

Månedsbrev 11. juli 2012

En refleksjon

"A step at last in the right direction"

Martin Wolf i Financial Times om resultatene fra toppmøtet i EU 28-29. juni.

Makro

Ledende makroøkonomiske indikatorer som er publisert i juni og juli viser generelt et svakt bilde med negativ trend. Såfremt situasjonen ikke snur til det bedre med det første, vil dette måtte medføre nye nedjusteringer av veksten for verdensøkonomien og svakere inntjeningsvekst i selskapene fremover. To signaler som kan bebude et positivt skift, er at aksjemarkedene den siste tiden igjen har snudd oppover og at enkelte råvarepriser har steget i pris.

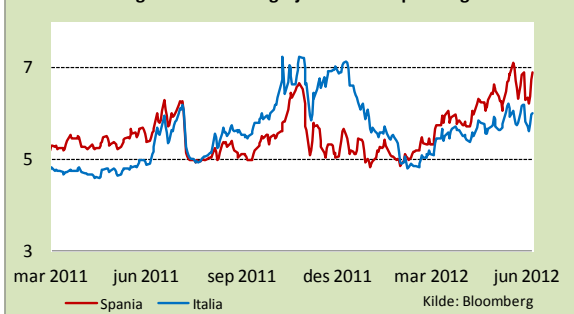
De fleste internasjonale kommentatorer opplever Europa som gravitasjonssenteret for den negative utviklingen. Utviklingen i Europa følges derfor nøye.

Siden siste månedsbrev er to viktige veivalg blitt gjort i Europa med positivt utfall. Hellas valgte fortsatt å være et euroland. Risikoen for en ukontrollert exit ble dermed vesentlig redusert. Dernest viste EUs toppmøte i slutten av juni vilje til nye viktige prinsippbeslutninger. Den viktigste beslutningen som ble fattet, var valget om å ta felles ansvar for rekapitalisering av eurolandenes bankvesen ved å legge den byrden til EUs felles krisefond (ESM), fremfor å la dette ansvaret hvile på det enkelte medlemsland. Dette vil kunne lette byrdene betydelig for land som Spania og Irland, samtidig som den negative spiralen som skyldes sterke bånd mellom svake banker og myndigheter i land med svake statsfinanser kan brytes. Hjelp fra ESM forutsetter at landene må oppgi nasjonal kontroll over eget bankvesen ved at dette legges til EU sentralt og operasjonelt under den europeiske sentralbanken. Mange detaljer og pratisk gjennomføring gjenstår å bli løst. Den foreslåtte modellen er fortsatt langt fra en reell bankunion med felles innskuddsgaranti og euroobligasjoner.

Det ble på EUs toppmøte ikke bevilget noen nye skattepenger til fellesskapet. ESMs sam-

lede kapital er derfor fortsatt på 500 milliarder euro. Den spanske bankredningen vil alene koste minimum 100 milliarder euro. Når vi da vet at Spanias og Italias samlede statsgjeld er på ca. 2.800 milliarder euro sier det seg selv at det mest avgjørende nå, for å bedre eurolandenes samlede utsikter, er å redusere spanske og italienske lånekostnader, samt å sikre at disse landene fortsatt har tilgang til de internasjonale lånemarkedene.

Utvikling 10 års statsobligasjonsrenter i Spania og Italia



Rentene på 10-års statslån for Spania og Italia må komme ned godt under 5 % for at det skal bli bærekraftig. Rentene falt tilbake fra nye toppnivåer etter EU-møtet, jamfør figuren over, men 10-års rentene som i dag er 5,9 % for Italia og 6,8 % for Spania er fortsatt langt over bærekraftige nivåer.

Markedene kan derfor fort komme til å fokusere på at ESMs kapital på 500 milliarder euro er for liten til å kunne redde euroen. En utvidelse av denne rammen er en tung politisk prosess, fordi nye skattepenger da må bevilges i 17 euroland. Mange opplevde at Tyskland ga etter for Klubb-Med på siste møte, men det er verdt å merke seg at Tyskland ikke garanterte for nye penger på dette møtet. EUs siste toppmøte var det 19. krisemøtet på rad. Det blir dessverre heller ikke det siste.

Strukturelle reformer som kan legge grunnlag for vekst er avgjørende for en positiv utvikling i Europa. Frankrike og president Hollande er en joker i denne sammenheng. Frankrike har mange av samme særtrekk som Italia og Spania med høy statsgjeld, rigide arbeidsmarkeder, høye lønnskostnader og lite konkurransedyktig industri. Lånerentene er fortsatt lave, men det trenger ikke å vare lenge dersom Hollande mister tillit i markedene.

Utvalgte markeder

Pr. 10. juli 2012

| | Kurs | hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSE BX | 413,59 | 7,44 % |
| Dow Jones | 12653,10 | 3,56 % |
| SP 500 | 1341,47 | 6,67 % |
| DAX | 6438,33 | 9,15 % |
| FTSE 100 | 5664,07 | 1,65 % |
| Nikkei 225 | 8857,73 | 4,76 % |
| Hang Seng | 19396,36 | 5,22 % |
| WTI Olje | 84,20 | -15,55 % |
| Brent Olje | 97,97 | -8,61 % |
| Gull | 1567,30 | 0,22 % |
| Kobber | 7491,00 | -1,30 % |
| USD/NOK | 6,09 | 1,67 % |
| EUR/NOK | 7,49 | -3,35 % |
| GBP/NOK | 9,45 | 1,72 % |
| SEK/NOK | 87,32 | 0,36 % |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Avkastning - hittil i år

De fleste aksjemarkeder hadde positiv avkastning i juni. Hittil i juli har oppgangen fortsatt.

Hittil i år per er 10. juli hadde MSCI World indeksen steget med 6,7 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 6,0%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 10,1 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steg 7,1 %. Blant aksjesektorer hadde konsum, helse, IT og finans alle en oppgang på om lag 10%, mens energi og materialer hadde svakest utvikling med negativ avkastning hittil i år.

Råvareprisene har hatt en blandet utvikling. Olje har falt 8,8% hittil i år. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 1,3% og 5,8 %. Alle priser i USD. Gull har fortsatt positiv avkastning i år med 0,2%.

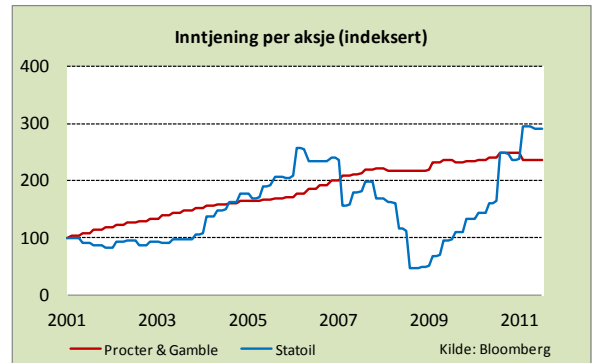
Innen valuta har USD kursen styrket seg mot NOK med 2,1 %, mens EUR har svekket seg mot NOK med 3,5%.

Verdi, likviditet, og sentiment

Internasjonale aksjemarkeder er i dag verdsatt om lag på langsiktige normalverdier. Den syklisk justerte P/E for verdensindeksen (MSCI WD NR) er ved utgangen av juni på 15,8 som er tett på det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned, mens USA er høyere. Det norske aksjemarkedet er relativt rimelig priset med en P/B på 1,3 (OSEFX). Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot meget høy med 20,6 for OSEFX. Dette skyldes svært store svingninger og noen meget svake år i historisk inntjening siste 10 år. Usikre konjunkturer legger en demper på inntjeningsforventningene på Oslo Børs.

Vi anbefaler aksjeplasseringer i globale kvalitetsselskaper med sterk konkurranseposisjon og stabil historisk inntjening. Stabil inntjening i selskapene gir lavere risiko og likevel god verdiskapning over tid. I figuren til høyre viser vi hvor stor forskjell det er i inntjeningsstabilitet i for eksempel Statoil og konsumvareselskapet

Procter & Gamble som begge er globale selskaper, men hvor det ene er konjunkturutsatt og hvor det andre opplever en mer stabil etterspørsel.



Sentralbankene har erkjent at konjunktorene nå utvikler seg i feil retning og svarer med pengepolitiske stimulanser. Den amerikanske sentralbanken forlenget i slutten av juni programmet for kjøp av lange statsobligasjoner (Operation Twist) ut året. Både den kinesiske og den europeiske sentralbanken satte ned styringsrentene primo juli. Den engelske sentralbanken fortsetter med sine kvantitative lettelser. Det avgjørende er om dette slår over i en positiv realøkonomisk utvikling.

Sentimentet har bedret seg betraktelig i aksjemarkedene den siste tiden. Kursnivåene i de fleste toneangivende aksjemarkeder har igjen brutt opp gjennom de glidende gjennomsnittene siste 50, 100 og 200 dager. Det tekniske bildet fremover ser derfor bedre ut, såfremt markedene stabiliserer seg over disse glidende snittene.

Konklusjon

Siden sist har situasjonen i Europa unngått det kortsiktige kriseutfallet, hvilket er positivt, selv om situasjonen strukturelt ikke er løst. Det internasjonale konjunkturbildet ser fortsatt svakt ut, men kan bli positivt påvirket av likviditetsstimulanser fra sentralbankene. Vi vurderer likevel at et konjunkturbilde med betydelig nedsiderisiko og om lag normalpriset aksjemarked tilsier en svak undervekt i aksjer. Vi gjør derfor ingen endringer i vårt markedssyn over sommeren.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland