

Månedsbrev 11. mai 2012

En refleksjon

"In monetary policy, as in life, you will be tomorrow what you do today."

Jens Weidmann, sentralbanksjef i Deutsche Bundesbank

Makro

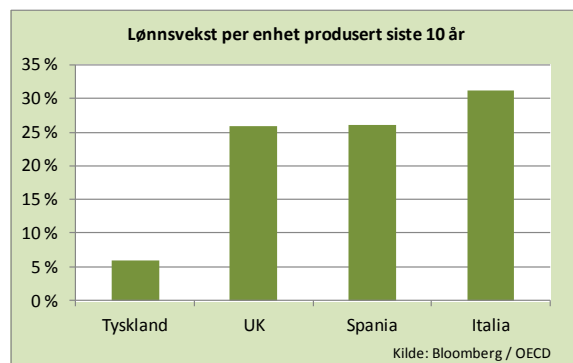
Den siste tid har vært preget av svakere makrotall og fornyet risikoaversjon. Valgresultatene i Hellas og Frankrike bidro til økt risiko. Arbeidsmarkedstallene i USA og importtallene fra Kina stiller spørsmål ved styrken i den globale oppgangen. Situasjonen i Spania, spesielt i den spanske banksektoren, gjør at markedet trekker pusten på nytt for utviklingen som kan komme.

Spanias situasjon er særs vanskelig. Landets tredje største bank, Bankia, står på randen av sammenbrudd. Myndighetene har besluttet å redde banken med statlige midler. Den spanske staten må da utstede nye statsobligasjoner til en stadig høyere rente, som nå igjen er på 6 %. Spania kan ikke over tid leve med et slikt rentenivå. Innsparingene bidrar til å svekke den økonomiske veksten, landet er igjen i en resesjon, og den offisielle arbeidsledigheten er på 24,4%. Dette er en vond sirkel som det er svært vanskelig å komme ut av.

Vi er mer positive til at Frankrikes nye president Hollande og tyske Merkel vil finne sammen i et konstruktivt samarbeid. Som politikere generelt må Hollande fire på mange av sine valgløfter, samtidig som Tyskland må legge mer vekt på vekstfremmende tiltak fremfor innsparing fremover. Dette passer Merkel godt da det nærmer seg valg også i Tyskland hvor arbeiderne fortjener en reallønnsvekst etter mange magre år.

Tysklands finansminister Wolfgang Schäuble støtter nå offisielt store lønnsøkninger i Tyskland. Financial Times siterer Schäuble den 8. mai: "It is fine if wages in Germany currently rise faster than in other EU countries. These wage increases also serve to reduce the imbalances within Europe." Tyske ingeniører krever 6,5 % lønnsøkning i årets oppgjør. Den tyske utenriksministeren Guido Westerwelle kommenterte også raskt etter det franske valget: "After the (french) election we will swiftly get to work

on supplementing the fiscal debt-cutting pact with a growth pact for more competitiveness".



Den tyske sentralbanken er snart den eneste store sentralbank som fortsatt står oppreist for det som tidligere ble oppfattet som en sunn pengepolitikk for å sikre langsiktig prisstabilitet. Politikere i viktige land krever at mandatene til sentralbankene utvides til også å sørge for finansiell stabilitet, i tillegg til prisstabilitet. Disse to målene er ikke nødvendigvis forenlige. Sentralbankene vil bli presset til å løse gjeldskrisen ved gradvis å måtte kjøpe mer og mer dårlig gjeld som finansieres ved å trykke penger som oppgjør. Den tyske sentralbanksjefen Jens Weidmann drøfter dette problemet i en interessant artikkel i Financial Times den 8. mai. Tyskland vil kjempe i mot utviklingen, men må sannsynligvis gradvis gi etter. Valgresultatene i Europa viser veien, og politikere ønsker å bli gjenvolgt.

Avkastning - hittil i år

De fleste aksje- og råvaremarkeder hadde negativ avkastning i april. Hittil i mai har fallet fortsatt.

Hittil i år per 10. mai hadde MSCI World indeksen steget med 4,4 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 5,9%, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 8,2 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steg med 6,2 %. MSCI IT og MSCI Syklisk konsum var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på 9,8 % og 10,9 %. MSCI Energi og MSCI Forsyning har falt mest, med henholdsvis 4,4 % og 1,9 %.

Utvalgte markeder

Pr. 10. mai 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	408,61	6,15 %
Dow Jones	12855,00	5,22 %
SP 500	1357,99	7,98 %
DAX	6476,67	9,80 %
FTSE 100	5522,53	-0,89 %
Nikkei 225	8953,31	5,89 %
Hang Seng	19970,30	8,33 %
WTI Olje	96,77	-2,94 %
Brent Olje	112,28	4,74 %
Gull	1594,00	1,92 %
Kobber	8123,00	7,55 %
USD/NOK	5,83	1,80 %
EUR/NOK	7,56	-2,00 %
GBP/NOK	9,43	1,51 %
SEK/NOK	84,49	-2,90 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Råvareprisene har falt tilbake siste måned, men har likevel steget hittil i år. Olje og gull har steget med henholdsvis 5,0% og 1,9%, mens kobber og aluminium har steget med henholdsvis 8,1% og 0,5%. Alle priser er i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg mot USD med 1,8 % og mot EUR med 2,0 %. NOK har også styrket seg mot de øvrige viktige valutaene.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Likviditetsbildet i det globale markedet er komplekst. Det er hele tiden en kamp mellom den kraftige gjeldsbygging i privat sektor, som virker kontraktiv på økonomisk vekst, men som motveies av sentralbankenes likviditetstilførsel som er særskilt ekspansiv. Markedene stiger hver gang det kommer kraftige likviditetstilførsler fra sentralbankene, for deretter å dabbe av etter hvert som effekten utvannes. Bill Gross i Pimco kommenterer dette i sitt siste månedsbrev som markedene som flyter på et hav av kreditt (Floating on an ocean of credit).



Som vi skrev sist måned er det vanskelig å finne investeringsmuligheter som gir god realavkastning med begrenset risiko. Aksjer og kreditt er to av få aktivaklasser som gir mulighet for å oppnå signifikant positiv realavkastning, men begge aktivaklassene er sårbare ved en gjeldsdeflasjon. Samtidig vet vi at når risikoappetitten slår i revers så faller disse aktivene i verdi.

Aksjer generelt er nå verken dyre eller billige på et snitt av verdimål. Aksjer kan se rimelige ut på forventet inntjening, men er dyre i forhold til syklisk justert historisk inntjening. Estimaten er ofte for optimistiske. For 12 måneder siden var forventet P/E på OSEBX, basert på neste 12 måneders inntjening, 11,1. I dag er P/E på OSEBX 15,5 basert på siste 12 måneders inntjening.

Sentimentet har fortsatt å svekke seg siste måned. Forrige måned hadde kursnivåene i de fleste toneangivende aksjemarkeder brutt det glidende gjennomsnitt siste 50 dager, men var fortsatt over 100- og 200-dagers snittet. Nå er også 100-dagers snittet brutt i mange viktige markeder og også på vei til å brytes i S&P500 indeksen i USA.

Konklusjon

Makrobildet har svekket seg den siste tiden. Markedene er nå i en fase hvor sentralbankenes videre villighet til å tilføre likviditet vil prege utviklingen. Aktørene vil sannsynligvis være avventende inntil tiltak annonseres. Samtidig er aksjer ikke spesielt billige og pessimismen har ikke slått inn for fullt.

Vi anbefaler derfor nå å redusere risikoen i porteføljen ytterligere ved å gå i svak undervekt i internasjonale aksjer, samtidig som den gjenværende internasjonale aksjeeksponeringen holdes i store kvalitetsselskaper.

Vi er positive til vekstmulighetene innen olje og gass. Nedbygging av kjernekraft og reduserte subsidier til solkraft og vindkraft vil skape medvind for investeringer i olje og gass i mange år. Norge drar spesiell fordel av dette, noe som gjør at vi fortsatt anbefaler overvekt i norske kroner, norske høyrenteobligasjoner og er nøytrale i norske aksjer. Tysklands nye signaler vil kunne endre inflasjonsforventningene i markedet og starte en renteoppgang på lange obligasjoner.

Vi erkjenner likevel at hvis risikofrykten globalt tiltar dramatisk eller oljeprisen faller kraftig, så ville også de norske aktivaene relatert til olje og gass være utsatt for vesentlige kursfall.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland