

## Månedsbrev 7. september 2012

### En refleksjon

"The central banks of the advanced market economies have embarked upon one of the greatest economic experiments of all time – ultra easy monetary policy"

William R. White, Chairman of the Economic Development and Review Committee, OECD

### Makro

I vårt forrige månedsbrev viste vi to grafer. Den ene viste at forventningene til global BNP-vekst i 2013 gradvis er blitt nedjustert gjennom året. Den andre viste at vi i år har opplevd en løpende nedjustering i anslagene for bedriftenes inntjening i 2013. Denne utviklingen har fortsatt siste måned.

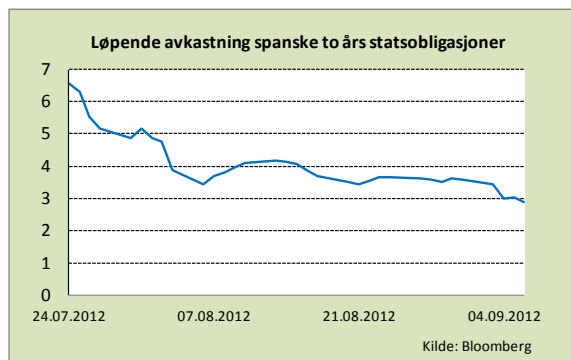
På tross av dette utfordrende makroøkonomiske bakteppet har aksjemarkedene hatt en positiv utvikling de siste månedene. Dette skyldes i høy grad markedenes tro på at sentralbankene vil vise handlekraft i forhold til denne situasjonen og at deres virkemidler vil være effektive for å unngå kriser og fremme bærekraftig vekst.

Den europeiske sentralbanken (ESB) og dens leder Mario Draghi har mer enn noen annen vært katalysator for stemningsskiftet i markedet da han gjennom sommeren har signalisert at ESB vil ta sterkere grep for å løse krisen i euro-området. Styret i ESB vedtok i går Draghis viktigste tiltak; forslaget om at ESB skal kunne kjøpe ubegrenset volum av statsobligasjoner i EU land som ber om hjelp fra EUs krisefond (EFSF/ESM) og som oppgir suverenitet ved å underlegge seg styring fra EU sentralt. Det nye programmet er kalt Outright Monetary Transactions (OMT). Obligasjonene skal kun kjøpes i annenhåndsmarkedet, løpetiden skal være under tre år, og ESB skal ikke ha fortrinnsrett i forhold til andre kreditorer om det går galt. ESB hevder at obligasjonsmarkedene i euro-området har kommet inn i en selvforsterkende ond sirkel der dette er et avgjørende virkemiddel for å bryte denne. For å imøtegå argumentet om at ESB dermed finansierer statsunderskudd, vil økt pengemengde ved kjøp i OMT følges av tilsvarende reduksjon på andre områder (sterilisering).

I går støttet 22 av 23 stemmeberettigede i ESBs styre forslaget fra Draghi. Styret består av EUs 17 nasjonale sentralbanksjefer, samt en ledergruppe (executive committee) på seks, hvorav Draghi er den ene og en annen er Jörg Asmussen, en av Angela Merkels nærmeste medarbeidere inntil

han i januar 2012 ble ansatt i ESB. Det var Jens Weidmann, sjefen for den tyske sentralbanken som var uenig.

OMT-programmet skal bøte på det ESB kaller for høye risikopremier på statsrenter i enkelte land. Det interessante er at ESB med sin nye handlekraft kan komme til å oppnå målsetningen sin for mange land uten å måtte kjøpe obligasjoner under OMT-programmet i det hele tatt. Den 26. juli holdt Draghi sin markante tale i London hvor han første gang presenterte ideene til OMT for markedet, siden den dag har renten på spanske to års statsobligasjoner falt fra 6,42 % til 2,79 % som illustrert i figur 1.



Draghi og ESB er nå i ferd med å skape en tillit og et tidsvindu som Europas politikere må benytte vel for å treffe de nødvendige strukturelle tiltak for igjen å gjøre Europa konkurransedyktig.

Sentralbankene, først i USA og nå i Europa, har de siste år bidratt til å unngå en kollaps i finansmarkedene og en depresjon i økonomien ved lavrentepolitikken og de utradisjonelle virkemidlene (TARP, QE1 og 2, TWIST, LTRO og OMT).

Utfordringen nå er hva som skal til for å skape bærekraftig global vekst. Den ultraekspansive pengepolitikken har så langt ikke skapt bærekraftig vekst, heller ikke i USA eller England, som ikke har EUs euroutfordringer. Det er mange gode argumenter for at denne politikken har kort-siktig positive effekter i å løse akutte kriser, men at på mellomlang og lang sikt kan skadevirkningene være relativt store. Det er også gode argumenter for at ultraekspansiv pengepolitikk sender styringssignaler til aktørene i økonomien som kan være hemmende i forhold til å skape langsiktig bærekraftig vekst. Mer om dette viktige og interessante tema kan leses på: (<http://dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>)

### Utvalgte markeder

Pr. 6. september 2012

|            | Kurs     | hittil i år |
|------------|----------|-------------|
| OSE BX     | 443,02   | 15,09 %     |
| Dow Jones  | 13292,00 | 8,79 %      |
| SP 500     | 1432,12  | 13,88 %     |
| DAX        | 7167,33  | 21,51 %     |
| FTSE 100   | 5777,34  | 3,68 %      |
| Nikkei 225 | 8680,57  | 2,66 %      |
| Hang Seng  | 19209,30 | 4,20 %      |
| WTI Olje   | 94,60    | -5,12 %     |
| Brent Olje | 113,49   | 5,87 %      |
| Gull       | 1700,30  | 8,72 %      |
| Kobber     | 7693,00  | 1,85 %      |
| USD/NOK    | 5,83     | -2,11 %     |
| EUR/NOK    | 7,37     | -4,70 %     |
| GBP/NOK    | 9,29     | 0,00 %      |
| SEK/NOK    | 86,71    | -0,34 %     |

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Som vi har diskutert tidligere, er kredittveksten som en sentral driver for global vekst, blitt kraftig redusert de siste år. Feilinvesteringer og for høy konsumkreditt har skapt et globalt gjeldsoverheng som høyst sannsynlig må bygges ytterligere ned før privat og offentlig sektor igjen er i stand til å øke konsum og investeringer i et omfang som bringer veksten tilbake til tidligere nivåer. Dette vil prege utviklingen også fremover.

### Avkastning - hittil i år

I august styrket norske kroner seg markant, og det norske aksjemarkedet hadde god avkastning, mens utenlandske markeder falt noe, målt i norske kroner. Aksjemarkedene har en positiv utvikling så langt i september.

Hittil i år per 6. september hadde MSCI World indeksen steget med 9,3 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 3,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 18,5 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX-indeksen har steget 11,2 %. Blant sektorer hadde konsum, helse, IT og finans alle en oppgang på over 10 %, mens energi, materialer og forsyning hadde svakest utvikling hittil i år.

Råvareprisene har hatt en blandet utvikling. Olje har steget 5,7 % hittil i år. Gull har en positiv avkastning i år med 8,7 %. Kobber har steget 1,4 %, mens aluminium har falt med 1,4 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK styrket seg med 2,1 % mot USD og med 4,7 % mot EUR.

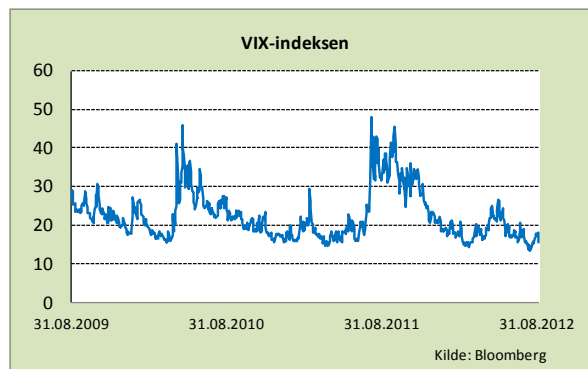
### Verdi, likviditet, og sentiment

Internasjonale aksjemarkeder er i dag verdsatt om lag på langsiktige normalverdier. Den syklisk justerte P/E for verdensindeksen (MSCI World NR) er ved utgangen av august på 16,6 som er nær over det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned med 14, mens USA trekker opp med 18. Det norske aksjemarkedet er nå priset vurdert på bokført egenkapital i selskapene med en P/B på 1,5 (OSEFX), mens forventet langsiktig normalnivå er om lag 1,7. Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot meget høy med 22 for OSEFX. Inntjeningsestimaterne er fallende både i USA og i Norge. Fallende estimater og et normalpriset marked

vil gjøre videre kursvekst krevende og avhengig av ytterligere likviditetstilførsel, samt et fortsatt bedret sentiment.

Bedret likviditet som følge av aktive tiltak fra sentralbankene er det sentrale element i markedsutviklingen. Risikoen ligger i at sentralbankene ikke leverer det markedet forventer. Den amerikanske sentralbanken har neste møte 10. - 12. september. Markedet venter ytterligere positive signaler om likviditetstilførsel fra det møtet. En hendelse med liten sannsynlighet, men med høy negativ konsekvens for markedene er den tyske konstitusjonsdomstolen beslutning den 12. september som skal ta stilling til om det europeiske krisefondet (ESM) strider mot den tyske grunnloven.

Sentimentet er nå så positivt at det nesten er bekymringsfullt i forhold til den videre kursutvikling. Til eksempel er VIX-indeksen, som ofte brukes som et fryktbarometer, på et nivå som er blant de laveste noensinne, som illustrert i figur 2. Det viser at investorene har nesten sluttet å bekymre seg for mulige kursfall. Mange sentrale aksjemarkeder har nå satt nye toppnoteringer for året. Dette genererer nye kjøpsignaler, som kan ta markedene videre opp.



### Konklusjon

Vi opplever aksjemarkedet som normalpriset, samtidig som anslagene for inntjening og vekst i verdensøkonomien løpende nedjusteres. På den annen side bidrar sentralbankene i USA og Europa med sin ultraekspansive pengepolitikk til å støtte opp om markedene. Sentimentet i markedet er også sterkt og bidrar med positivt momentum. Samlet sett opprettholder vi likevel vår svake undervekt i aksjer da vi mener at markedet nå i for liten grad legger vekt på inntjeningsutviklingen og er blitt for positivt i forhold til de underliggende realiteter.

Med vennlig hilsen  
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland