

MÅNEDSBREV 13. SEPTEMBER 2011

En refleksjon

“Panicking has never been so difficult”
James Mackintosh, Financial Times

Makro

OECDs interim rapport over den økonomiske utvikling i verden publisert den 8. september gir grunn til soberhet. OECD erkjenner at utviklingen er mye svakere enn det de selv tidligere hadde spådd, så sent som i juni i år. G7-landene, eksklusiv Japan, antas nå å få en årlig vekstrate på under 1 % i andre halvår 2011.

Økt usikkerhet, som følge av fallende tillit til politikere og sentralbankers evne til å håndtere situasjonen i Europa og USA, brukes som et hovedargument for å forklare det markante fallet i nesten alle økonomiske forventningsindikatorer.

OECD mener fortsatt at mange forhold ligger til rette for fornyet vekst såfremt tilliten i markedene gjenreises. Inflasjonspresset er nå avtagende i flere av de viktigste fremvoksende land, hvilket tilsier mulige rentenedsettelse fremover. G7 landene kan kombinere strukturelle reformer og langsiktig innsparing med fortsatt kortsiktige pengepolitiske og finanspolitiske stimuli. Lånerentene er lave for de fleste land.

Usikkerheten rundt en løsning på Europas statsgjeld-situasjon er fortsatt den viktigste faktor bak frykten. Tyskland sitter med nøkkelen, men er i dag ikke villig til å stille en åpen garanti for de øvrige 16 euro-landenes gjeld. På den annen side er både forbundskansler Angela Merkel og finansminister Wolfgang Schäuble tydelige på at de vil støtte euroen og alle medlemslandene som leverer den nødvendige innstramning og bedring i statsfinansielle nøkkeltall. Angela Merkel har nå den tyske konstitusjonsdomstolens medhold i at Tyskland kan bidra til EUs stabilitetsfond (European Financial Stability Facility) hvor Tyskland skal finansiere 27,1 %. Høyst sannsynlig vil de folkevalgte i alle de 17 euroland godkjenne at stabilitetsfondet blir operativt i løpet av oktober. Fondets midler vil også sannsynligvis økes over tid, men spørsmålet er om Tyskland vil kjøre med så stramme tøylar at en europeisk resesjon blir uunngåelig. Fondet må også løse utfordringen med gjeldsnedsettelse og gjeldsrestrukturering

i de tilfeller hvor samlet gjeldsbyrde, som i tilfellet Hellas, ikke er mulig å bære. Markedet venter svar på disse spørsmålene før uroen kommer til å avta signifikant. IMF, og lederen Christine Lagarde, vil spille en nøkkelrolle i den videre utviklingen. IMF-sjefen har allerede markert seg med utspill som kan vise seg å bli en katalysator i den videre utvikling.

Utvalgte markeder

Pr. 12. september 2011

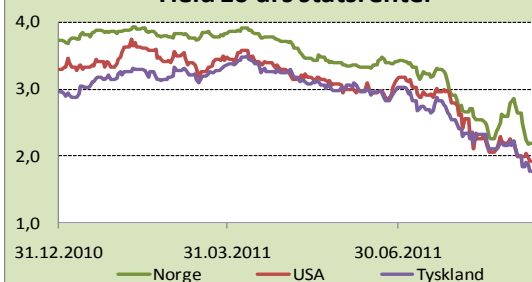
	Kurs	hittil i år
OSE BX	350,28	-20,34 %
Dow Jones	11061,12	-4,46 %
SP 500	1162,27	-7,58 %
DAX	5056,55	-26,87 %
FTSE 100	5106,70	-13,44 %
Nikkei 225	8616,55	-15,76 %
Hang Seng	19030,54	-17,39 %
WTI Olje	88,89	-2,74 %
Brent Olje	113,41	20,06 %
Gull	1815,00	27,73 %
Kobber	8761,00	-9,21 %
USD/NOK	5,62	-3,44 %
EUR/NOK	7,69	-1,54 %
GBP/NOK	8,82	-2,76 %
SEK/NOK	84,43	-3,03 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Yield 10 års statsrenter



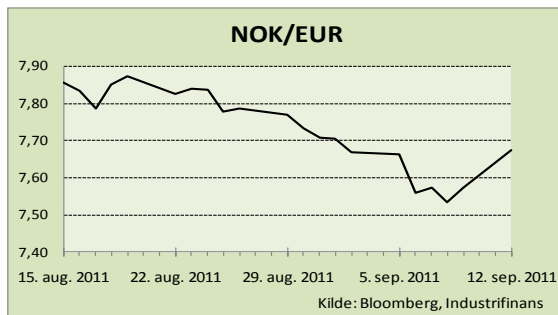
Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Frykten har de siste ukene bitt seg fast i markedet. Renten på 10-års statsobligasjoner har falt kraftig. Det store spørsmålet nå er hvor dårlig kommer den økonomiske utviklingen til å bli? Tyske 10 års renter er nå på 1,7 %. Amerikanske er på 1,9 %, som er det laveste nivået på 60 år. Rentemarkedene gir i dag negativ realavkastning på 10 års penger. Dette viser høy grad av pessimisme og en tro på en kraftig økonomisk avkjøling med deflasjonsutsikter. Martin Wolf i Financial Times er bekymret for utsiktene. På den annen side mener han at de lave rentene gir Tyskland og USA en gyllen anledning til å låne billige penger som bør investeres i lønnsomme prosjekter og slik bidra til å få veksten i gang igjen i verdensøkonomien. Han argumenter sterkt i mot Tysklands syn om å spare seg ut av problemene.

Avkastning - hittil i år

Risikoaversjonen i markedene har økt dramatisk de siste månedene og det er få steder å gjemme seg. Gull, sveitserfranc, amerikanske og tyske statsobligasjoner har vært ansett som trygge havner siden finanskrisen brøt ut i 2008. Forskjellen er at i september 2008 da Lehman Brothers gikk konkurs var gullprisen USD 831, CHF var 1,6 mot EUR og renten på den amerikanske 10 åringen var 3,8 %. I dag er gullprisen USD 1,850, CHF satt til 1,2 EUR og renten på den amerikanske 10 åringen er 1,8 %. Spørsmålet er da om det som var trygt er trygt lenger?

Vi så at CHF ikke var trygt da myndigheten besluttet å intervenere i markedene ved å sette et fastkursmål mot EUR. Norske kroner framstår nå for mange som en trygg havn, hvilket også kursutviklingen mot EUR viser.



Per 12. september hadde MSCI World indeksen falt med 14,0%, mens MSCI World Emerging Markets indeksen var ned 17,0 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, hadde, målt ved OSEFX, i samme periode falt med 23,8 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, falt 28,8 %. MSCI Helse og MSCI Stabile konsumvarer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en nedgang på 3,0 % for begge. Konjunkturfølsomme aksjer og finansaksjer har falt mest.

Råvareprisene har falt til dels kraftig tilbake. Oljeprisen har likevel steget 21,3 %, kobberprisen falt 9,5 %, mens aluminium har falt 5,0 %. Prisen på gull har steget 27,8 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 3,5 % mot USD, 3,1 % mot SEK, og 1,3 % mot EUR og DKK. CHF har styrket seg med 2,4 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den tilspissede situasjonen i gjeldsmerkede vil bidra til ytterligere stimulerende tiltak fra politikere og sentralbanker. Den amerikanske sentralbanken møtes 20. september og signalene vil høyst sannsynlig være stimulerende. På samme måte kan den europeiske sentralbanken fortsatt sette ned renten og EUs politikere kan beslutte å øke omfanget av stabilitetsfondet (EFSF). Politikk og økonomi lever i en dynamikk, og økt kriseforståelse er ofte forløsende for viktige tiltak.

Inntjeningsestimaterne kommer helt sikkert til å bli nedjustert. Likevel priser allerede i dag aksjemarkedene inn en betydelig nedkjøling av økonomien og fall i inntjening. Dette illustreres av følgende tall: Oslo Børs (OSEFX) handles nå på Pris/Bok 1,3 med en estimert P/E 10,4 (2011) og 8,1 (2012) mot en langsiktig likevekts Pris/Bok på 1,7. I USA handles S&P500 på en P/E 11,6 (2011) og P/E 10,4 (2012) mot historisk gjennomsnitt P/E siste 10 år på om lag 15. I Europa har Bloomberg 500 indeksen en P/E 8,9 (2011) og P/E 8,0 (2012). I Brasil handles nå børsen på en P/E 9,5 (2011) og P/E 8,4 (2012), mens Hong Kong handles på P/E 10,0 (2011) og P/E 9,0 (2012). Alle tall er hentet fra Bloomberg.

Det er likevel klart aksjemarkedet fortsatt har en betydelig nedside såfremt det blir en alvorlig resesjon eller depresjon. Sentimentet har utviklet seg til å bli dramatisk svakt i løpet av de siste ukene. Rentemarkedet priser i dag inn en økonomisk utvikling som er svakere enn det dagens aksjemarked tilsier.

Konklusjon

Vårt hovedsyn er fortsatt at vi vil få en lav, men positiv vekst 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.

Markedet har fortsatt ikke fått de signaler fra sentralbanker og politiske myndigheter som er nødvendige for å gjenreise tillitt og skape en oppgangstrend. Det er fortsatt nedside i aksjemarkedene dersom pessimismen blir selvforsterkende. På den annen side tror vi at myndighetene vil komme sterkere på banen i de neste ukene med tiltak for å sikre likviditet og stabilitet i markedene. Dette kan gi en rekyl i de aktivapriser hvor frykten har presset kursene mest i de siste ukene. Vi vil ikke anbefale å selge aksjer på dagens kurser. Den langsiktige investor bør kjøpe på lave kurser for å øke aksjevekten til en normalposisjon eller svakt over. Alle investorer bør ha en tilstrekkelig andel likvider i porteføljen til å tåle den volatiliteten som hersker i markedene. Hvor stor denne andelen skal være må tilpasses den enkelte investors lynne og livssituasjon. På lang sikt tror vi at det er god verdi i dagens aksjekurser, mens det er dårlig verdi i dagens stasobligasjonskurser.

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.