

Månedsbrev 9. november 2012

En refleksjon

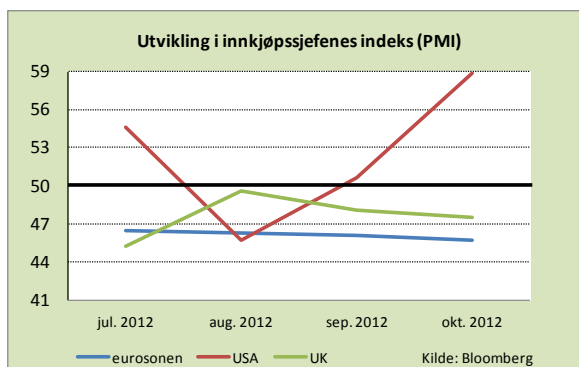
"A government big enough to give you everything you want, is strong enough to take everything you have"

Thomas Jefferson, USAs president 1801-1809.

Makro

Den globale økonomiske veksten fortsetter å utvikle seg svakt, og det er så langt ingen trendending å spore i forventningene. 7. november kom EU sin halvårslige publikasjon om utsiktene til økonomisk vekst, hvor anslått realøkning i BNP er nedjustert fra 1,0 % til 0,1 % for euroområdet i 2013. I inneværende år ventes en vekst på -0,4 %.

PMI tallene for oktober, som reflekterer næringslivets aktivitetsnivå, viser en svakere utvikling enn måneden før i Europa. I USA er utviklingen bedre enn måneden før. Det er likevel kun i USA at nivåene absolutt sett kan karakteriseres som positive. Referer figur 1. Nivå på 50 gir verken positive eller negative impulser for økonomisk vekst.



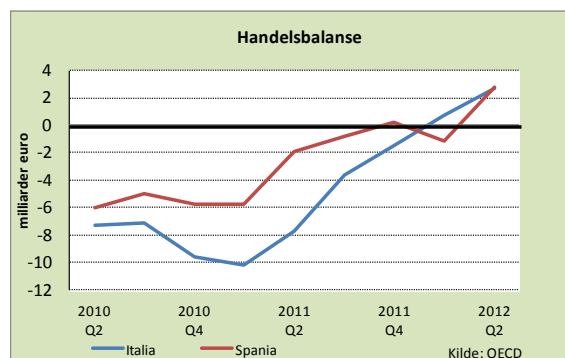
Den økonomiske veksten i USA ser ut til å styrke seg. Konsumentene i USA har nedbetalt betydelig med gjeld de siste årene, og konsumet tar seg nå opp samtidig som boligmarkedet er i bedring. Prisøkninger på boliger gjør at flere kan refinansiere boliglånene og dra fordel av det lave rentenivået som igjen senker utgiftene for konsumentene.

Valget i USA befestet status quo hvor republikanerne har klart flertall i representantenes hus, mens demokratene har flertall i senatet. Dette gjør presidentens arbeid svært krevende, og fastlåste situasjoner vil kunne oppstå i forhold til budsjettet og andre sentrale beslutninger. Det er avgjørende for en fortsatt positiv økonomisk utvikling i

USA og i verdensøkonomien at republikanere og demokrater nå evner å samarbeide og enes om et fornuftig budsjett for USA.

I Kina har enkelte ledende indikatorer, som PMI, snudd til det bedre og myndighetene vil sikkert komme sterkere på banen etter valget i november. Det er dog et svakhetstegn for Kina at valget på landets sentrale ledelse fortsatt er omfattet av så lite informasjon om kandidatene og beslutningsprosessen i forhold til valget av den stående sentralkomiteen i det kinesiske kommunistpartiet som styrer landet.

Det er lyspunkter også i Europa. Omstilling og lønnsreduksjoner i Spania og Italia viser klare resultater for landenes konkurransevne. Handelsbalansene i begge land viser nå betydelige overskudd. Dette er markante skift i positiv retning sammenlignet med situasjon noen år tilbake, som vist i figur 2.



Frankrike er en mulig svart svane i Europa, fordi landets konkurransevne og gjeldssituasjon er de siste år blitt kraftig forverret uten at landet er blitt straffet med vesentlig høyere renter på linje med Italia og Spania. Det positive nå er at regjeringen til Francois Hollande bøyer av for kravene stilt både fra IMF og det franske næringslivet om å prioritere bedret konkurransevne for fransk industri. Sentrale reformer introduseres, som reduserer skattetrykket for næringslivet og skaper større fleksibilitet i arbeidsmarkedet. Mer om dette kan leses på: www.imf.org/external/np/ms/2012/102912.htm.

Den store utfordringen på lang sikt er fortsatt at statsgjeldsnivåene fortsetter å stige i urovekkende tempo i de fleste store industrialiserte land. Det er langt igjen før den globale veksten kan gjøre gjeldsnivåene bærekraftige, selv om veksten skulle ta seg opp.

Utvalgte markeder

Pr. 8. november 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	437,85	13,74 %
Dow Jones	12811,32	4,86 %
SP 500	1377,51	9,53 %
DAX	7204,96	22,15 %
FTSE 100	5776,05	3,66 %
Nikkei 225	8757,60	3,57 %
Hang Seng	21384,40	16,00 %
WTI Olje	84,94	-14,80 %
Brent Olje	107,10	-0,09 %
Gull	1731,45	10,71 %
Kobber	7628,75	1,00 %
USD/NOK	5,74	-4,17 %
EUR/NOK	7,29	-5,94 %
GBP/NOK	9,17	-1,29 %
SEK/NOK	85,80	-1,39 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Det kommer derfor en regning en gang i fremtiden som må betales og som bare kan betales på en av tre ulike måter. Alle tre variantene vil medføre tap i en eller annen form for de som i dag sitter med formue: Gjelden kan skrives av og gi fordringshavere direkte tap. Gjelden kan inflateres bort, som vil medføre en verdioverføring fra de som har formue til de som har gjeld. Gjelden kan søkes nedbetalt ved å øke skatter på inntekt og formue. Alle tre variantene vil redusere verdiene til ulike typer av investeringer for dagens formuende og samtidig svekke økonomisk vekst. Politikkerne og sentralbankene vil sannsynligvis ønske å utsette problemet lengst mulig. Det sier seg selv at god navigasjon i dette farvannet blir avgjørende for å bevare og utvikle en formue i tiden fremover.

Det skremmende for den enkelte investor er at jo mer forgjeldet statene blir, jo mindre handlingsfrihet vil den enkelte borger få. Grunnleggende kapitalisme er forankret i maktfordeling og frihet for den enkelte. Disse verdiene står i fare med den utvikling vi nå ser. Vi henviser i denne sammenheng til Milton Friedmanns interessante bok: "Freedom and capitalism".

Avkastning - hittil i år

Hittil i år per 8. november hadde MSCI World indeksen steget med 5,9 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 6,7 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg i samme periode med 19,2 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen har steget 9,7 %. Blant sektorer globalt har finans hatt størst oppgang med 15,3 %, fulgt av konsum og helse på henholdsvis 10,7 % og 8,9 %. Energi og forsyning har svakest utvikling hittil i år med minus fem prosent i avkastning. Råvareprisene har falt tilbake siste måned og til dels eliminert årets avkastning. Unntaket er gull som har steget 10,7%. Olje har falt 0,1 %. Kobber har steget 0,5%, mens aluminium har falt 4,6 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK styrket seg med 4,2 % mot USD og 5,8 % mot EUR.

Verdi, likviditet, og sentiment

Internasjonale aksjemarkeder er i dag verdsett om lag på langsiktige normalverdier. Den

syklisk justerte P/E for verdensindeksen (MSCI AC World) er ved utgangen av oktober på 16,4 som er omlag det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned med 13,8, mens Nord-Amerika trekker opp med 18,1. Det norske aksjemarkedet er nå priset vurdert på bokført egenkapital i selskapene med en P/B på 1,5 (OSEFX), mens forventet langsiktig normal-nivå er om lag 1,7. Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot meget høy med 22,0 for OSEFX. Inntjeningsestimater er fortsatt fallende for verdensindeksen. Fallende estimater og et normalpriset marked vil gjøre videre kursvekst krevende og avhengig av god likviditet og et bedret sentiment.

Sentralbankene har de siste månedene bidratt til betydelig likviditetstilførsel. Denne likviditeten er i første rekke kommet rentemarkedene til gode. Det er stor og økende etterspørsel etter foretaksobligasjoner med ulik risikoprofil, mens aksjer og råvarer har hatt mindre tilgang på ny likviditet fra markedet. Unntaket blant råvarer er gull, som normal stiger i verdi når pengemengden øker mer enn BNP-veksten.

Sentimentet til markedsaktørene har svekket seg siste måned. Markedet har skiftet fokus til USAs finanspolitiske utfordringer og svekket global vekst. Et svekket sentiment har bidratt til at de fleste aksjemarkeder nå trender nedover for glidende snitt målt siste 50 dager, mens 100 og 200 dagers snitt fortsatt er positive.

Konklusjon

Vi opplever aksjemarkedet som normalpriset, samtidig som anslagene for inntjening og vekst i verdensøkonomien fortsatt nedjusteres. Etter en periode med positivt fokus forankret i sentralbankenes likviditetstilførsel, dreier nå markedsblikket seg igjen mot svak vekst og de finanspolitiske utfordringer i mange land og ikke minst i USA. Kredittmarkedene opplever god avkastning som følge av fallende kredittpåslag drevet av stor likviditetstilgang. Investorer bør likevel etter hvert spørre seg om ikke kvalitetsaksjer til en P/E 10 kan være en vel så interessant investering som obligasjoner med lav kredittkvalitet til en løpende rente på 7 %. På kort sikt tror vi likevel at kredittobligasjoner kan gi bedre avkastning enn aksjer på grunn av stor likviditetstilførsel.

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 brevets 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.