

Oslo 18. mars 2010

**MÅNEDSBREV MARS****En refleksjon**

I følge Finansavisen har Oljefondet (Statens pensjonsfond utland) de siste 10 år oppnådd en årlig realavkastning på 1,38 %. Med formueskatt og utbytteskatt i tillegg er det åpenbart vanskelig å leve av en finansformue.

**Makro**

Professor Øystein Thøgersen ved NHH uttrykte vår usikkerhet godt på Holberg Fondenes konferanse: "Jeg er usikker på om de grønne spirene i verdensøkonomien vil vokse opp eller bli trampet ned." Konsensus blant forvaltere generelt er at de nærmeste årene vil gi ny økonomisk vekst over hele verden. Bill Gross hos PIMCO er blant de mer nøkterne når han sier at vi får positiv, men lav vekst i årene som kommer, fordi behovet for gjeldsnebetaling vil redusere forbruk og investeringer. Stadig kommer drypp som gjør oss edrueelige: Behovet for nedkjøling i Kina og India hvor inflasjonsutviklingen nå krever handling. Et eiendomsmarked i Kina som ser sårbart ut for en renteøkning og kredittinnstramming. Gjeldsnivåene i mange OECD land. Professor emeritus Dag Bjørnland og tidligere statistikkdirektør i Norges Bank, Jon Petter Holter, presenterte en interessant konjunkturanalyse for Norge i DN 12. mars. Analysen setter sammen tidsserier for 11 drivere for konjunkturforløpet og konkluderer: "Vi ser flere tegn i tiden som kan tilsa nok en økonomisk nedtur fremfor oppgang. Vår konjunkturkurve antyder klart denne trusselen." Vi opplever ikke dette til å være i samsvar med markedets forventninger; investorene stoler nå åpenbart på Ben Bernanke sin lovnad om rikelig likviditet og lave renter i lang tid fremover. Øystein Stray Spetalen er et unntak.

**Verdier**

Vi prøver å forholde oss til hva som er billig og hva som er dyrt. Det er det som betyr noe for å skape avkastning. En generell feiloppfatning er at aksjer i land med høy BNP vekst gir bedre avkastning enn aksjer i land med lav BNP vekst. Vekst er positivt dersom veksten ikke allerede er priset inn i aksjen ved kjøpet, noe populære investeringstemaer ofte lider av. I dag har markedet høye forventninger til Kina og mange andre fremvoksende markeder, hvor aksjene derfor også er historisk dyre. Når vi analyserer riktig verdi (fair value eller intrinsic value) prøver vi å normalisere egenkapitalavkastning og P/E tall til langsiktige likevektsnivåer. Bildet for aksjer er da blandet. USA og enkelte fremvoksende markeder fremstår som relativt dyre. Globale aksjer (MSCIWorld) og norske aksjer er ok, euro landene er generelt billige.

Rentemarkedene er nå stort sett normalisert. Det vil si at betalingen for å ta kredittrisiko begynner å bli riktig. Den var altfor lav før finanskrisen og for høy for et år siden. Nå er den stort sett tilbake på langsiktig likevekt. Vi er derfor nøytrale på kreditt.

**Utvalgte markeder**

Pr. 17. mars 2010

	Kurs	hittil i år
OSE BX	372,28	0,19 %
Dow Jones	10733,67	2,93 %
SP 500	1166,21	4,58 %
DAX 100	6024,28	1,12 %
FTSE 100	5644,63	4,28 %
Nikkei 225	10846,98	2,85 %
Hang Seng	21384,49	-2,23 %
WTI Olje	82,86	4,89 %
Brent Olje	81,84	5,19 %
Gull	1125,00	3,02 %
Kobber	7547,00	3,53 %
USD/NOK	5,82	0,69 %
EUR/NOK	8,01	-3,73 %
GBP/NOK	8,94	-4,08 %
SEK/NOK	82,24	1,54 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Valuta er sentralt. Mange av de ubalanser vi i dag ser mellom land kommer sannsynligvis til å bli løst gjennom valutakursene. Ett godt eksempel er Storbritannia. Landet sliter betydelig statsfinansielt og er blant de som er hardest rammet av finanskrisen. Pundet (GBP) har svekket seg med over 25 % mot NOK siden medio 2007. Det representerer en dramatisk svekkelse. EUR og USD er også under press. Vi ser tiltagende press på Kina for å appresiere Renminbi'en (yuan'en). Fokuset på valuta og statsfinanser vil ytterligere øke fremover, hvor EU, USA og Japan alle har sine utfordringer.

### Trender

Trender reflekterer markedet og markedpsykologien. Mange aktører og ikke minst tradere følger trendkanaler, tekniske indikatorer og Fibonacci nivåer i sine beslutninger. Det er derfor viktig og interessant å følge med på dette analyserammeverket. Vi har nettopp vært igjennom en korreksjon i aksjemarkedene hvor markedene tok i mot på støttenivåene. Den etterfølgende reaksjon opp, som vi har hatt i mars, har brakt markedene tilbake til årets toppnivåer fra januar. Disse nivåene: 1150 for S&P500 og 370 for Oslo Børs (OSEBX) er meget viktige nivåer for den videre utvikling. Hvis markedene etablerer seg over disse nivåene er det positivt for aksjemarkedene på 3-6 måneders sikt. Dersom det nå snur ned igjen så har vi etablert en dobbelt topp som er svært negativt for den videre utvikling.

### Konklusjon

Vi erkjenner at markedpsykologien nå er meget positiv og vil sannsynligvis fortsette å være det dersom aksjemarkedene etablerer seg over nivåene: 1150 for S&P500 og 370 for OSEBX, samtidig som Bernanke ikke endrer sine signaler til markedet. Kortsiktig kan da markedene fortsette å stige. Vi er derimot fortsatt bekymret for at makro utviklingen på et tidspunkt kommer til å skuffe markedene og at sterke deflasjonskrefter vil gjøre seg gjeldene som følge av fallende kreditt etterspørsel kombinert med nødvendige innstramminger i statsfinansene i EU og USA. Dersom vi har rett kan markedets erkjennelse av dette allikevel fortsatt ligge noen måneder frem i tid. Vi opprettholder vår svake undervekt i risikoaktiva etter en samlet vurdering, vel vitende om at vi kanskje vil tape litt mot markedet de kommende måneder.

### Invitasjon til seminar

Vi har gleden av å invitere til lunsj seminar i Oscarsgate 27 tirsdag den 13. april kl 11.30 med enkel servering. På seminaret vil vi presentere vår vurdering av prissettingen av enkelte sentrale aktivaklasser og drivere for den videre utvikling. Invitasjon til seminaret forventes utsendt i uke 14.

Med vennlig hilsen  
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland