

MÅNEDSBREV 10. NOVEMBER 2011

En refleksjon

”Statsobligasjonene var ment å være trygge, men vi har gått fra risikofri avkastning til avkastningsfri risiko”

Yngve Slyngstad, leder for Statens Pensjonsfond Utland til Finansavisen 29. oktober.

Makro

I oktober måned har positive nyheter fra USA og Kina, sammen med den økte kriseforståelsen hos europeiske ledere bidratt til en oppgang i aksjemarkedene og et fall i kredittpåslegene. Sentimentet, som var på sitt mest negative for en måned siden, har bedret seg. Makrobildet er likevel fortsatt skjørt.

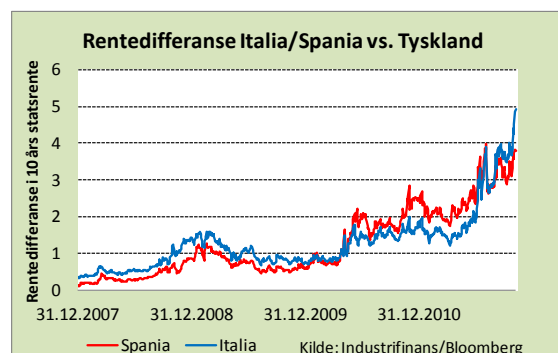
Alle de store OECD landene sliter med lav vekst og for høye nåværende og, ikke minst, fremtidige forpliktelser. På den ene siden har globaliseringen medført at landene på mange områder blir utkonkurrert av Kina og India, noe som bidrar til høy strukturell arbeidsledighet. Samtidig medfører den demografiske utviklingen at kostnadene eksploderer innen pensjoner og omsorg. Svak avkastning på oppsparte midler i finansmarkedene gjør ikke situasjonen lysere for myndigheter, pensjonskasser og livselskaper som skal betale regningen. Den pågående gjeldskrisen i euroområdet er derfor, i tillegg til valutaunionens mangler, et resultat av et dyptgripende og langvarig problem som mange OECD land står foran.

Norge fremstår med en meget lav arbeidsledighet, fordi de høye oljeinntektene gir rom for store overføringer. Den mer bitre realitet er at 700.000 nordmenn i arbeidsfør alder er sykemeldt, på uføretrygd eller på annen måte skjøvet ut av arbeidsmarkedsstatistikkene. I tillegg har Norge nå et reallønnsnivå som er 50 % høyere enn snittet i Europa. Vi skal være takknemlige for at vi fant mer olje på Avaldsnes/Aldous.

På aggregert nivå er euroområdet økonomisk sett bedre stilt enn USA, England og Japan på de fleste områder. Samlet offentlig gjeld i forhold til BNP er lavere og nesten hele gjelden er stort sett i euro og finansiert enten internt i landet eller av andre euroland. Betalingsbalansen mot utlandet er også generelt bedre, med unntak av Japan.

Eurosonens problem er den skjeve fordelingen av statsgjeld og konkurransedyktighet internt i eurosonen. Dette skaper store finansielle spenninger og solvensproblemer for enkelte land. I teorien kan Tyskland og den europeiske sentralbanken (ECB) løse problemene. Løsningen må inneholde to elementer. Tyskland må være villig til å borge for samtlige eurolands gjeld ved å utstede euroobligasjoner og samtidig drive en mye mer ekspansiv finanspolitikk i Tyskland. ECB må følge i fotsporene til den amerikanske sentralbanken (Fed) og den engelske sentralbanken, Bank of England (BoE) og starte med kvantitative lettelser. Kvantitative lettelser betyr at sentralbanken øker sin egen balanse ved å kjøpe verdipapirer i markedet med oppgjør i likvider, mange kaller dette pengetrykking.

Tyskland holder tilbake fordi de ønsker at de forgjeldede landene gjør markerte omstillinger og strukturelle endringer før de får tilgang til mer penger. Aller helst vil de vente til euroområdet er mer politisk integrert og hvor de også kan styre den samlede pengebruken sterkere. De forgjeldede landene på sin side ønsker selvfølgelig mest for minst. Prosessen tar derfor tid med tautrekking frem og tilbake.



Den nye ECB sjefen Mario Draghi besluttet å sette ned renten i sitt første møte. Han signaliserte for øvrig ingen kursendring for banken, men dersom Europa går inn i en ny resesjon kan også ECBs mandat og prinsipper komme opp til ny vurdering. Men som vi også tidligere har skrevet er eurosonens kanskje største utfordring de komplekse beslutningsprosesser som krever 17 lands aksept. Det er likevel mer enn noen annen den tyske Bundestag som kommer til å styre utviklingen fremover, fordi de sitter på pengene.

Utvalgte markeder

Pr. 9. november 2011

	Kurs	hittil i år
OSE BX	381,08	-13,34 %
Dow Jones	11780,94	1,76 %
SP 500	1229,10	-2,27 %
DAX	5829,54	-15,69 %
FTSE 100	5460,38	-7,45 %
Nikkei 225	8755,44	-14,41 %
Hang Seng	20014,43	-13,11 %
WTI Olje	95,91	4,95 %
Brent Olje	111,57	18,11 %
Gull	1768,70	24,47 %
Kobber	7610,00	-21,14 %
USD/NOK	5,70	-2,06 %
EUR/NOK	7,76	-0,64 %
GBP/NOK	9,09	0,22 %
SEK/NOK	85,60	-1,69 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Finansmarkedene presser europeiske politikere til å handle ved å sende rentene på de gjeldstyngede landenes statsobligasjoner til værs. Den viktigste værhanen i så måte fremover vil være rentedifferansen mellom italienske og spanske 10-års statsrenter i forhold til tyske. Se grafen på forrige side.

Avkastning - hittil i år

Oktober ga en kraftig positiv rekyl i de fleste aksje- og råvaremarkeder. Samtidig steg statsobligasjonsrentene, mens kredittpåslagene falt. Hittil i november har markedene konsolidert noe etter oktober-oppgangen.

Per 9. november var MSCI World indeksen ned med 7,4 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen var ned 14,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, var i samme periode ned med 18,8 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, falt 18,6 %. MSCI Helse og MSCI Stabile konsumvarer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på 2,4% og 3,3 %. MSCI Finans og MSCI Materialer falt mest med henholdsvis 18,9 % og 16,7 %.

Råvareprisene har utviklet seg svært ulikt. Olje og gull har steget kraftig med henholdsvis 18,5 % og 24,6 %, mens kobber og aluminium har falt betydelig med henholdsvis 21,1 % og 13,9 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 2,0 % mot USD, mens nesten alle andre viktige valutaer for Norge ligger innenfor om lag +/- 1 % endring.

Likviditet, verdi og sentiment

Både den amerikanske og engelske sentralbanken fører nå en meget ekspansiv pengepolitikk som på sikt vil være inflasjonsdrivende og svekke valutakursene. ECB har begynt å sette ned renten og har bidratt til likviditet ved å finansiere det europeiske bankvesenet, samt ved kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet. Banken har også foreløpig stilt seg avvisende til å bidra med lån til det euro-

peiske stabilitetsfondet (EFSF) som banken mener er de politiske myndigheters oppgave. ECBs strategiske veivalg fremover vil være blant de viktigste drivere i forhold til markedsutviklingen.

Det norske aksjemarkedet fremstår fortsatt som relativt rimelig på nøkkeltall som P/E, P/B og dividende avkastning. Dette gjelder selv etter oppgangen i oktober og nedjusterte estimater. Resultatene i tredje kvartal har i sum kommet inn noe under konsensus, men det ligger nå i tallene. Sentimentet i markedet har også bedret seg siden sist og er nå mer nøytralt. Aksjemarkedet kan fortsatt ventes å ha store svingninger fremover. Teknisk sett er det viktig at markedene ikke faller under nivåene fra primo oktober.

OSEFX	2011	2012	2013
P/E	11,28	9,53	8,24
P/B	1,30	1,21	1,11
Dividend Yield	4,59	4,52	5,11

Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Konklusjon

Vårt makrobilde er ikke endret siden sist. Vi tror veksten blir lav, men positiv fremover i de utviklede land, mens de fremvoksende land vil bidra til at veksten i verdensøkonomien kan bli 2,5-3,5 % i de nærmeste årene. Europa står i fare for å falle i resesjon.

G20-møtet løste som ventet ingen verdens ting. Finansmarkedene vil sannsynligvis i lang tid fremover svinge mellom pessimisme og optimisme. En betydelig pessimisme ligger fortsatt priset inn i dagens aksjekurser. I forhold til vår strategi anbefaler vi nøytral til svakt overvekt av aksjer i porteføljene, men utfallsrommet er stort på begge sider. Skal det tjenes ekstra penger bør det kjøpes litt ekstra aksjer når pessimismen råder som mest og selges av noe når optimismen er kommet godt tilbake igjen.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.