

MÅNEDSBREV 11. AUGUST 2010

En refleksjon

Barnehage-konfiskeringen har gitt spleiselaget til de rød-grønne en ny dimensjon.

Makro

I vårt forrige månedsbrev drøftet vi valget mellom pest og kolera i form av det vanskelige valget mellom ytterligere offentlige stimulanser med underskudd på statsbudsjetter og låneopptak kontra innstramminger og kontroll med den økende statsgjeld. Temaet viste seg å bli en av sommerens hoveddebatter i Financial Times, "Austerity versus stimulus", med innlegg fra begge sider ved blant annet Ben Bernanke, Lawrence Summers, Kenneth Rogoff, Jeffrey Sachs, Paul Krugman, Niall Ferguson og til slutt Jean-Claude Trichet, sjefen for den europeiske sentralbank, som skrev under overskriften: "Stimulate no more – it is now time for all to tighten"

Dette er en spennende og viktig debatt som sikkert kommer til å følge oss videre. Det er ingen fasit i forhold til hvor mye gjeld et land kan tåle i forhold til BNP, men risikoen stiger markert når nivåene nærmer seg 100 %. Land er gått konkurs med vesentlig mindre, men Japan lever fortsatt med 200 %. Den akutte krisen verden opplevde er stabilisert, det kan derfor etter vårt syn være hensiktsmessig å ha litt tørt krutt tilbake dersom krisen igjen skulle forverre seg dramatisk. I så måte deler vi i høy grad synet til Trichet og Rogoff.

IMF kom med oppdaterte prognoser 8. juli. De antar nå en vekst i verdens BNP på 4,6 % (2010) og 4,3 % (2011). Fremvoksende økonomier antas å vokse med henholdsvis 6,8 % og 6,4 %, mens tilsvarende tall for utviklede økonomier er 2,6 % og 2,4 %. IMF skriver at selv om veksten for 2010 er oppjustert siden forrige rapport er nedside-

risikoen knyttet til prognosene økt.

OECD publiserte sin analyse over utviklingen i ledende indikatorer 6. august med overskriften: "OECD composite leading indicators point to a possible peak in expansion" Samlet sett faller indikatoren i juni for første gang etter at oppgangen startet. OECD ser nedgang eller redusert oppgang i alle viktige markeder bortsett fra Tyskland som fortsatt utvikler seg positivt.

Fed ledet av Ben Bernanke hadde rentemøte 10. august og besluttet å opprettholde nivået på de kvantitative lettelsene ved å investere provenyet fra obligasjonsforfall i nye langsiktige obligasjoner. Dette er i praksis en utsettelse av en exit fra de ekstraordinære pengepolitiske tiltak og en erkjennelse av at økonomien i USA fortsatt er svak.

Vi får håpe at vi kun ser en redusert vekst og ikke starten på en ny resesjon.

Avkastning per juli

Juli ga en reaksjon opp i de fleste risikoaktiva etter en svak periode i månedene før. Aksjer fikk en betydelig gjeninnhenting, samtidig som NOK styrket seg kraftig. Hittil i år har USD styrket seg med 4,9 % mot NOK, gull har steget med 7,7 % i USD, den amerikanske 10 års statsobligasjonsrenten har falt fra 3,8 % til 2,8 %. Oslo Børs ved OSEFX har falt med 3,2 %. Verdensindeksen i aksjer ved MSCI World har steget med 2 % målt i NOK. Aksjeindeksen i Shanghai har falt med 20 % og den spanske aksjeindeksen IBEX 35 har falt med 12 % i lokal valuta. Tallene viser at vi er inne i en periode med store svingninger og generelt svak avkastning.

Utvalgte markeder

Pr. 10. august 2010

	Kurs	hittil i år
OSE BX	367,53	-1,08 %
Dow Jones	10644,25	2,07 %
SP 500	1121,06	0,53 %
DAX	6286,25	5,52 %
FTSE 100	5376,41	-0,67 %
Nikkei 225	9551,05	-9,44 %
Hang Seng	21473,60	-1,82 %
WTI Olje	80,20	1,52 %
Brent Olje	79,50	2,19 %
Gull	1204,00	10,26 %
Kobber	7305,00	0,21 %
USD/NOK	6,01	3,98 %
EUR/NOK	7,90	-5,05 %
GBP/NOK	9,46	1,50 %
SEK/NOK	84,00	3,72 %

Avkastningstall i lokal valuta

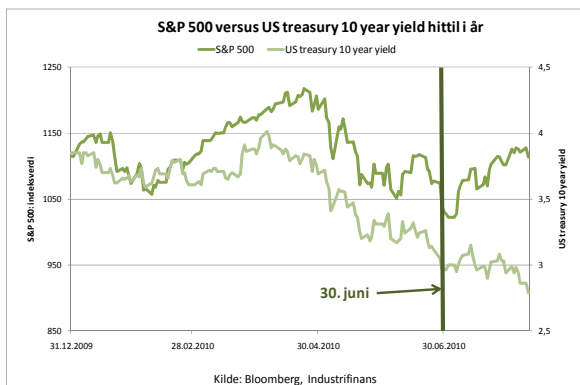
Alle råvarer er priset i dollar

Verdi og sentiment

Den sterke oppgangstrenden i risiko aktiva som begynte i mars 2009 er brutt. De aller fleste markeder signaliserer nå en sidelengs eller fallende trend. Markedene må tilbake, og over toppen i april for at dette bildet skal endres.

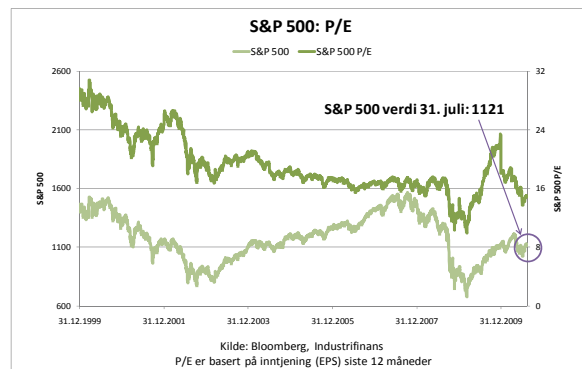
Teknisk sett så aksjemarkedene meget svake ut ved slutten av juni da viktige støttenivåer i OSEBX på Oslo Børs (330) og S&P 500 (1.050) ble brutt. Vi fikk i juli en kraftig reaksjon tilbake som ofte kan skje nå bunnen i trenkanaler testes eller brytes. Det er allikevel nødvendig med både en videre oppgang og deretter stabilisering over april nivåene før nedsiderisikoen er vesentlig redusert.

Rentemarkedene uttrykker fortsatt bekymring. Den amerikanske 10-årige statsobligasjonsrenten som var 2,97 % den 30. juni har falt videre til nå 2,79 %. Rentefallet signaliserer skepsis til at julioppgangen i aksjemarkedet er bærekraftig.



Vi har tidligere nevnt at mange store globale selskaper ser billige ut og vil kunne representere god langsiktig avkastning; Microsoft på P/E 11.9, Tesco på P/E 13.9 og Johnsen & Johnsen på P/E 12.6 (basert på inntjening siste 12 måneder) er alle kvalitetsselskaper med relativt sikker inntjening og høy egenkapitalavkastning.

S&P 500 har på 10 år gått fra P/E 30 til dagens P/E 16, løpende beregnet på siste 12 måneders inntjening. Dagens nivå tilsvarende den langsiktige gjennomsnittsprisingen.



Barnehage-konfiskeringen

Det har lenge vært oppfatningen blant mange at avstanden i praktisk politikk mellom regjeringalternativene i Norge har vært liten. Litt mer eller litt mindre offentlig styring og virksomhet kontra noe mer privat initiativ og personlig frihet. Regjeringens forslag til nye rammebetingelser for private barnehager er en dramatisk oppvekking for oss som har vært i denne tro.

Konklusjon

Makro tallene har begynt å svekke seg hvilket vi tror vil fortsette. Vi vil derfor opprettholde vår anbefaling om å avvente økt risikotaking i porteføljene og opprettholder derfor vår undervekt i risikoaktiva. På den annen side erkjenner vi at det ikke er risikofritt å eie kontanter som både gir lav løpende avkastning og hvor kjøpekraften forsvinner med økt inflasjon. Vi er allikevel på kort sikt mer bekymret for deflasjon enn inflasjon, men vil følge sentralbankenes politikk knyttet til kvantitative lettelsener (pengetrykking) nøye i tiden fremover.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland