Technology	1.2 %	9.2 %	24.5 %	40.9 %	116.4 %	195.8 %	--
MSCI AC Materials	2.1 %	5.7 %	2.3 %	8.6 %	29.1 %	56.3 %	--
MSCI AC Real Estate	-2.6 %	-6.2 %	-9.6 %	-5.5 %	20.3 %	31.0 %	--
MSCI AC Communication Services	0.3 %	1.1 %	10.2 %	15.8 %	38.4 %	38.1 %	--
MSCI AC Utilities	0.9 %	-2.7 %	0.2 %	7.3 %	37.9 %	51.5 %	--
USDNOK	-5.5 %	-11.2 %	3.6 %	2.6 %	15.7 %	11.3 %	9.10
EURNOK	-0.9 %	-4.5 %	8.9 %	9.2 %	15.1 %	19.3 %	10.72
GBPNOK	-0.2 %	-7.7 %	2.3 %	10.5 %	14.5 %	-6.8 %	11.90
SEKNOK	0.5 %	-1.3 %	10.5 %	13.0 %	6.3 %	9.3 %	1.04
Bloomberg Commodity	5.7 %	12.8 %	-14.8 %	-12.1 %	-14.5 %	-20.7 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	3.0 %	3.1 %	-15.3 %	-11.4 %	-28.5 %	-31.6 %	--
Brent Crude (ICE)	5.2 %	71.3 %	-34.4 %	-33.6 %	-17.8 %	-17.1 %	43.30
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-11.5 %	-7.5 %	-30.4 %	-7.0 %	-15.9 %	13.0 %	52.23
Gull spot	10.9 %	17.2 %	30.2 %	39.8 %	55.6 %	80.3 %	1 975.86
Aluminium spot	4.6 %	14.8 %	-6.0 %	-5.4 %	-11.6 %	5.9 %	1 675.20
Kobber spot	7.0 %	24.5 %	4.4 %	8.8 %	1.4 %	23.0 %	6 422.00

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning i USD).

**Ansvarsbegrensning.** Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.