

Til våre andelseiere

## BREXIT- BREXIT- BREXIT

«Nasjonal sjølråderett» var et sentralt begrep i forbindelse med de norske folkeavstemmingene i 1972 og 1994, om norsk tilknytning til EF/EU. Ved den siste avstemmingen i 1994 ble resultatet at noe over 52% av velgerne var mot norsk EU-medlemskap. Norske politikere fikk deretter, etter at folket hadde talt, i stand en EØS-avtale, som er tilnærmet likt et EU-medlemskap, men uten rett til møtedeltagelse.

Det siste norske avstemmingsresultatet er nesten identisk med den andelen av britiske velgere som ved valget den 23. juni stemte for at Storbritannia skal forlate EU. Også ved det britiske valget synes nasjonal selvråderett å ha vært en av de vesentligste beveggrunnene for at velgermassen i sum ignorerte rådene fra økonomer og sentrale politikere i de største partiene. «Bookmakere» og investorer synes også i hovedsak å ha gått glipp av den stemningsbølgen og holdningene i den britiske velgermassen som kan lede til BREXIT; at Storbritannia forlater dagens form for EU-samarbeid.

Som følge av investorenes kollektive mangel av virkelighetsoppfatning var den etterfølgende fredagen preget av store prisbevegelser i de finansielle markedene. Noen av de største bevegelsene skjedde i valutamarkedene. Verdien av britiske pund svekket seg kraftig mot andre valutaer, og USD ble nesten 8% dyrere for en engelskmann. Verdien av NOK svekket seg også betydelig mot de fleste andre valutaer utenom GBP. I aksjemarkedene var kursfallet mindre både for britiske og norske aksjer enn kursnedgangen for kontinentaleuropeiske aksjer. Dette skyldtes antagelig at noe av støyten ble tatt via valutakursnedgangen. Ingen av de store aksjebørsene hadde kursfall i overkant av 10%, som var prognosen fra flerfoldige analytikere og bekymrede økonomer.

Vi har i våre økonomiske utsikter i de siste år særlig henledet oppmerksomhet mot at våre økonomiske antagelser er gjort med en forutsetning om at den økonomiske politikken i verden ikke går inn i en fase av økende proteksjonisme og handelshindringer. Herunder skrev vi i vår publikasjon «økonomiske utsikter for 2016»: *Geopolitiske hendelser vil kunne begrense økonomisk vekst, og det vil særlig bli rettet oppmerksomhet mot den politiske utviklingen i EU.*

Utfallet av den britiske folkeavstemmingen er et brudd med den langsiktige utviklingen med større økonomisk og politisk integrasjon i Europa. Avstemmingsresultatet kan lede til økende proteksjonisme både i Europa og globalt. Hvilke følger kan vi forvente at Brexit-resultatet vil få for våre prognoser om den økonomiske utviklingen, og de forventningene som vi har til de fondsproduktene som vi forvalter?

Avstemmingsresultatet bør ikke gi grunnlag til dommedagsprofetier og panikk. Om det skulle bli svært store negative kursbevegelser i aksjemarkedene vil dette kunne være gode anledninger til å foreta investeringer i fond. Nyhetsbildet er antagelig i for stor grad preget av «smarte» økonomiske spåmenn i London-banker, som er pessimistiske fordi deres egen arbeidsplass kan gå til grunne om finansinstitusjonene forlater London. Det langsiktige globale vekstbildet er antagelig bare blitt litt svakere som følge av den utmeldingsprosessen som Storbritannia nå skal gi seg ut på.

Verden er i hovedsak den samme som før avstemmingen, selv om folket har talt London, Brussel og Roma midt i mot. De økonomiske endringene vil ta tid. Storbritannia er fortsatt med i EU, og vil antagelig være det i mer enn to år fremover. Storbritannia og EU vil trenge tid for å avvikle forholdet, og i separasjonsperioden kan kanskje et nytt og annerledes forhold bli etablert. Det er dessuten mange skjær i sjøen før Storbritannia endelig når frem med en utmeldelse fra EU.

Utfordringene er store internt i Storbritannia på grunn av forholdet til Skottland og Nord-Irland, hvor majoriteten av befolkningen fortsatt ønsker å være tilknyttet EU. «Little Britain» var vel kanskje ikke hovedtanken til dem som stemte nei til EU? Det arbeides allerede med å få i stand en ny folkeavstemming, og det vil kanskje bli avholdt en folkeavstemming etter at avtaleprosessen mellom EU og Storbritannia om utmeldelse er ferdig om noen år? Hvilket politisk og økonomisk utfall som denne folkeavstemmingen vil få for Storbritannia er derfor svært usikkert, ettersom avstemmingen i seg selv ikke har noen umiddelbare juridiske konsekvenser. Avstemmingsresultatet har imidlertid ført til jordskjelv innenfor de to store og ledende politiske partiene i Storbritannia, og det er de folkevalgte representantene i det engelske parlamentet som skal vedta en britisk utmeldelse av EU.

EU er i utgangspunktet en god ide', som har fått i gang frihandel og medvirket til god økonomisk vekst og bedre levevilkår i Europa. Dessuten har EU ikke minst bidratt til å opprettholde fred i Europa. Hva er således forklaringen på at «Brexit» ble utfallet ved torsdagens valg?

EU har sine røtter i Kull- og Stållunionen, som var et overnasjonalt organ som ble etablert mellom Frankrike og Tyskland i 1950. Det økonomiske samarbeidet mellom de to landene ble videreført med Italia og Belgia, Nederland og Luxembourg i 1951. Senere har det økonomiske samarbeidet i Europa ballet på seg. Dagens EU er etter hvert blitt et overnasjonalt og stort politisk organ med betydelig byråkrati og kostnader, arroganse og i stor grad manglende beslutningsevne. Politikere og byråkrater i EU synes ikke å ha tilstrekkelig forståelse for den økonomiske virkelighet som i dag møter store deler av befolkningen i mange EU-land og ikke bare Storbritannia.

Den økonomiske utviklingen i Europa og verden har ført til at det er blitt økende ulikheter i levekårene for forskjellige deler av befolkningen i det enkelte land. Den økte verdiskapningen og de fordeler som globaliseringen har gitt synes å ha blitt for skjevt fordelt. Særlig føler ufaglært arbeidskraft i mange europeiske land at de blir hardt rammet av internasjonaliseringen, og kan følgelig ønske proteksjonistiske tiltak (som norske bønder har oppnådd). Store velgergrupper oppfatter dessuten de store strømmene av migranter til Europa som en ny trussel og kostnad for egen levestandard. Velgernes opprør mot EUs innvandringspolitikk er, og vil bli, et sentralt tema i den politiske dagsorden i de enkelte EU-land.

Avstemmingsresultatet i Storbritannia vil antagelig føre til at EUs politiske arbeid vil bli noe endret, og at integreringsprosessene stopper opp. Samtidig kan kanskje EUs politikere og byråkrater i tiden fremover måtte ta «rev i seilene» og sørge for at EU blir en mer effektiv organisasjon. Dette vil bidra til høyere økonomisk vekst.

Noen EU-land vil dessuten bruke finanspolitikken i større grad for å tilfredsstille velgernes krav og ønsker. Videre kan en regne med at den europeiske sentralbanken vil tilføre likviditet for å forhindre kriser i bankvesenet. En stor grad av langsiktig uansvarlig penge- og finanspolitikk i Europa vil etter hvert være inflasjonsdrivende.

Det forholdet at Storbritannia kan være på vei ut av EU bør dessuten sette en støkk i eierne av italienske statsobligasjoner og lignende verdipapirer. I det lange løp er det ikke holdbart at EUs forgjeldede land kan fortsette å låne til førsteklasses (tyske) betingelser.

Avstemmingsresultatet kan derfor føre til økte forskjeller mellom statspapirer innen EU, og etter hvert også høyere rente på grunn av økt inflasjon.

Hvilke følger får Brexit-resultatet for våre forventninger til avkastningen i det norske aksjemarkedet? Vårt basisestimat for utviklingen på Oslo Børs i 2016 har i hele år vært at det vil bli en utvikling for fondsindeksen i intervallet -5% til 10%.

Etter Brexit er vår nye oppfatning at det i 2016 vil bli en utvikling for fondsindeksen i intervallet -10% til +5% i forhold til verdiene ved årsskiftet.

At nedjusteringen av antatt verdiutvikling ikke blir større henfører vi til tre forhold:

(1) Oljeprisen har i år og også i den senere tiden ligget i den øvre delen av vårt forventningsbånd på 35 USD til 50 USD fatet.

(2) Verdien av NOK har på nytt svekket seg, og eksportbedriftenes situasjon er derved blitt bedre.

(3) Gjennomføringen av Brexit vil ta tid, og de norske børsnoterte selskapene er generelt ikke særlig direkte påvirket av situasjonen. Imidlertid er prisingen av norske aksjer i stor grad påvirket av prisingen av internasjonale aksjer generelt som følge av utlendingenes store eierandel på Oslo Børs.

I skrivende stund er fondsindeksen ned med snau -7% fra årsskiftet. Sett i lys av dagens kursnivå er vi av den oppfatning at det er fornuftige langsiktige avkastningsmuligheter ved å være investert i norske aksjer. Aksjene representerer realverdier, og mange av selskapene har i stor grad evne til å gi løpende utbytteavkastning.

I denne sammenheng kan vi for øvrig minne om en av våre sentrale konklusjoner i vårt skriv om «økonomiske utsikter for 2016»: I internasjonale finans- og kapitalmarkeder er det vanskelig å finne investeringer som kan forventes å gi positiv realavkastning med lav risiko.

For vårt norske høyrentefond , Fondsfinans Kreditt, var våre forventninger ved årets start en avkastning mellom 0% og 8% for 2016. Brexit- avstemmingen synes ikke å ha endret dette anslaget noe særlig, selv om det for tiden er noe støy og store bevegelser i finansmarkedene.

Oslo, mandag 27. juni 2016

Odd Hellem

Investeringsdirektør

Fondsfinans Kapitalforvaltning