

MÅNEDSBREV 20. MAI 2010

En refleksjon

Er gull i ferd med å gjenerobre sin gamle plass som verdens reservevaluta ?

Makro

EU og IMF's offentliggjøring av et lånegarantiprogram på 750 mrd euro for å støtte euro-landenes statsgjeld flyttet grenser. Beslutningen om at den europeiske sentralbanken (ECB) skal kjøpe statsgjeld fra de mest utsatte EU-land i bytte med konstanter skapte en ny virkelighet som finansmarkedene fortsatt holder på å fordøye. Lånegarantien stilles i det vesentlige av andre EU land som i utgangspunktet har for høy gjeld selv. Martin Wolf beskriver det godt når han i FT skriver at alle de sentrale forutsetninger som ble satt for at det opprinnelige euro-samarbeidet skulle være bærekraftig nå er brutt.

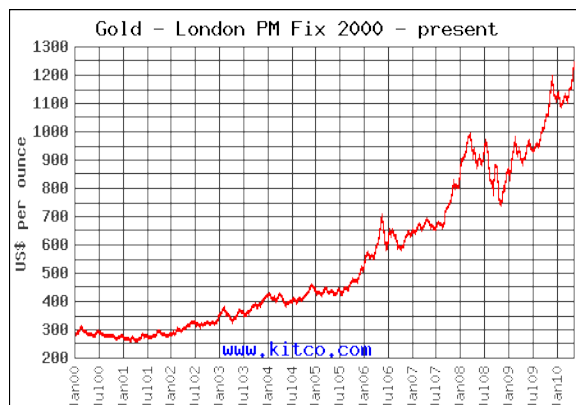
Usikkerheten fremover er betydelig. På den ene siden kommer alle bidrag fra EU og IMF til de trengende EU land til å komme med strenge vilkår knyttet til budsjett-kutt og skatteøkninger. Dette vil virke deflatorisk. Nouriel Roubini sier at Hellas uansett ikke vil evne å tilbakebetale dagens gjeld uten en betydelig endring i rente- og avdragsstruktur. Hellas utgjør toppen av et isfjell på et problem som råder i de fleste OECD land sier han. Problemet er derfor ikke av forbigående karakter.

EU har kjøpt seg tid, men har ikke løst noe grunnleggende problem, såfremt det ikke nå raskt gjennomføres betydelige strukturendringer i Europa. Europa må igjen bli konkurransedyktig ved at arbeidsmarkedene moderniseres og ved at statsfinansene underlettes gjennom for eksempel heving av pensjonsalderen.

Spania har 20 % arbeidsledighet fordi ingen politikere har hatt mot til å sette nødvendige arbeidsmarkeds reformer på dagsorden.

Sentralbankenes uavhengighet og gull som reservevaluta

Vi leser stadig oftere om investorer som mister tilliten til papirpenger, fordi sentralbankene har tapt uavhengigheten i forhold til politikere og derved viljen til å forsvare papirpengenes verdi. Sentralbankene i USA og England har allerede engasjert seddelpressen i form av kjøp av høyrisikopapirer i bytte mot statssertifikater (Quantitative Easing). Den europeiske sentralbanken har nå fulgt etter i samme spor ved å kjøpe statspapirer fra de mest gjeldstyngede landene i EU. Riktignok har ECB sagt at kjøpene skal steriliseres, som tilsier at pengemengden ikke skal øke som følge av kjøpene, men få tror det er gjennomførbart i praksis. Både Marc Faber og Jim Rogers mener at det vi nå opplever er en pengetrykking som vil være inflasjonsdrivende og feller en hard dom over den fremtidige verdi av både €, \$ og £. Begge anbefaler kjøp av gull og edelmetaller for å sikre verdier. Ser vi på utviklingen i gullprisen kan det se ut som vi er i ferd med å få en ny reservevaluta.



Kilde: Kitco 20.05.2010

Utvalgte markeder

Pr. 20. mai 2010

| | Kurs | hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSE BX | 338,94 | -8,78 % |
| Dow Jones | 10068,01 | -3,45 % |
| SP 500 | 1071,59 | -3,90 % |
| DAX | 5867,88 | -1,50 % |
| FTSE 100 | 5073,13 | -6,28 % |
| Nikkei 225 | 10030,31 | -4,89 % |
| Hang Seng | 19545,83 | -10,64 % |
| WTI Olje | 69,74 | -11,72 % |
| Brent Olje | 70,96 | -8,79 % |
| Gull | 1183,00 | 8,33 % |
| Kobber | 6569,00 | -9,89 % |
| USD/NOK | 6,52 | 12,80 % |
| EUR/NOK | 8,05 | -3,25 % |
| GBP/NOK | 9,31 | -0,11 % |
| SEK/NOK | 82,61 | 2,00 % |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Det er interessant å tenke på at gjennom over tusen år krevde menneskene at mynter skulle være laget av gull eller sølv og sedler skulle kunne innløses i gull, fordi de ikke stolte på myndighetens evne til å garantere for en pengeverdi. Det er først de siste 40 år, etter Bretton Woods regimets fall, at verdens reservevalutaer har vært helt fristilt fra gull. Vi har fortsatt tillitt til norske kroner, men vil anbefale Oljefondet, som ikke kan investere i NOK, å plassere 10-15 % av porteføljen i gull og edelmetaller som alternativ til pengefordringer i valuta.

Verdier

De fleste av dagens markeder er priset på langsiktige normalverdier (fair value). Unntaket er USA som er dyrt, mens Eurosonen er relativt billig. En langsiktig normalprising forutsetter en normalsituasjon i verdensøkonomien, i bedriftenes inntjening og i investorenes risikoappetitt. Markedene vil på lang sikt bevege seg mot normal verdi. På den andre siden vil ikke verdsettingen ha avgjørende påvirkning på kortsiktige kursbevegelser.

Sentiment

Vi kommenterte i siste månedsbrev at det var vanskelig å finne markedsaktører som var negative og at det var et dårlig tegn. Det viste seg å være det. Sentimentet er i høyeste grad endret siste måned. Tilspising i Hellas, innstramming i Kina, oljeulykke i Mexicogulften, samt en svekkelse av ledende indikatorer i verdensøkonomien har bidratt til et sentimentskift i markedet og en korleksjon i aksjemarkedene. Risikoaversjonen har økt markert og gir utslag i økte innlånskostnader for banker, økte kredittmarginer (se graf neste side) og økt volatilitet i aksjemarkedet.



Kilde: Bloomberg 20.05.2010

Markedene har nå falt ned i bunnen av sine nye trendkanaler. Det vil utløse relativt kraftige salgssignaler i aksjemarkedene dersom Oslo Børs etablerer seg under 440, Dow Jones og Nikkei under 10.000, og FTSE under 5.000 poeng.

Konklusjon

Det er vanskelig å analysere hvordan situasjonen vil utvikle seg videre. Innstramminger i Kina, renteøkninger i India og dramatiske budsjettkutt i EU må få en sterkt dempende effekt på verdensøkonomien. I EU vil første fase av utviklingen bli deflatorisk. I sum burde dette medføre fallende råvarepriser og aksjemarkeder. På den annen side viser handlingsmønstret til politikere og de store sentralbanker at de er villige til å dytte problemene foran seg ved å legge ny gjeld oppå en allerede for stor gammel gjeld, holde renter rundt null i lang tid og trykke penger. Dette må over tid være inflasjonsdrivende. Under inflasjon er det bedre å eie realverdier enn å eie pengefordringer. Generelt har risikopremiene økt siste måned, hvilket har gitt en mer riktig pricing av aktiva.

Vi avventer kjøp av aksjer inntil vi ser om de viktige støttenivåene i aksjemarkedene holder. Vi anbefaler derfor undervekt inntil videre.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland