

Månedsbrev 7. desember 2012

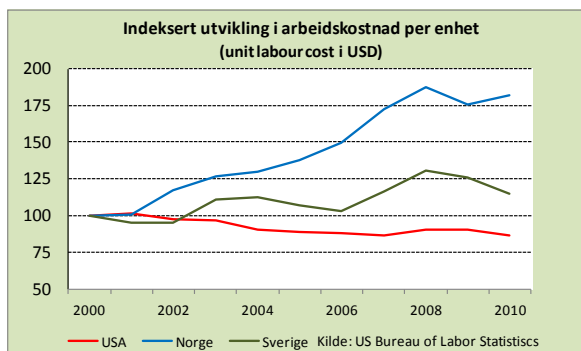
En refleksjon

Norsk Språkråd har kåret: Å nave – å drive dank på statens regning – til årets nyord i det norske språket.

Makro

Forventningene til den globale økonomiske veksten i 2013 har fortsatt å falle. Samtidig observerer vi oppjusteringer i forventningene for 2014. Samlet global vekst antas å bli 2,5 % i 2013 og 3,2 % i 2014. For inneværende år er prognosen 2,2 %. Tallene er basert på Bloombergs konsensusestimater. USA og Kina danner plattformen for oppjusteringene for 2014, mens det er stadig lavere forventninger til Europa, Japan, Brasil og India.

I USA virker nå flere positive drivere samtidig. Vi har tidligere kommentert bedringen i boligmarkedet, arbeidsmarkedet og betydningen av skifer-gass- og skiferoljerevolusjonen. Et mindre påaktet faktum er den signifikante bedring i konkurranseevne USA har opplevd. Et mål på konkurranseevne og produktivitet er arbeidskostnad per produsert enhet målt i samme valuta (unit labour cost). Vi illustrerer dette i Figur 1 ved å vise utviklingen i perioden 2000-2010. I denne perioden har kostnad per produsert enhet steget med 81,5 % i Norge, med 15,1 % i Sverige, mens den har falt med 13,3 % i USA. Posisjonen til USA er signifikant bedret også i forhold til land som Kina og Brasil. På kort sikt vil imidlertid den fastlåste budsjett-situasjonen i USA prege nyhetsbildet. På litt lengre sikt er de andre forholdene langt mer vesentlige.



I Norge er avhengigheten av en høy oljepris mer og mer åpenbar. Konkurranseevnen til ikke-oljebasert industri svekkes løpende. Effektiviteten i offentlig sektor er svak. Utgiftene til trygdetilsetninger og andre forpliktelser per innbygger er

høyere enn i noe annet land det er naturlig å sammenligne seg med. Samtidig er gjeldsnivået i husholdningene langt høyere enn det burde være og svært sårbar for fall i boligverdier eller renteøkninger. Ifølge Goldman Sachs' siste analyse skal oljeprisen holde seg rundt USD 110 per fat i 2013 og USD 105 per fat i 2014. Dersom Goldman Sachs får rett kan boligpriser og lønnsvekst holde seg høye i Norge i enda noen år før en blåmandag kommer.

Hellas fikk sist måned en ny avtale med troikaen; EU, ESB og IMF om nye lån og endring av lånebetingelser. Hellas har ikke vært i nærheten av å levere på forrige avtales målsetninger, blant annet fordi BNP har falt vesentlig mer enn forutsatt og medført et større budsjettunderskudd og større lånebehov. Den nye avtalen inneholder tre sentrale elementer: For det første har Hellas forpliktet seg til ytterligere innstramninger. For det andre har troikaen gitt Hellas to år ekstra, 2016 istedenfor 2014, på å oppnå positiv budsjettbalanse før renter og avdrag på gjeld. For det tredje er rentene på gjelden satt ned og avdragstiden er forlenget. Det skapes også en mekanisme gjennom EFSF (det europeiske stabilitetsfondet) hvor Hellas kan kjøpe tilbake egen gjeld i markedet. Store deler av gjelden handler nå på om lag 35 % av pålydende. IMF hevder at gjeldsettergivelse er nødvendig. Det er få som ikke mener at gjeld etter hvert må ettergis, men EU og ESB ønsker antakelig å kjøpe seg mer tid og har i denne omgang tatt i bruk nesten alle virkemidler unntatt dette.

Japan er for tiden ved et mulig politisk brytningspunkt. Det er valg 16. desember og det ventes at neste statsminister vil bli Shinzo Abe fra det liberale demokratiske parti. Han går til valg på at Japan skal endre sin pengepolitikk til et inflasjonsmål på 2-3 % og ubegrenset pengestrykking. Dersom han lykkes kan det bety store endringer i valutakurser. Markedet har allerede begynt å neddiskontere dette ved at yenkursen har svekket seg og aksjekursene har steget i lokal valuta. Det blir meget interessant å følge Japan i de nærmeste månedene

Avkastning - hittil i år

Hittil i år per 6. desember hadde MSCI World NR indeksen steget med 7,9 %, mens MSCI World Emerging Markets NR indeksen hadde steget 8,2%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 19,9 %.

Utvalgte markeder

Pr. 6. desember 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	441,58	14,71 %
Dow Jones	13074,00	7,01 %
SP 500	1413,94	12,43 %
DAX	7534,54	27,74 %
FTSE 100	5901,42	5,91 %
Nikkei 225	9545,16	12,89 %
Hang Seng	22249,81	20,70 %
WTI Olje	86,37	-13,37 %
Brent Olje	107,00	-0,25 %
Gull	1698,00	8,57 %
Kobber	7979,00	5,11 %
USD/NOK	5,66	-5,44 %
EUR/NOK	7,34	-5,35 %
GBP/NOK	9,04	-2,69 %
SEK/NOK	85,01	-2,30 %

Avkastningstall i lokal valuta

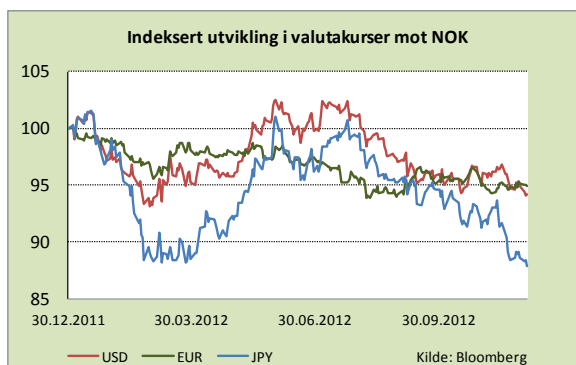
Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen har steget 14,0 %. Blant sektorer globalt har finans hatt størst oppgang med 18,4 %, fulgt av konsum og helse aksjer på henholdsvis 14,6 % og 11,7 %. Forsyning og Energi har svakest utvikling hittil i år med negativ avkastning på henholdsvis 5,0 % og 4,4 %.

Råvareprisene har hatt en positiv utvikling. Gull har steget mest med en positiv avkastning i år på 8,7 %. Kobber har steget 5,1 %, aluminium har steget med 4,8 %, mens olje har falt med 0,3 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har norske kroner (NOK) styrket seg betydelig gjennom året mot de fleste valutaer. I figur 2 viser vi utviklingen av NOK indekset mot USD, EUR og JPY. Japanske yen (JPY) har nå svekket seg 11,7 % mot NOK, mens både USD og EUR har svekket seg med 5,4 %.



Verdi, likviditet, og sentiment

Det blir ingen store endringer i verdsettelsen av aksjemarkedene fra måned til måned når volatiliteten er så lav som den er nå. Den syklisk justerte P/E for verdensindeksen (MSCI World) er ved utgangen av november på 16,0 som tilsvarer det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned med 13,7, mens Nord-Amerika trekker opp med 17,5. Det norske aksjemarkedet er priset, vurdert på bokført egenkapital i selskapene, med en P/B på 1,5 for OSEFX, mens forventet langsiktig normalnivå er om lag 1,7. Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot fortsatt meget

høy med 21,0 for OSEFX. Inntjeningsestimatene for verdensindeksen har siste måned sluttet å falle og viser nå en flat utvikling. Det har på marginen blitt bedre verdi i markedet siste måned, selv om vi fortsatt vil kalle aksjemarkedet normalpriset.

Sentralbankenes store tilførsel av likviditet (kreditt) til finansmarkedene bidrar til å redusere volatiliteten i betydelig grad. Det er nå blitt en form for markedsetablert oppfatning at sentralbankene vil hindre store fall i aksjekurser ved stadig tilførsel av likviditet. Dette gjør at fryktindekser som VIX-indeksen i USA handler på meget lave verdier, selv om makrobildet fortsatt er usikkert. Det usikre makrobildet bidrar da i høyere grad til å skape tvil om oppsiden i aksjekursene. I sum får vi da et sidelengs aksjemarked.

Større sikkerhet om en bedret makroøkonomi kan bidra til at markedet bryter opp, mens en økt tvil til sentralbankenes evne til å kontrollere markedet kan bidra til et stort fall. Sentimentet til markedsaktørene har bedret seg siste måned, selv om USAs finanspolitiske forhandlinger fortsatt skaper usikkerhet.

Konklusjon

Den positive økonomiske utviklingen i USA kan bidra til en rebalansering av verdensøkonomien med reduserte handelsunderskudd i USA og tilsvarende mindre overskudd i Kina og i oljeproduiserende land. En viktig rebalansering skjer også i Europa hvor Tysklands overskudd reduseres samtidig som Italia og Spania nå går med handelsoverskudd. Det er likevel fortsatt stor usikkerhet knyttet til utfallet av den samlede statlige gjeldsoppbygging og spesielt situasjonen i Europa. Sentralbankene vil med stor sannsynlighet bidra til lave renter i mange år, kredittmarkedene har fått stor likviditetstilførsel og har opplevd fallende kredittmarginer. Vi opplever at globale kvalitetsaksjer fortsatt har en fornuftig verdsettelse. Investorer bør derfor vurdere en økt porteføljeallokering mot denne aktivaklassen i en langsiktig portefølje. Samlet sett anbefaler vi likevel at investorer bør ha en nøytral allokering til risiko i sine porteføljer og være forberedt på at volatiliteten kan komme tilbake.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no

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.