

MÅNEDSBREV 15. JUNI 2011

En refleksjon

“What is the difference between a rollover, reprofiling and restructuring? Or between a ratings default or credit event?the discussion seems like a bad capital markets joke. Only for investors it is not funny.”

Financial Times, den 11. juni, om debatten om restrukturering av gresk statsgjeld.

Makro

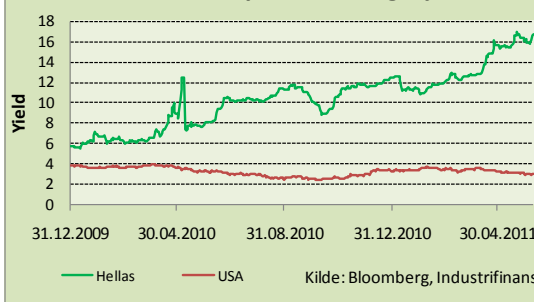
OECD Economic Outlook ble publisert i slutten av mai. Dette er en halvårlig publikasjon som kommer måneden etter at IMF publiserte sin World Economic Outlook i april. OECD er på linje med IMF i synet om at veksten i verdensøkonomien er sterk og står mer og mer på egne ben, slik at stimulansepolitikken, både finans- og pengepolitisk, bør og kan reduseres i mange land. Verdens BNP ventes å vokse med 4,2 % i 2011 og 4,6 % i 2012, mens IMF anslo om lag 4,5 % begge år. Veksten er ujevnt fordelt med en vekst i OECD landene på 2,3 % i år og 2,8 % neste år. Det er Kina og India som fortsatt er de viktigste vekstmotorene.

Kortsiktig har markedene vært preget av dårlige makronyheter. Arbeidsmarkedet og boligmarkedet i USA utvikler seg meget svakt. Siste rapport viste at arbeidsledigheten økte til 9,1 %, samtidig som boligverdiene igjen synker. I Kina stiger inflasjonen og er nå på 5,5 % p.a., rentene stiger og veksten faller. I følge Capital Economics har importen av kobber og aluminium til Kina falt med henholdsvis 25 % og 11 % i årets fem første måneder sammenlignet med i fjor. Importen av olje stiger derimot fortsatt.

I Europa er gjeldssituasjonen i Hellas igjen tilspisset. Den europeiske sentralbanken (ESB) og EUs toppolitikere må finne en løsning på neste lånepakke til EU-toppmøtet 23-24. juni. Hellas nærmer seg raskt mislighold og ble 13. juni nedgradert av Standard & Poor til CCC, som er siste stopp før mislighold. Samtidig steg renten på greske 10-års statsobligasjoner til 17 %. ESB og flere store banker, herunder Deutsche Bank, kjemper mot at mislighold skal bli erklært fordi de er redd for de negative ringvirkningene som følge av sto-

re tap for banker, pensjonsfond og generell markedsuro. Det blir samtidig mer og mer klart at Tyskland bare kan støtte en løsning hvor også private obligasjonseiere bidrar, slik at ikke hele regningen faller på skattebetalerne. Hvordan en slik løsning kan konstrueres uten at Hellas formelt blir erklært i mislighold, er nå det store diskusjonstemaet. I den sammenheng brukes termer som: restrukturering, reprofiling og roll-over (rollover), uten at långiverne foreløpig har klare definisjoner for begrepene. Det er en risiko for at prosessen blir paralyisert eller kommer ut av kontroll med økt markedsuro til følge. Det mest sannsynlige utfallet er likevel at ESB og Tyskland finner et kompromiss som tar oss over sommeren.

10 års rente på statsobligasjoner



Avkastning hittil i år

I mai og juni har markedene vært preget av usikkerhet. Korrelasjonene mellom risikoaktiva har økt betydelig og konjunkturfølsomme aktiva som aksjer og mange råvarer har falt i verdi. Obligasjoner har gitt overraskende god avkastning i forhold til konsensus ved inngangen til året.

MSCI World indeksen har hittil i år pr. 14. juni falt med 3,6 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen har falt med 6,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs har, målt ved OSEFX i samme periode falt med 5,2 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, har falt med 4,8 %. MSCI Helse var på samme tidspunkt eneste aksjesektor med en positiv avkastning på 3,7 %.

Råvareprisene har falt til dels kraftig tilbake siste måned. Hittil i år har likevel oljeprisen steget 27,3 %, kobberprisen har falt 4,9 %, mens aluminium har steget 6,4 %. Prisen på gull har

Utvalgte markeder

Pr. 14. juni 2011

	Kurs	hittil i år
OSE BX	423,56	-3,68 %
Dow Jones	12076,10	4,31 %
SP 500	1287,87	2,40 %
DAX	7204,79	4,20 %
FTSE 100	5803,13	-1,64 %
Nikkei 225	9547,79	-6,66 %
Hang Seng	22496,00	-2,34 %
WTI Olje	99,40	8,76 %
Brent Olje	120,26	27,31 %
Gull	1523,60	7,22 %
Kobber	9180,00	-4,87 %
USD/NOK	5,40	-7,22 %
EUR/NOK	7,80	-0,13 %
GBP/NOK	8,85	-2,43 %
SEK/NOK	85,50	-1,80 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

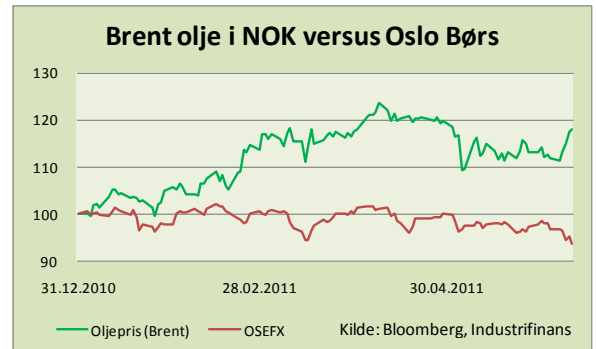
steget 7,2 %. Alle priser er i USD. Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 7,2 % mot USD, mens endringen mot EUR, SEK og DKK har vært < 1%. CHF har styrket seg med 4,4 % mot NOK.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Brasil, India og Kina har nå styringsrenter på respektive 12 %, 7,5 % og 6 % etter henholdsvis 6, 9 og 4 rentehevinger for å få bukt med overoppheting og inflasjon. Samtidig fortsetter den ultraløse pengepolitikken spesielt i Japan og USA, men også EU. EU har hevet renten én gang, men utsatte siste forventede økning i juni blant annet på grunn av Hellaskrisen. Den amerikanske sentralbanken (Fed) har signalisert en videreføring av den lave styringsrenten lenge. Fed har så langt sagt at de ikke planlegger noe QE3 program etter at QE2 nå slutføres i juli. På den annen side sier Fed at de vil opprettholde sin totalbalanse på USD 2.900 milliarder ved å reinvestere provenyet fra obligasjonsforfall under QE1 og QE2. Det betyr at den ekstra pengemengden på vel USD 2.000 milliarder som ble skapt ved QE1 og QE2 fortsatt vil virke i systemet. Dette bør sammen med de lave rentene bidra til god likviditet i finansmarkedene.

Aksjemarkedene har nå falt i nærmere seks uker. Samtidig er ikke inntjeningsestimaterne nevneverdig nedjustert. Det innebærer at børsene ser noe rimeligere ut på nøkkeltall nå i forhold til for seks uker siden. Oslo Børs (OSEFX) handles nå på Pris/Bok 1,6 med en estimert P/E 11,0 (2011) og 9,6 (2012). Vi ser samme bilde i øvrige markeder. I USA handles nå S&P500 på en forventet P/E 13,0 (2011) og P/E 11,4 (2012) mot historisk gjennomsnitt siste 10 år på 15,2. For Europa har Bloomberg 500 indeksen tilsvarende P/E 10,9 (2011) og P/E 9,6 (2012). I Brasil handles nå børsen på en P/E 10,0 (2011) og P/E 8,7 (2012). Alle tall er hentet fra Bloomberg. En naturlig slutning av dette er at enten skal børsene stige fremover eller så skal inntjeningsestimaterne nedjusteres. En annen interessant

utvikling er hvor svak Oslo Børs har vært hittil i år målt i forhold til oljeprisen. Mens oljeprisen har steget i underkant av 20 % i NOK har Oslo Børs falt 5,2 %.



Sentimentet har svekket seg betydelig de siste ukene. Aksjemarkedene har falt ned mot bunnen i de oppadgående trendkanalene som har blitt etablert etter at markedene snudde i 2009. Markedene er likevel ikke preget av stor frykt. VIX indeksen som måler implisitt volatilitet, også kalt fryktindeksen, på S&P 500 ligger på ca 18 % som er under siste års gjennomsnitt på 20 %. Overraskende er det også at den amerikanske 10-års renten igjen har falt ned mot 3 %. Dette viser at markedet fortsatt opplever amerikanske statsobligasjoner til 3 % avkastning som en sikker havn i utrygge tider.

Konklusjon

Den svake makroøkonomiske utviklingen siste måned i USA har, sammen med ny fokus på gjeldsproblematikken i Europa og svakere vekst i Kina, bidratt til en svak utvikling i aksjemarkedene. En fortsatt svak utvikling vil være bekymringsfull, fordi det vil medføre en nedjustering i inntjeningsestimaterne i neste runde. På bakgrunn av de tallene vi i dag ser i markedene mener vi at det er god verdi i dagens børser. Vårt markedssyn er derfor at vi nå nærmer oss et gulv i markedet og at sannsynligheten for at det snur opp igjen er større enn at det fortsetter videre ned.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland