

Månedsbrev 9. oktober 2012

En refleksjon

"Fed Chairman Ben Bernanke, an expert on the Great Depression, understands the ravages of debt deflation and his every action has been to prevent it from occurring"

Tony Crescenzi, markedsstrateg og porteføljeformaler, PIMCO

Makro

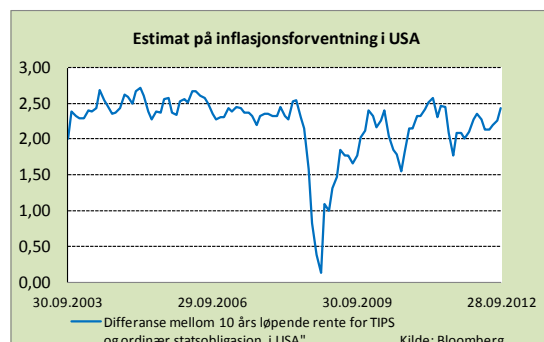
OECD publiserte sine månedlige analyser over ledende makroindikatorer den 8. oktober. Analysene konkluderer med en forventning om svekket vekst i de fleste sentrale land og regioner i de neste kvartaler. Konsensusanalyser i Bloomberg over forventninger om vekst i BNP for 2013 viser nå en vekst i globalt BNP på 2,6 %. BNP i USA ventes å vokse 2,1 % og Europa 0,6 %. Vekstprognosene er lavere enn historisk gjennomsnitt, men viser likevel en positiv vekst samlet sett. Det er likevel trist å observere at selv våre naboer Finland og Danmark hadde negativ BNP vekst i andre kvartal og at Sverige, som har vært et lys i europeisk økonomi de siste år, ventes å slite med å få positiv BNP-vekst i siste halvår i år.

Sentralbankenes pengepolitikk fortsetter å prege markedene. Den amerikanske sentralbanken (Fed) offentliggjorde den 13. september et nytt program for kvantitative lettelsener (QE3) for å tilføre markedene ytterligere likviditet. Målsetningen med programmet er å styrke økonomisk vekst slik at arbeidsledigheten reduseres. Fed skal kjøpe amerikanske boligobligasjoner for USD 40 milliarder i måneden for et ubegrenset samlet beløp. Programmet skal fortsette inntil arbeidsledigheten har falt ned til akseptable nivåer så lenge inflasjonen ikke øker utover målsetning på om lag 2 % årlig. Fed sier samtidig at den korte renten vil være nær null i hvert fall inntil midten av 2015 og at noe høyere inflasjon kan aksepteres i en periode. Ett av styremedlemmene i Fed uttalte at programmet burde løpe så lenge arbeidsledigheten var over 7 % og inflasjonen under 3%.

Nesten alle sentralbankene i OECD fører en svært ekspansiv pengepolitikk. Sentralbankene legger ikke skjul på at pengepolitikken alene ikke kan skape tilstrekkelig økonomisk vekst. Den må følges opp av politiske beslutninger med strukturelle endringer som fremmer vekst. Dessverre mangler de politiske systemene evnen og viljen til å fatte de riktige politiske beslutninger innenfor den tidslinjen som kreves. Vi ser at i EU må det krise til for at noe skal skje, og så snart kriseføl-

elsen avtar, faller beslutningsviljen markant. På samme måte hemmer den fastlåste politiske situasjonen i USA en rasjonell beslutningsprosess. Det blir, uansett valgfallet i USA den 6. november, store utfordringer frem mot årsskiftet for å samles om et en bærekraftig finanspolitisk plattform.

Mange markedsaktører er usikre på de langsiktige effektene av sentralbankenes kvantitative lettelsener. Faren for høy fremtidig inflasjon er en ofte nevnt mulig negativ effekt. Det er derfor viktig å følge utviklingen i markedets inflasjonsforventninger. Et godt mål på dette er forskjellen i løpende avkastning på vanlige obligasjoner i forhold til inflasjonssikrede obligasjoner. I USA kan det kjøpes inflasjonssikrede stasobligasjoner med 10 års løpetid (TIPS). Renteforskjellen mellom disse og vanlige statsobligasjoner med 10 års løpetid er illustrert i figuren nedenfor.



Vi ser av figuren at så langt har ikke de kvantitative lettelsene skapt vesentlig høyere inflasjonsforventninger. Det underbygger vår tidligere vurdering at uten de kvantitative lettelsene hadde risikoen for deflasjon vært betydelig. Ved deflasjon faller verdien av eiendeler, mens gjeldsnivået opprettholdes, noe som er svært skadelig ved høy gjeldsgrad i økonomien. En slik situasjon ville skapt en global depresjon med dagens gjeldsnivå.

Kvantitative lettelsener omtales ofte som pengestrykking. Det som skjer mer presist er at sentralbankene øker sine balanser ved å kjøpe verdipapirer fra private banker. I oppgjør for kjøpene får bankene en fordring på sentralbanken som øker bankenes reserver i sentralbanken. Penge mengden øker, men det trykkes ikke flere pengesedler. I normale omstendigheter vil bankene, når de får økte reserver i sentralbanken, øke sine utlån til kunder mange ganger de økte reservene (multiplikatoreffekten). Dersom dette

Utvalgte markeder

Pr. 8. oktober 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	449,69	16,82 %
Dow Jones	13690,15	12,05 %
SP 500	1460,93	16,17 %
DAX	7291,21	23,61 %
FTSE 100	5841,74	4,84 %
Nikkei 225	8769,59	3,72 %
Hang Seng	20824,56	12,97 %
WTI Olje	89,67	-10,06 %
Brent Olje	112,09	4,56 %
Gull	1774,95	13,50 %
Kobber	8181,25	8,32 %
USD/NOK	5,71	-4,34 %
EUR/NOK	7,40	-4,30 %
GBP/NOK	9,16	-1,40 %
SEK/NOK	86,01	-1,15 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

sker, vil det være inflasjonsdrivende. På den annen side vil kvantitative lettelser ikke isolert sett være inflasjonsdrivende, så lenge de ikke medfører markant økt lånetilbud eller låneetterspørsel i økonomien. Det er denne situasjonen verden befinner seg i nå. Sentralbankene mener at de har virkemidler til å kunne redusere bankenes reserver og dermed trekke likviditeten tilbake, dersom det skulle bli fare for høyt inflasjonspress.

Avkastning - hittil i år

Hittil i år per 8. oktober hadde MSCI World NR indeksen steget med 9,4 %, mens MSCI World Emerging Markets NR indeksen hadde steget 6,7 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 21,7 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen har steget 13,0 %. Blant sektorer globalt har finans hatt størst oppgang med 16,7 %, fulgt av helse og konsum aksjer på henholdsvis 14 % og 13,4 %. Energi, materialer og forsyning har svakest utvikling hittil i år med pluss minus null i avkastning, regnet i NOK.

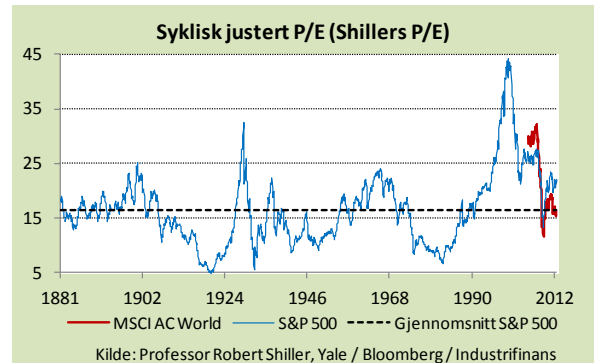
Råvareprisene har hatt en positiv utvikling. Gull har steget mest med en positiv avkastning i år på 13,5 %. Olje har steget 4,1 % hittil i år Kobber har steget 7,8 %, mens aluminium har steget med 2,9 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK styrket seg med 4,3 % mot både USD og EUR.

Verdi, likviditet, og sentiment

Internasjonale aksjemarkeder er i dag verdsatt om lag på langsiktige normalverdier. Den syklisk justerte P/E for verdensindeksen (MSCI AC World NR) er ved utgangen av september på 16,5 som er om lag det forventede langsiktige nivå (fair value) på 16. Europa trekker ned med 14,0, mens Nord-Amerika trekker opp med 18,4. Det norske aksjemarkedet er nå priset på bokført egenkapital i selskapene med en P/B på 1,5 (OSEFX), mens forventet langsiktig normalnivå er om lag 1,7. Syklisk justert P/E for det norske markedet er derimot meget høy med 22,4 for OSEFX. Inntjeningsestimaterne er fallende. I USA ventes at inntjeningen i tredje kvartal 2012 vil være lavere enn for tredje kvartal 2011. Det er første gang siden 2009 at inntjening er fallende

for ett kvartal sammenlignet med samme kvartal for ett år siden. Fallende estimater og et normalpriset marked vil gjøre videre kursvekst krevende og avhengig av økt likviditet og positivt sentiment.



Sentralbankene har de siste månedene levert mer enn det markedet hadde forventet av ny likviditet. Dette har bidratt til kursoppgang for aksjer og prisoppgang for råvarer, ikke minst gull. Risikoen ligger nå i at effekten uteblir på økonomisk vekst og at markedsaktørene etter hvert mister tilliten til sentralbankenes tiltak.

Sentimentet til markedsaktørene fortsetter å være svært positivt. Markedet opplever at sentralbankene har fjernet halerisiko i markedet og dagens høye komfort-følelse vises ved historisk lave verdier på fryktindekser som VIX-indeksen i USA og VDAX i Tyskland. De fleste aksjemarkeder er nå i positive trender hvor markedet er over de glidende snitt på 50, 100 og 200 dager.

Konklusjon

Vi opplever aksjemarkedet som normalpriset, samtidig som anslagene for inntjening og vekst i verdensøkonomien løpende nedjusteres. På den annen side bidrar sentralbankene med sin ultra-ekspansive pengepolitikk til å støtte opp om markedene. Sentimentet i markedet er også sterkt og bidrar med positivt momentum. Samlet sett opprettholder vi likevel vår svake undervekt i aksjer da vi mener at markedet nå i for liten grad legger vekt på inntjeningsutviklingen. Det grunnleggende problemet med et for høyt samlet gjeldsnivå i OECD-landene er heller blitt verre enn bedre de siste år. Samtidig er veksten vesentlig svekket samlet sett i BRIC-landene i det siste året.

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.