

Månedsbrev 13. mars 2012

En refleksjon

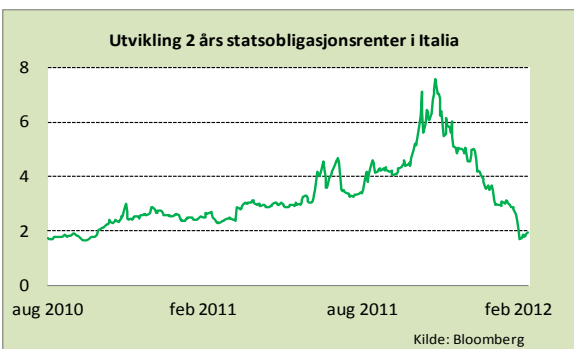
"Assets can fluctuate greatly in price and not be risky as long as they are reasonably certain to deliver increased purchasing power over their holding period. On the other hand, a non-fluctuating asset can be laden with risk"

Warren Buffet, Letter to shareholders, February 25, 2012

Makro

OECD publiserte sin analyse av ledende makroindikatorer i går den 12. mars. Indikatorene tar pulsen på den økonomiske utvikling i alle viktig land. Det er svært positivt at de ledende indikatorene i OECD området som helhet nå viser en positiv utvikling for tredje måned på rad. Den beste utviklingen er i USA og Japan. Interessant å merke seg er at euro-området viser, for første gang på mange måneder, en positiv utvikling. Kina er eneste land som viser svakere tall i januar i forhold til desember. Brasil viser også avtagende vekst, men januar-tallene er bedre enn desember-tallene.

Den europeiske sentralbanksjefen Mario Draghi kalte i et intervju den 8. mars sine tre års lånepakker til 1 % rente (LTRO) til europeiske banker for en ubetinget suksess. Europeiske banker har lånt til sammen over 1.000 milliarder euro, og lånene har åpenbart både redusert stresset i det europeiske bankvesenet og bidratt til reduserte renter på statsobligasjoner i Italia og Spania. Den italienske to års renten har falt fra 7,7 % i november til i underkant av 2 % i dag.



Risikopremiene i aksjemarkedene har også falt markant. Den tyske DAX indeksen har steget 39% siden bunnen september i fjor, mens Stoxx Europe 600 indeksen har steget 27 % i samme perioden. Euroen har styrket seg i den senere

tid, og tilliten begynner å komme tilbake innen mange områder i Europa.

Hellas går nå gjennom en såkalt ryddig konkurs. Det vil si at landet for alle praktiske formål er konkurs, men hvor gjelden skrives kontrollert ned og kreditorene tar store tap. Gamle obligasjoner byttes i nye obligasjoner med lang løpetid og lave kupongrenter, men allerede ved utstedelse prises de nye obligasjonene i markedet til konkurspriser. Det vil derfor ta mange år før situasjonen i Hellas normaliseres.

Det er ventet at det vil bli negativ BNP-vekst i Europa i 2012. Median-snittet til de økonomiske analyser som Bloomberg følger anslår en økonomisk kontraksjon på 0,4 % i Europa i år, men med en positiv vekst i Tyskland på 0,6 %. BNP i USA antas nå å vokse med 2,2 % i 2012. Det er å håpe at disse tallene vil oppjusteres fremover.

Verden er avhengig av vekst for at gjeldsproblemene skal kunne håndteres på en konstruktiv måte. Det er derfor viktig at den positive utviklingen i de ledende økonomiske indikatorene fortsetter. Ved tilbakeslag i vekstforventningene vil volatiliteten raskt komme tilbake til markedene og store kurssvingninger vil måtte påregnes.

Avkastning - hittil i år

Den positive utviklingen i de fleste aksje- og råvaremarkeder fortsatte i februar. Samtidig steg statsobligasjonsrentene, mens kredittpåslagene falt. Hittil i mars har markedene konsolidert. Vi har i år opplevd et klassisk rally i risikoktivate, som bidrar til å redusere mye av fjorårets kurstap i de samme aktivaklasser.

Per 12. mars hadde MSCI World indeksen steget med 4,0 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 9,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 11,9 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steget 8,7 %. MSCI IT og MSCI Syklisk konsum var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på 9,3 % og 9,1 %. MSCI Telekom og MSCI Forsyning har falt mest, med henholdsvis 5,3 % og 3,8 %.

Råvareprisene har steget. Olje og gull har steget med henholdsvis 16,7 % og 8,8 %, mens

Utvalgte markeder

Pr. 12. mars 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	422,43	9,74 %
Dow Jones	12959,71	6,07 %
SP 500	1371,09	9,02 %
DAX	6901,35	17,00 %
FTSE 100	5892,75	5,75 %
Nikkei 225	9889,86	16,97 %
Hang Seng	12134,18	-34,18 %
WTI Olje	106,49	6,81 %
Brent Olje	125,45	17,02 %
Gull	1701,20	8,78 %
Kobber	8444,00	11,80 %
USD/NOK	5,70	-4,84 %
EUR/NOK	7,48	-3,48 %
GBP/NOK	8,91	-4,09 %
SEK/NOK	83,75	-3,75 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

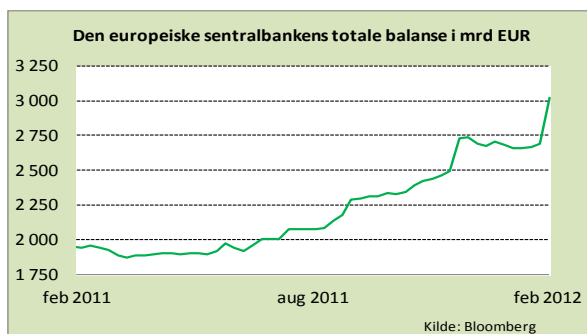
Kilde: Bloomberg

kobber og aluminium har steget med henholdsvis 11,3 % og 9,6 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 5,0 % mot USD og 3,5 % mot EUR. NOK har også styrket seg mot de øvrige viktige valutaene.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den amerikanske sentralbanken (Fed) har nå tilført markedet USD 2.300 milliarder i ny likviditet ved kvantitative lettelse i pengepolitikken (QE I & II). Fed har i tillegg lovet markedet å holde styringsrenten på om lag 0 til og med 2014. Den europeiske sentralbanken (ESB) har gjennom LTRO I & II programmene tilført markedene Euro likviditet, tilsvarende USD 1.300 milliarder. I tillegg driver Bank of England med utstrakte kvantitative lettelse. I februar endret også den japanske sentralbanken, Bank of Japan (BoJ), pengepolitikken og satte i gang med kvantitative lettelse. På kort sikt stimulerer kvantitative lettelse eller mer populært kalt pengetrykking til verdistigning på realaktiva og fallende valutakurser til de landene som trykker penger. Til eksempel har JPY svekket seg med 11 % mot NOK i år, hvor det vesentligste av fallet kom etter at BoJ lanserte sine kvantitative lettelse.



De langsiktige konsekvensene av sentralbankenes politikk med kvantitative lettelse er det få som har gode synspunkter på. Da Fed startet sitt QE I program i 2008 diskuterte sentrale kommentatorer hvilken "exit" politikk som skulle legges til grunn når programmet skulle reverseres. Nå diskuterer nesten ingen "exit", det bare forventes mer.

Det norske aksjemarkedet nærmer seg nå, etter den siste tids oppgang, nivåer for en normalprising. P/B målt ved OSEFX indeksen er på 1,5 som fortsatt er noe under historisk snitt. P/E på

estimert inntjening er 12, som er om lag på historisk snitt. Småselskapsindeksen OSESX prises med sin P/B på 1,0 fortsatt med en betydelig rabatt på sin historiske P/B på 1,4 siste 10 år.

Selskapenes inntjeningsestimater har ikke steget gjennom den siste tids børsoppgang. Oppgangen har kommet fordi frykten har avtatt og risikopremiene har falt. Investorene er nå villige til å kjøpe aksjer til høyere P/E og P/B enn for noen måneder siden. De fleste viktige aksjemarkeder har positive glidende gjennomsnitt siste 50, 100 og 200 dager. VIX indeksen ligger på om lag 17 som er historisk lavt. Europeiske banker har igjen begynt å låne penger til hverandre. I sum er sentimentet fortsatt positivt.

Konklusjon

Makrobildet fortsetter den svakt positive utviklingen. Situasjonen i Iran og den høye oljeprisen utgjør en trussel for den skjøre oppgangen vi ser i verdensøkonomien. En tilspissing av situasjonen med ytterligere oljeprisoppgang vil være svært negativt.

Det er fare for at obligasjonsmarkedet nå kaster seg over Portugal etter at Hellas ser ut til å finne en løsning på kort sikt. Med høy sannsynlighet kan hverken Portugal eller Irland klare seg uten å måtte nedskrive gjeld. Portugal betaler nå 11,2 % for sine to års statsobligasjonslån. Det er ikke bærekraftig.

Vi anbefaler å redusere risikoeksponeringen i porteføljen til nøytralvekt i aksjer. Oppgangen har vært betydelig, aksjer er ikke lenger spesielt billige, og mange av de grunnleggende problemene knyttet til gjeldskrisen er ikke løst. Frykten kan derfor komme tilbake i markedene med kursfall som resultat. På den annen side er det i dag få investeringsalternativer som ser mer attraktive ut enn å eie kvalitetsaksjer for den langsiktige investor.

Vi anbefaler kort durasjon og en overvekt av kreditt i renteporteføljene. I Norge beholder vi en posisjon i små- og mellomstoreselskaper (OSESX) som fortsatt fremstår som rimelig. Innen internasjonale aksjer øker vi eksponeringen mot store stabile kvalitetsselskaper.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivaklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.