

## Månedsbrev 13. august 2012

### En refleksjon

"However far away, if financial markets see light at the end of the tunnel in the form of a credible plan, hope can return"

Jerome Booth, Head of Research i Ashmore Investment Management, Financial Times, 9. august 2012

### Makro

Den europeiske sentralbanksjefen Mario Draghi holdt den 26. juli en tale på en konferanse i London som har bidratt betydelig til å styrke sentimentet i finansmarkedene.

Den overordnede målsetning for Draghi var å gjenreise tillitt til euroområdet politik, økonomi og valuta. Hans første budskap var at både euroen og euroområdet er mye bedre stilt enn hva markedet tror i dag. Han viste til at aggregert har eurolandene både mindre budsjettunderskudd og mindre statsgjeld enn både USA og Japan. Hans andre budskap var at arbeidet med strukturelle reformer og politisk integrasjon var kommet mye lenger enn markedet hadde oppfattet. Han viste til siste EU toppmøtet hvor samtlige 27 land hadde stemt for å løse utfordringene med mer europeisk integrasjon fremfor mindre. For å dokumentere handling fremfor ord viste han til at formell beslutning om et felles finanstillsyn, som kan legge grunnlaget for en europeisk bankunion, vil bli fremmet allerede tidlig i september. Hans tredje budskap var at euroen er kommet for å bli. Han sa: "Within our mandate, the ECB (den europeiske sentralbanken (ESB)) is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough."

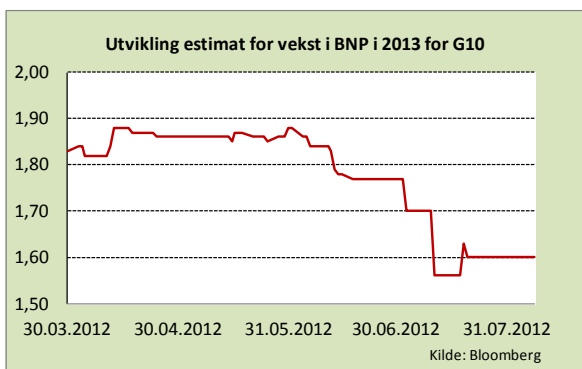
Markedet har viet mest fokus på hans utsagn om hvordan ESB vil agere i forhold til utfordringen med det Draghi kaller for høye risikopremier på statsrenter i enkelte land. Land ble ikke nevnt ved navn, men Spania og Italia står her i markedets fokus. Draghi sa at hvis landene er solvente og den høye risikopremien likevel hindrer en effektiv implementering av ESBs pengepolitikk i det enkelte euroland, så kan ESB kjøpe statsobligasjoner i disse landene for å påvirke rentenivået. Dette skaper rom for

tolkning og skjønn og gir derfor ESB en høy grad av frihet i sine vurderinger og handlinger.

Det er dette siste punktet, kombinert med uttalen "do whatever it takes to preserve the euro", som har endret markedets oppfatning til nå å se på ESB som en mulig kjøper av et ubegrenset beløp av kortsiktig statsgjeld i Spania og Italia.

Effekten av Draghis tale har vært betydelig. Kortsiktig renter i Spania og Italia har falt kraftig, og aksjekursene har steget betydelig i de samme landene.

Mario Draghi har nå lagt hodet på blokken. Forventningene er skapt og spørsmålet er om EUs politikere og ESB klarer å levere en troverdig plan og et tempo i gjennomføring som ikke skuffer markedet på nytt. Som vi har diskutert tidligere, er de politiske utfordringer i EU for å ta de nødvendige beslutninger svært store og det er uenighet om tolkningen av ESBs mandat mellom Bundesbank og ESB. Det alle politikere nå trenger er medvind i form av global økonomisk vekst og ikke motvind fra nedjusteringer av veksten. Som vi ser at figur 1. er vekstanslagene for BNP i 2013 for verdens 10 største økonomier gradvis nedjustert i år. Med denne lave veksten vil det være umulig å unngå videre gjeldsoppbygging i de kriserammede land.



### Avkastning - hittil i år

De fleste aksjemarkeder hadde positiv avkastning i juli. Hittil i august har oppgangen fortsatt.

### Utvalgte markeder

Pr. 10. august 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	430,31	11,78 %
Dow Jones	13207,95	8,11 %
SP 500	1405,87	11,79 %
DAX	6944,56	17,74 %
FTSE 100	5847,11	4,93 %
Nikkei 225	8891,44	5,16 %
Hang Seng	20136,12	9,23 %
WTI Olje	93,60	-6,12 %
Brent Olje	112,89	5,31 %
Gull	1620,20	3,60 %
Kobber	7483,75	-1,35 %
USD/NOK	5,91	-1,34 %
EUR/NOK	7,27	-6,19 %
GBP/NOK	9,25	-0,43 %
SEK/NOK	88,58	1,80 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Hittil i år per 10. august hadde MSCI World indeksen steget med 8,7 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 7,9 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 14,6%. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steget 12,7 %. Blant sektorer hadde konsum, helse, IT og finans alle en oppgang på om lag 12 %, mens energi og materialer hadde svakest utvikling og har nesten ingen avkastning hittil i år.

Råvareprisene har hatt en blandet utvikling. Olje har steget 5,2 % hittil i år. Kobber og aluminium har falt med henholdsvis 1,4 % og 7,7%. Gull har positiv avkastning i år med 3,6%. Alle priser i USD.

Innen valuta har USD svekket seg mot NOK med 1,1 %, mens EUR har svekket seg mot NOK med 6,1 %.

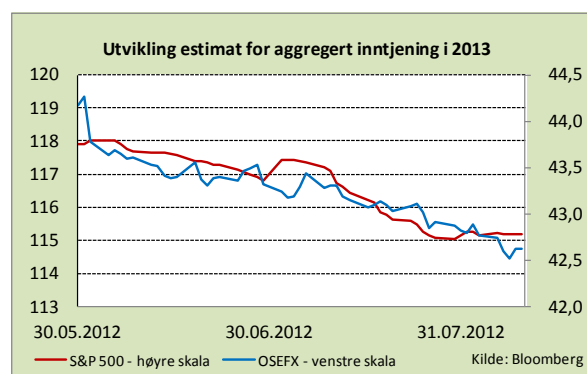
### Verdi, likviditet, og sentiment

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 juli på 16,2 som er tett på det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned, mens USA er høyere. Det norske aksjemarkedet er relativt rimelig priset vurdert på bokført egenkapital i selskapene med en P/B på 1,4 (OSEFX). Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot meget høy med 21,8 for OSEFX. Dette skyldes svært store svingninger og noen meget svake år i historisk inntjening siste 10 år.

Inntjeningsestimaterne er fallende både i USA og i Norge (figur neste side). Dette har sin forankring i blant annet svakere global vekst. Fallende estimater og et normalpriset marked vil gjøre videre kursvekst krevende og avhengig av ytterligere likviditetstilførsel, samt et fortsatt bedret sentiment.

Sentralbankene bidrar positivt med likviditet. De har erkjent at både økonomisk vekst og positiv utvikling av formuespriser er avhengige av lave renter og tilførsel av likviditet (kreditt)

fra sentralbankene. Dette har sin bakgrunn i den pågående nedbygging av et for høyt samlet gjeldsnivå i de store OECD-landene. Denne prosessen er svært kontraktiv såfremt den ikke motvirkes av stimulerende tiltak fra sentralbankene. For de av våre lesere som har spesiell interesse for denne sentrale problemstilling i dagens markeder, henviser vi til årsrapporten til Bank of International Settlements (BIS) side 1-9 som beskriver denne prosessen svært godt (<http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2012e.pdf>).



Sentimentet har fortsatt å bedre seg siden sist måned. I tillegg til Draghi-talen har mange selskapsresultater for andre kvartal kommet inn bedre enn fryktet. De fleste aksjemarkedene er nå på et nivå rett under tidligere toppnotering i år. Dersom disse nivåene brytes vil det generere nye kjøpsignaler som kan ta markedene videre opp.

### Konklusjon

Vi ser positivt på de signaler som kom fra siste EU toppmøte og nå sist fra ESB ved Mario Draghi. Vi håper dette vil følges opp av beslutninger som bringer eurosonen videre på en konstruktiv måte. Vi ønsker likevel å se flere konkrete implementeringer for å forsikre oss om EUs gjennomføringsevne. Vi opplever aksjemarkedet som normalpriset, samtidig som anslagene for inntjening og vekst i verdensøkonomien løpende nedjusteres. Det gjør at vi opprettholder vår svake undervekt i aksjer, selv om vi erkjenner at den positive stemningsbølge markedet nå er i kan ta kursene høyere den nærmeste tiden.

Med vennlig hilsen  
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland