

Månedsbrev 8. juni 2012

En refleksjon

“I don't think it would be right for monetary policy to fill in for other institutions' lack of action”

Mario Draghi, leder av den europeiske sentralbank, uttaler seg den 7. juni i Financial Times om mangel på politisk handlekraft.

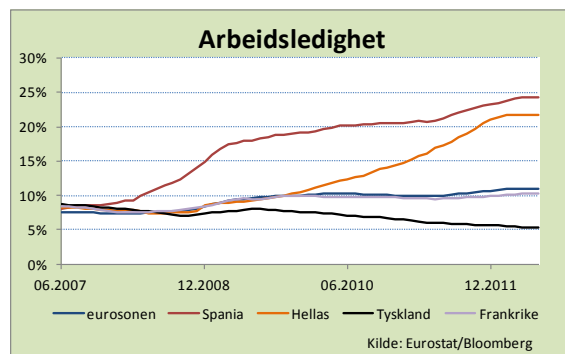
Makro

OECD vurderte så sent som 22. mai i sitt Economic Outlook at verdensøkonomien var inne i en positiv utvikling, men med fortsatt betydelig risiko (Global economy recovering, but major risks remain). Dette var også reflektert i OECDs ledende indikatorer pr. mars 2012, publisert 10. mai, som viste en generell positiv utvikling.

De makroøkonomiske nøkkeltall som er publisert de siste ukene har overrasket selv pessimistene. Kinesiske tall har økt sannsynligheten for en hard landing, Indias vekst er vesentlig svakere enn ventet, Brasil sliter og i USA stiger arbeidsledigheten igjen, og ordreinngangen i industrien faller. Europas resesjon er ingen nyhet, men løfter heller ikke stemningen. Vekst i verdensøkonomien er nødvendig for at OECD-landene skal kunne arbeide seg ut av gjeldsproblemene. Den videre makroøkonomiske utviklingen blir derfor avgjørende for finansmarkedene fremover.

Europas gjeldskrise går mot et nytt klimaks i sommer. Valget i Hellas den 17. juni og Spanias bankkrise vil enten forløse viktige strukturelle beslutninger eller forsterke krisen. Den ulike økonomiske utviklingen mellom sentrale euro-land innbyrdes er nå så stor at spenningen som bygger seg opp må få en utløsning. En enkel illustrasjon på dette er forskjellen i arbeidsledigheten i de ulike land som fremgår av figur til høyre.

Den europeiske sentralbank (ESB) reddet euroområdet i siste kriserunde med sitt låneprogram (LTRO) til de europeiske bankene. I Financial Times den 7. juni uttrykker Mario Draghi klart at nå er det politikernes tur til å levere før sentralbanken igjen kommer på banen. Men hva må leveres? Siste tids fokus har vært på å skape en bankunion i Europa.



En bankunion i Europa vil kreve en felles tilsynsmyndighet, felles reguleringer, samt massive fond for å kunne garantere innskudd og kapitalisere opp banker. Dette vil høyst sannsynlig kreve felles euroobligasjoner eller store garantier, garantert av hvem? Alle andre roper på Angela Merkel og Tyskland for penger og garantier, men Tyskland vil ikke kausjonere før Tyskland får garantier fra de andre landene om at de aksepterer at eurolandene danner en finanspolitisk union. Dette vil kreve at de enkelte lands politikere først aksepterer løsningen og deretter folkeavstemming i hvert land for å vedta den.

Situasjonen er uoversiktlig, kompleks og nærmest uregjerlig fra et politisk beslutningssted. Spørsmålet blir hvem som kommer til å gi seg først og hvor ille det må bli før enten ESB, Tyskland eller resten bøyer av?

Hellas er ille og verst for grekerne selv. Den greske økonomen John Sfakianakis gir et godt bilde av situasjonen når han skriver at det vil være et nasjonalt selvmord for Hellas å forlate euroen. Det vil være å gi mer makt til greske politikere som allerede har bevist sin inkompetanse. Han skriver: "Leaving the management of the new drachma to the same political demagogues would lead to certain destruction." Men valg er valg, og folk vet ikke alltid sitt eget beste.

Avkastning - hittil i år

Hittil i år, per 7. juni, har MSCI World indeksen steget med 3,2 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har steget 2,2 %, begge målt

Utvalgte markeder

Pr. 7. juni 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	389,48	1,18 %
Dow Jones	12461,00	1,99 %
SP 500	1314,99	4,56 %
DAX	6067,80	2,87 %
FTSE 100	5398,21	-3,12 %
Nikkei 225	8459,26	0,05 %
Hang Seng	18502,30	0,37 %
WTI Olje	83,64	-16,11 %
Brent Olje	99,80	-6,90 %
Gull	1609,00	2,88 %
Kobber	7452,00	-1,34 %
USD/NOK	6,06	1,17 %
EUR/NOK	7,59	-2,06 %
GBP/NOK	9,38	0,97 %
SEK/NOK	84,63	-2,74 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg i samme periode med 3,8 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steg 1,2%. MSCI IT og MSCI Syklisk konsum var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på 8,9 % og 9,2 %. MSCI Energi og MSCI Materialer har falt mest, med henholdsvis 6,3 % og 1,9 %.

Råvareprisene har falt tilbake siste måned, og har nå falt også hittil i år. Olje har falt 11,7 % siste måned og 6,9 % hittil i år. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 1,3 % og 2,0%. Gull har fortsatt positiv avkastning i år med 2,9 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har USD kursen styrket seg mot NOK med 1,2 %, mens EUR har svekket seg mot NOK med 2,0 %. NOK har også styrket seg mot de fleste øvrige valutaer hittil i år.

Verdi, likviditet, og sentiment

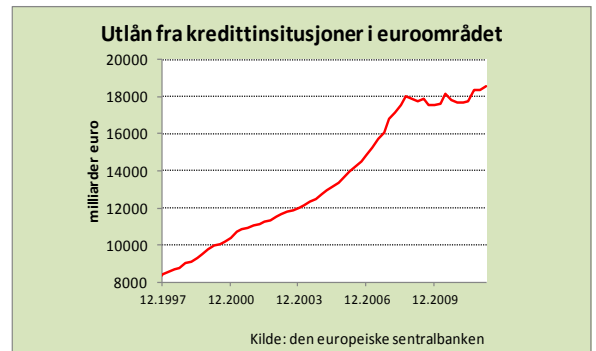
Vår investeringsprosess vektlegger verdi, likviditet og sentiment. Verdsettelse er den viktigste faktor for langsiktige avkastningsforventninger. På kort og mellomlangt sikt er det derimot likviditet og sentiment som driver markedene.

Internasjonale aksjemarkeder har falt siste tiden, men syklisk justert P/E er likevel bare svakt under det forventede langsiktige nivå (fair value) for verden som helhet, men har naturlig nok rabatt i Europa. Det norske aksjemarkedet er relativt rimelig priset på verdi med en P/B på 1,3 på OSEFX.

Likviditetsbildet preges av gjeldsnedbygging i privat sektor, som trekker inn likviditet, mens sentralbanker søker å tilføre likviditet gjennom lave renter og økning av pengemengden. En stor del av økt sentralbanklikviditet kanaliseres gjennom banksystemet og som normalt vil drive kredittveksten i samfunnet.

Kredittveksten er en sentral driver for økonomisk vekst. Som vi ser av figuren til høyre stoppet denne opp i 2008 og har siden da ikke kommet ordentlig i gang igjen. LTRO programmet har bidratt til en viss vekst, men svakere

enn det som ville være naturlig i en normal situasjon. Det hersker uenighet om det er bankene som ikke vil låne ut penger eller det er kundene som ikke ønsker å låne, fordi gjeldsbelastningen i utgangspunktet er så høy.



Det er likevel viktig at sentralbankene fortsetter å tilføre likviditet både ved garantier, lån og kjøp av verdipapirer i markedene. Om ikke dette skjer, er vi redd for at de deflatoriske krefter vil ta overhånd og bidra til økt risikofrykt og nye verdifall i aksjemarkedene.

Sentimentet har fortsatt å svekke seg siste måned. Forrige måned hadde kursnivåene i de fleste toneangivende aksjemarkeder brutt det glidende gjennomsnitt siste 50 og 100 dager, men var fortsatt over 200 dagers snittet. Nå er også 200 dagers snittet brutt i mange viktige markeder. Det tekniske bildet fremover ser derfor svakt ut. Det vil nå kreve en lengre oppgangsperiode før dette endres.

Konklusjon

Vi anbefaler undervekt i risikoaktiva inntil det foreligger en bedre avklaring på krisen i Europa og retningen på den internasjonale konjunkturutvikling. Vi er redd det kan bli verre før det blir bedre og at kjøpsmuligheten derfor kan bli bedre enn i dag. På samme tid er nedsiderisikoen betydelig og reell. På den annen side vil vi igjen understreke at aksjer i fornuftig verdsatte globale kvalitetsselskaper med stabil kontantstrøm og lav gjeld er et attraktivt investeringssegment i dag.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland