

MÅNEDSBREV 10. AUGUST 2011

En refleksjon

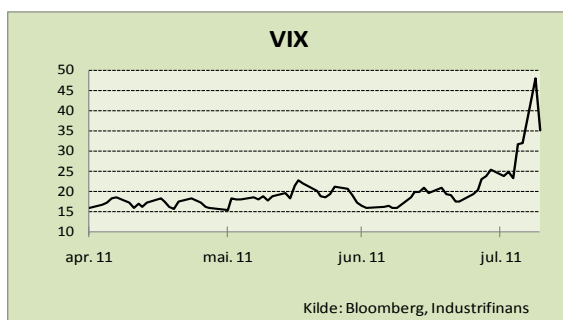
“Be greedy when others are fearful and fearful when others are greedy”

Warren Buffet

Makro

Det er nå relativt åpenbart at både OECD og IMF, som begge i sine siste analyser anslø veksten i verdens BNP til å bli i området 4,0-4,5 % i 2011 og 2012, ligger for høyt med sine anslag. Markedet har gjennom juli og august neddiskontert helt andre tall. Markedet kan ha overreagert, men det blir neppe 4,0-4,5 %.

Det er alltid et sammensatt bilde bak hva som utløser et brått fall i aksjeverdiene. Gjeldsproblemer i Europa, diskusjonen om heving av gjeldstaket i USA og usikkerhet om global vekst har lenge vært kjente problemer. Selv nedgraderingen av USA fra Standard & Poor's var varslet. Da vi skrev vårt forrige månedsbrev, var konsensus at svekkelsen i makrobildet var midlertidig og at veksten ville ta seg opp i andre halvår. Noen, deriblant Warren Buffet tror fortsatt på dette, men svartsynet har senket seg over det store flertall. Den økte risikofrykten kan illustreres ved VIX indeksen som måler risiko på S&P 500 indeksen.



Intervensjoner fra sentralbanker, spesielt fra Fed, sentralbanken i USA, og stimulansepakker fra politikere har preget markedsbildet helt fra IT-boblen sprakk våren år 2000. Skeptikerne har hele tiden sagt at denne type intervensjoner vil bidra til å skape ustabilitet i markedene ved at for mye gjeld akkumuleres når kostnaden for kreditt blir for lav. Nesten alle erkjenner nå at gjeldsberget er blitt for stort. Spørsmålet er blitt hvordan problemet kan eller vil løses. En mulig utløsende faktor til de siste dagers korreksjon er markedsaktørens økende følelse av at sentralbanker og myndigheter

har mistet kontroll over utviklingen. En forklaring er at det er få virkemidler igjen. Statsgjeld begrenser mulighet for aktiv finanspolitikk ved store budsjettunderskudd. I pengepolitikken nærmer renten seg allerede null i de fleste sentrale land.

Det finnes likevel gjenværende virkemidler, men det er høy risiko for at de riktige virkemidlene ikke vil bli brukt i tide. I euro-sonen kan gjeldskrisen løses på kort og mellomlang sikt dersom de sterke landene er villig til å stille seg bak statsgjelden til de svake. Dette må understøttes av økende samordning av finanspolitikken og utstedelse av euroobligasjoner som hele euro-sonen borger for. Tyskland har klart sagt fra at de ikke ønsker dette. På den annen side har nå Tyskland vist at de til slutt gir etter hver gang krisen topper seg, men er det å vente at hardt arbeidende tyske, nederlandske og finske skattebetalere skal ønske å plukke opp denne regningen? Er det mulig at 17 land kan klare å bli enige om disse beslutningene? Sannsynligheten for at dette ikke skjer er dessverre betydelig.

I USA vil Fed gjøre hva de kan for å videreføre en ekspansiv pengepolitikk. Ben Bernanke og Fed har vist stor kreativitet i pengepolitikken. USAs store utfordring er å skape politisk handlekraft og løse opp i dagens fastlåste beslutningsstruktur i Kongressen. En konstruktiv "samlingsregjering" ville kunne løse mange av USAs utfordringer ved en kombinasjon av økte skatter og avgifter, reformer innen helse og pensjonskostnader og lønnsomme infrastrukturinvesteringer.

Det er ingen enkel langsiktig løsning på den globale gjeldskrisen. Det er den samme gjelden, pluss vesentlig mer, vi sliter med nå som under finanskrisen i 2008. Den, etter vårt skjønn, beste eller minst skadelige løsningen ble beskrevet i et innlegg av Harvard professor Kenneth Rogoff og publisert i Dagens Næringsliv den 8. august. Han sier at den eneste praktiske måten å forkorte den lange veien med gjeldsnedbygging og lav økonomisk vekst er å skape moderat inflasjon, for eksempel fire til seks prosent, over flere år. Sentralbankene må uttrykke dette som et inflasjonsmål og sette styringsrenten i null inntil det nye inflasjonsmålet nås. Inflasjonen vil da gradvis redusere realverdien av gjelden og gjøre gjeldsbetjeningen lettere. Inflasjonen vil videre øke nominelle priser på realaktiva som vil styrke balansene på papiret.

Utvalgte markeder

Pr. 9. august 2011

	Kurs	hittil i år
OSE BX	348,05	-20,85 %
Dow Jones	11239,77	-2,92 %
SP 500	1172,53	-6,77 %
DAX	5917,08	-14,42 %
FTSE 100	5164,92	-12,46 %
Nikkei 225	8944,48	-12,56 %
Hang Seng	19330,70	-16,08 %
WTI Olje	81,85	-10,44 %
Brent Olje	105,28	11,45 %
Gull	1740,00	22,45 %
Kobber	8868,00	-8,10 %
USD/NOK	5,49	-5,67 %
EUR/NOK	7,83	0,26 %
GBP/NOK	8,97	-1,10 %
SEK/NOK	84,99	-2,39 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Utfordringen i dag er at vi ikke kommer ut av dagens gjeldssituasjon uten at noen tar tap i en eller annen form. Taperne i Rogoffs modell er de som har spart og har penger i banken, eller i antatt trygge nominelle fordringer. En annen stor tapergruppe er de som eier statsgjelden til USA og Eurolandene og nominelle fordringer generelt, hvor store tap vil komme via kurstap på valuta og obligasjoner.

Avkastning hittil i år

Aksjemarkedene korrigerer skarpt i begynnelsen av august. Risikoaversjonen økte dramatisk. Gull, sveitserfranc, amerikanske- og tyske statsobligasjoner var blant de få aktivaklassene som steg i verdi da markedene korrigerer.

Per 9. august hadde MSCI World indeksen falt med 12,5 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen var ned 18,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, hadde i samme periode falt med 23,4 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, hadde falt med 21,8 %. MSCI Helse og MSCI Stabile konsumvarer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en nedgang på 4,6 % og 4,0 %. Konjunkturfølsomme aksjer og finansaksjer har falt mest.

Råvareprisene har falt en del tilbake. Oljepriisen har likevel steget 8,3 %, kobberprisen falt 9,7 %, mens aluminium har falt 3,5 %. Prisen på gull har steget 22,5 %. Alle priser i USD.

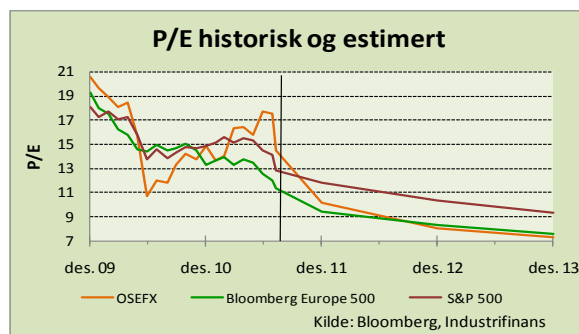
Innen valuta har NOK-kursen styrket seg med 5,0 % mot USD og 2,4 % mot SEK, og sveket seg om lag 1 % mot EUR og DKK. CHF har styrket seg med 21,6 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Den tilspissede situasjonen i gjeldsmarkedene, spesielt i Spania og Italia, samt korreksjonen i aksjemarkedene vil medføre likviditetsstimulerende tiltak. Den europeiske sentralbanken har allerede begynt å kjøpe italienske og spanske statsobligasjoner, mens Fed besluttet i møte 9. august å holde styringsrenten nær null i ytterligere to år, samt åpnet for nye kvantitative lettelsener.

Inntjeningsestimaterne er foreløpig ikke nevneverdig nedjustert, men estimatene kan nedjusteres betydelig før børsen blir dyr på nøkkeltall. Dette illustreres av følgende tall:

Oslo Børs (OSEFX) handles nå på Pris/Bok 1,3 med en estimert P/E 10,1 (2011) og 8,0 (2012). I USA handles S&P500 på en P/E 11,8 (2011) og P/E 10,3 (2012) mot historisk gjennomsnitt siste 10 år på 15,2. I Europa har Bloomberg 500 indeksen en P/E 9,5 (2011) og P/E 8,3 (2012). I Brasil handles nå børsen på en P/E 8,4 (2011) og P/E 7,5 (2012), mens Hong Kong Børsen handles på P/E 10,6 (2011) og P/E 9,3 (2012). Alle tall er hentet fra Bloomberg.



Sentimentet har utviklet seg til å bli dramatisk svakt på kort tid. Hausse-indeksen på nær 10 reflekterer at det snart er slutt på optimister. Det er ofte et tegn på at salgspresset snart er over og at markedene snur opp igjen.

Konklusjon

Gjeldssituasjonen i Europa og USA krever kraftfulle tiltak fra sentralbanker og politiske myndigheter. Dårlige eller manglende beslutninger fra myndigheter og sentralbanker kan bidra til å opprettholde den høye volatiliteten og presse kursene. Vi tror at myndighetene vil ønske å holde renten lav lenge for å redusere rentebelastningen fra gjeldsbyrden og gradvis akseptere høyere inflasjon. Dette er positivt for realverdier som eiendom og aksjer. Vi mener at det er god verdi i dagens børser. Mange kvalitetsaksjer utbetaler årlig utbytte på om lag 5 % av aksjekursen og handles på P/E nivåer under 10. Vår vurdering er at dette representerer interessante avkastningsnivåer i forhold til de fleste andre plasseringsalternativer, men en aksjeinvestor må leve med ubehagelige kurssvingninger. I sum opprettholder vi vår svake overvekt i aksjer.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland