

MÅNEDSBREV 21. JUNI 2010

En refleksjon

Kampen mellom gjeldsfrykt og fremtidstro bølger frem og tilbake. Vi er selv usikre og står med en fot i hver leir.

Makro

Spania har vært i fokus på gjeldsfronten den siste måneden. Spanias statsobligasjoner med 10-års løpetid hadde den 16.juni en rentedifferanse til Tysklands 10 åring på 221 bps. Den høyeste differansen siden Euroens fødsel i 1999. Spanias banker ble i siste måned i praksis utestengt fra det internasjonale interbank markedet og lånte i perioden € 85.6 milliarder direkte fra den europeiske sentralbank (ECB). Alle gode krefter er nå satt inn for å gjenvinne Spanias tillit i kapitalmarkedene. Sist ut var sjefen i Det internasjonale pengefondet (IMF) Dominique Strauss-Kahn som roser Spanias tiltak for å ordne opp i statsfinansene.

KPMG publiserte nylig en undersøkelse som viste at salget av luksusvarer steg med 12 % siste år i Kina, mens det falt med 8 % på verdensbasis. Financial Times (FT) skriver at utestående gjeld i Renminbi økte med 32 % siste år, det vil si at 1/4 av all utestående gjeld i Kina ble tatt opp i 2009.

FedEx kom med meget sterke kvartalstall som i følge selskapet skyldes sterk vekst i pakkeforsendelser med høy verdi som var bestilt over internet av kunder i Brasil, Kina og India. CEO Fred Smith i FedEx mener for mange er negative med overfokus på statsgjeld, mens FedEx svarer med å øke kapasiteten på Asia. Maersk Line, verdens ledende container rederi melder om sterk vekst i handelen mellom Europa og Asia og problemer med å skaffe nok containere til å fylle etterspørselen.

Gillian Tett skrev 18. juni i FT at de amerikanske statene er i store økonomiske vansker. Det samlede budsjettunderskuddet i 2009 var på over \$ 200 milliarder, tilsvarende

ende 30 % av budsjettene. New Jersey, Illinois, Nevada og Arizona regner med et underskudd på 35 % i år. California ligger på etterskudd med lønnsutbetalinger til de statsansatte. Samme dag var Alan Greenspan på Bloomberg og sa at USA nærmet seg smertegrensen for gjeld og ba USA kutte budsjettunderskuddene med dramatiske beløp for å opprettholde tilliten i de internasjonale finansmarkedene. Han fryktet at lånekostnadene til USA plutselig kan eksplodere dersom tiltak ikke iverksettes og viste til en fire måneders periode i 1979-80 hvor 10 års renten steg med 4 %-poeng.

Inflasjon eller deflasjon ?

De store makroøkonomiske ubalansene har skapt et enormt krevende investeringsklima. Flere %-poeng daglige kurssvingninger, opp som ned, avhengig av om verden står på høyre eller venstre fot den dagen. Økt usikkerhet gjør at avkastningskravene til investorene øker, samtidig som bankenes risikopåslag øker. Etterspørselen etter gull har fortsatt å stige. Bankene i London, Geneve og Zurich begynner nå ifølge FT å slippe opp for lagringskapasitet. Det blir ikke aktiv næringsvirksomhet av kontanter og gullbeholdninger.



Dow Jones siste 3 måneder. Kilde:MoneyWeek 21.06.10

Det er usikkerheten om fremtiden bringer inflasjon eller deflasjon som skaper den store volatiliteten. De to utfall gir nemlig to helt

Utvalgte markeder

Pr. 18. juni 2010

| | Kurs | hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSE BX | 361,86 | -2,61 % |
| Dow Jones | 10450,64 | 0,22 % |
| SP 500 | 1117,51 | 0,22 % |
| DAX | 6216,98 | 4,36 % |
| FTSE 100 | 5250,84 | -2,99 % |
| Nikkei 225 | 9995,02 | -5,23 % |
| Hang Seng | 20286,71 | -7,25 % |
| WTI Olje | 77,41 | -2,01 % |
| Brent Olje | 78,39 | 0,76 % |
| Gull | 1256,00 | 15,02 % |
| Kobber | 6419,00 | -11,95 % |
| USD/NOK | 6,35 | 9,86 % |
| EUR/NOK | 7,86 | -5,53 % |
| GBP/NOK | 9,41 | 0,97 % |
| SEK/NOK | 82,23 | 1,53 % |

Avkastningstall i lokal valuta

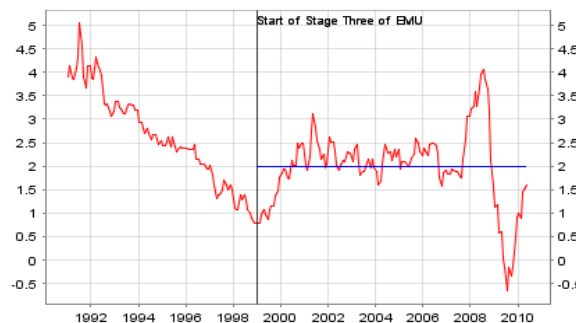
Alle råvarer er priset i dollar

ulike porteføljetilpasninger. I en deflasjonssituasjon vil alle realaktiva, inklusiv gull, falle i verdi relativt til kontanter. Blir det derimot inflasjon vil alle realaktiva stige relativt til papirpenger. Det skjer for tiden en kraftig kredittkontraksjon i privat sektor i de fleste OECD land. Den offentlig opplåningen har i høy grad kompensert for redusert privat kreditt.

Kan det bli deflasjon når det trykkes så mye penger som det gjør? Hittil er det primært Fed og Bank of England som har startet seddelpressen. Sentralbankenes politikk har styrket bankenes balanser, men mesteparten av de nye pengene er igjen plassert som innskudd hos sentralbankene. Problemstillingen kommer når private og bedrifter ikke ønsker å låne mer, eller ikke er kredittverdige til å låne. Da kommer ikke de nye pengene inn i realøkonomien.

Managing Editor Chen Zhao i BCA som skriver Global Investment Strategy gir også den europeiske sentralbank det klare råd å begynne med pengetrykking i form av kvantitative lettelse (quantitative easing) på samme måte som Fed og Bank of England har gjort. Det vil ytterligere svekke euroen og skape grobunn for inflasjon, men er allikevel en bedre resept enn den kontraksjon og deflasjon han frykter nå som følge av EUs koordinerte innstrammingspolitikk. En politikk som kan sette hele den globale veksten i fare.

Logikken er at nullrentepolitikk og frykt for inflasjon skal tvinge investorer til å ta risiko. Deflasjonsteoretikerne mener at den politikken kun virker inntil et visst punkt og at når gjelden og aktivapriser når et kritisk nivå så vil eller kan ikke konsumentene ta opp mer gjeld og investorene vil ikke kjøpe før verdiene faller og da snur spiralen fra inflasjon til deflasjon. Gjelden imploderer. Den store utfordringen er at de løpende publiserte inflasjonstall i USA og EU fortsatt svinger mellom de to videre retninger.



Inflasjon EMU. Kilde: ECB 21.06.2010

Konklusjon

Vi ønsker å være langsiktige og verdiverdiorienterte. Fornuftig prisede aksjer i veldrevne bedrifter med gode markedsposisjoner innen områder som dekker reelle behov vil som regel alltid bidra til å sikre og videreutvikle verdier. På kort sikt er det derimot markedspsykologien som styrer verdipapirmarkedene. Det er i dag krevende å si noe om den videre kortsiktige retningen på aksjemarkedet. Kritiske nivåer for markedene er Dow Jones 10.450, S&P500 1.120 og Oslo Børs 350. Dersom markedene i dagene og ukene fremover etablerer seg over disse nivåene med redusert volatilitet så er risikoen for et kraftig aksjefall vesentlig redusert. Inntil det skjer er vi avventende og opprettholder vår undervekt.

Nyansettelse

Vi har gleden av å informere om at Morten Kollstrøm har takket ja til å bli administrerende direktør i Industrifinans Capital. Morten kommer fra tilsvarende stilling i Alfred Berg Kapitalforvaltning. Morten begynte i Industrifinans Forvaltning i 1995 der han tidligere har vært CFO med ansvar for økonomi, finans og administrasjon. Morten har arbeidet i ABN AMRO og Alfred Berg systemet siden 1995. Morten er utdannet statsautorisert revisor fra Norges Handelshøyskole (NHH) og siviløkonom fra University of Oregon. Trygve Botnen vil som følge av denne ansettelsen fratruke som adm.dir og får frigjort mer ressurser til virksomheten innen direkte investeringer.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland