

Markedskommentar – Juli 2016

Juli er ofte en volatil måned ettersom volumene er lavere og færre investorer handler aksjer aktivt. I kjølvannet av EU-avstemmingen i Storbritannia lå dermed det meste til rette for at juli kunne bli en måned preget av støy og store svingninger i markedene.

Politisk har britene en lang vei å gå, og det vil bli utfordrende å forhandle frem handelsavtaler med EU. Om lag halvparten av eksporten fra Storbritannia går til EU, mens 10% av EUs eksport går den andre veien. Det er hovedsakelig Tyskland og Spania hvor britene er vesentlig netto importører. Det er åpenbart at verdens femte største økonomi vil komme frem til fungerende handelsavtaler, men det vil ta tid, og i mellomtiden vil dette legge klare en klar demper på investeringslysten. Allerede nå ser vi klare tegn til avmatning på øyriket etter at innkjøpssjefsindeksen i juli nådde det laveste nivået på 3,5 år og arbeidsledigheten viser en foruroligende trend.

Det store bildet er likevel at juli ble en god børs måned og hvor rentemarkedet også fulgte på med sterk utvikling både for «investment grade» og «high yield» obligasjoner. Hovedårsaken er at den britiske og europeiske sentralbanken forsikret markedet at de vil gjøre alt som behøves for å sikre finansiell stabilitet og tilgang på likviditet. I tillegg forventer markedet at rentene vil forbli lave i overskuelig fremtid, noe som også bidrar til at det er få alternativer til aksjer.

Målt i norske kroner steg den globale MSCI ACWI-indeksen med 5,1%, vekstmarkedsindeksen MSCI EM steg 3,2%, mens frontierindeksen steg 1,9%. Alle de nordiske børsene hadde oppgang, men hvor Norge var svakest som følge av oljeprisfallet. Norge +1,6%,

Sverige +4,4%, Danmark +5,3% og Finland +6,8%. Alle tall i NOK.

I vekstmarkedene var det også bred oppgang. Kina steg 2,1%, India +5,4% og Russland +0,5%. Bovespa-indeksen i Brasil ble igjen månedens store vinner med en oppgang på 11,0% og er med det opp 52,6% siden nyttår. Alle tall i NOK.

Norske kroner svekket seg med hhv 1% og 1,6% mot hhv. dollar og euro, og var tilnærmet uendret mot svenske kroner og britiske pund.

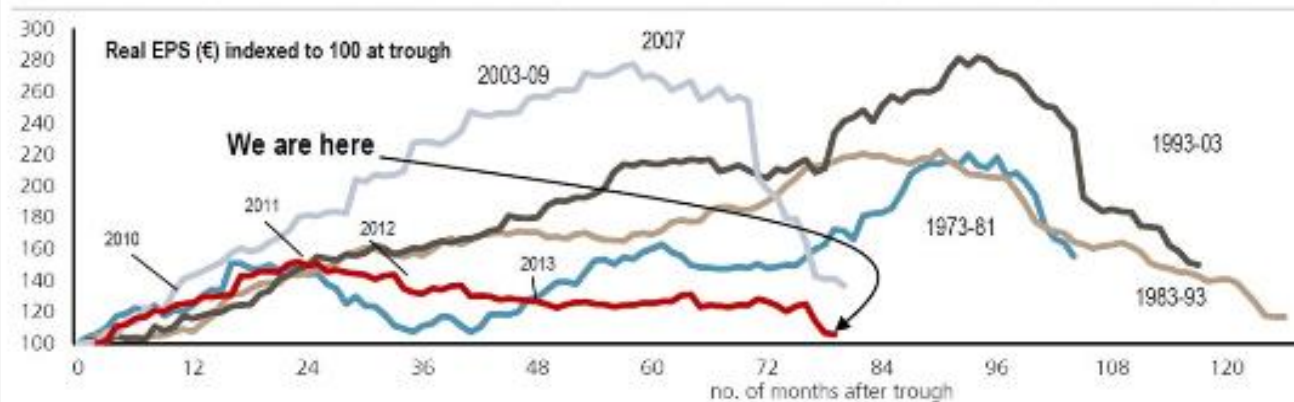
Svak inntjeningsutvikling

Om aksjemarkedet er dyrt eller billig er en konsekvens av aksjekurser og inntjening. I etterkant av tidligere resesjoner har gjerne inntjeningen økt

betydelig etter hvert som økonomien nærmer seg full kapasitetsutnyttelse. Som grafen under viser har utviklingen de siste årene vært svak i Europa, sannsynligvis fordi det er mye ledig kapasitet i produksjonssektoren og fordi arbeidsledigheten er høy (ca 10% i EU). Dermed blir det lav lønnsvekst, lite inflasjonspress og minimale muligheter til å øke prisene.

I lang tid har analytikerne forventet at neste år vil inntjeningen øke, uten at det har skjedd. I USA har inntjeningen falt fire kvartaler på rad. Så langt ser det ut til andrekvartalstallene for amerikanske bedrifter vil vise en nedgang på 3,8%, noe som i så fall vil markere det lengste fallet i inntjeningen siden finanskrisen i 2008-2009. Og det i en periode hvor rentene er nær nullpunktet og verden flommer over av likviditet og gjeld. Gjeldsøkningen kan forklare mye av veksten de siste tiårene og hva som vil skje hvis verden skal begynne å betale ned på gjelden fremstår som ganske bekymringsfullt.

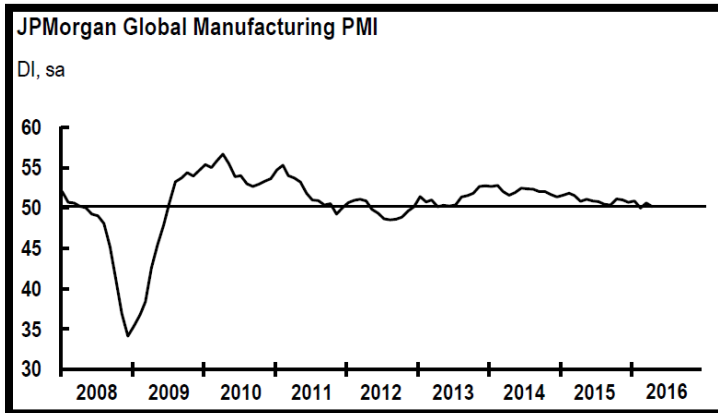
Figure 25: Profit cycle: slowest in 50 years. Each cycle is rebased to 100 at trough of the last cycle (MSCI Europe, real)



Source: Datastream, MSCI, UBS European Equity Strategy.

Markedskommentar – Juli 2016

Av ledende indikatorer er innkjøpssjefsindeksene for produksjonssektoren ofte et godt barometer for fremtidig vekst. Men heller ikke her er det mye tegn til liv. Grafen under viser en fallende utvikling og er nå på vippepunktet til å indikere resesjon.



Når aksjemarkedet er forholdsvis høyt priset og sikre renteplasseringer er nær frysepunktet kreves det ytterligere grundighet for å forvalte kapitalen.

Vi opplever at Europa er lavere priset enn USA, og at Tyskland handles på lavere prisingsmultipler enn Europa for øvrig. Videre tror vi Asia gjennomgående kan være godt skjermet mot svakere vekst i Europa etter Brexit. Finanssektoren skiller seg ut som et lyspunkt prismessig hvor selskapene prises til lavere enn bokførte verdier og 30-40% under andre bransjer med tilsvarende inntjening. Vi tror videre at oljemarkedet vil tendere mot balanse i løpet av fjerde kvartal, og at oljeprisen som følge av dette vil tikke oppover i løpet av høsten. Problemet er bare at mange oljeaksjer allerede priser inn oljepriser langt

over dagens nivå. Her tror vi russiske aksjer kan vurderes som attraktive med P/E på ca 8 ganger forventet inntjening kommende 12 måneder.

Renter

Lave statsobligasjonsrenter har blitt enda lavere i løpet av sommeren. Norske 10-års renter vaker omkring 1%. Etter en meget svak PMI-rapport for Storbritannia i juli ventes det at Bank of England vil sette ned styringsrenten fra 0,50% til 0,25% og i tillegg introdusere et program for kvantitative lettelse, tilsvarende det eksisterende programmet til den europeiske sentralbanken.

Sterk boligprisutvikling i Norge og de siste måneders økning i industriforventningene gjør at det skapes tvil om den norske sentralbanken vil senke rentene i september.

I USA anslås det nå en sannsynlighet på ca 12% for at FED vil øke rentene på sitt septembermøte. Alt i alt er det en del positive trekk fra bolig- og arbeidsmarkedet i USA, men verken inflasjonen eller lønnsutviklingen har tiltatt som ventet. Om det ikke blir økning i september er det grunn til å vente at FED vil vente til etter valget med å vurdere endringer på nytt.

Teknisk momentum for high yield obligasjoner fortsatte inn i juli etterhvert som investorene plasserte mer kapital i risikable aktiva, selv om denne utviklingen roet seg en del mot slutten av måneden. High yield gjorde det bedre enn andre rentesegmenter hjulpet av mye ny kapital i markedet.

Amerikansk high yield gjorde det bedre enn europeisk ettersom en del av kapitalen ble flyttet fra Europa til USA i etterkant av Brexit og fordi investorene søker høyere avkastning på kapitalen. Det var flere obligasjonsutstedelser i high yield enn vi har sett på lang tid. Kortsiktig synes risikoen å være størst for energiobligasjoner ettersom oljeprisen mot slutten av juli falt tilbake til «bear»-markeds territorium.

Både investment grade og high yield obligasjoner i vekstmarkedene opplevde rally i juli som følge av stor innflyt av kapital, trolig på søk etter høyere rente og bort fra Europa etter Brexit. Råvaremarkeder som Latin Amerika og Afrika gjorde det særdeles godt til tross for oljeprisfallet. Det mislykkede militærkuppet i Tyrkia hadde liten påvirkning på rentemarkedet.