

MÅNEDSBREV 15. DESEMBER 2011

En refleksjon

"The policy imperative: Rebuild confidence"
Pier Carlo Padoan, sjefsøkonom i OECD.

Makro

Siste Economic Outlook publisert av OECD den 28. november 2011 er tankevekkende lesning. De åpner med å si at verdensøkonomien har forverret seg signifikant gjennom året. Gjeldskrisen fra de perifere euro-landene har smittet over på store land som for kort tid siden var ansett som solide. Fremfor alt har tilliten til politikernes evne til å løse de strukturelle utfordringene i EU falt markant. OECD rapporten understreker den høye usikkerheten knyttet til sine egne prognoser og viser til en betydelig nedsiderisiko: "More than usual, world economic prospects depend on events, the nature and timing of which are highly uncertain".

Eurosonen, både banker og stater, opplever nå en dramatisk tillitskrise og kredittskvis. Eksempler som illustrerer dette er: HSBC, verdens nest største finanskonsern, opplyste i november at de har redusert sin låneeksponering mot eurosonen med 40 %. Nomura, en japansk finansgigant, informerte markedet for kort tid siden at eksponeringen mot Hellas, Irland, Italia, Portugal og Spania var redusert med 75 %. I følge Bloomberg reduserte de åtte største pengemarkedsfondene i USA sin eksponering mot franske banker med 68 %, bare i november. I begynnelsen av desember var situasjonen blitt så prekær at verdens seks største sentralbanker, ledet av den amerikanske sentralbanken (Fed), gikk ut og lovet øvrige sentralbanker tilgang på ubegrenset og rimelig USD-finansiering for å kunne stabilisere nasjonale banksystemer og motvirke USD-tørken.

Eurosonen har betydelige utfordringer, men vi opplever at negativismen kan bli for ekstrem. Anerkjente Financial Times, som i høyeste grad er en opinion danner blant verdens investorer, er med sin sjefsøkonom Martin Wolf blant de som kaster mye ved på bålet. Det bidrar ikke til å roe ned markedene. På den annen side er det meget positivt at 26 av 27 land på siste toppmøte ble enige om en mye sterkere økonomisk og statsfinansiell samordning innen EU. Kun Storbritannia sto i mot det som kunne blitt historiske endringer i EU - traktatene og banet

veien for et Europas forente stater. Eurosonen har en lang vei å gå, men viser nå vilje og besluttsomhet. Italia er et nøkkelland, hvor vi håper at Mario Monti og hans regjering klarer å få vedtatt nødvendige strukturelle reformer. Den europeiske sentralbanken (ESB) og Mario Dragi strekker seg også lengre og lengre for å få pengemarkedet i Europa til å fungere. ESB låner nå tilnærmet ubegrenset med likviditet til det europeiske bankvesenet og har gradvis akseptert pant i papirer med dårligere kredittkvalitet.

Pengetrykking kan kanskje lette på trykket kortsiktig og løse gjeldskrisen ved inflasjon på lengre sikt, men høy inflasjon har også betydelige langsiktige kostnader. Skepsisen til papirpenger og nominelle fordringers fremtidige verdi, som følge av potensiell høy pengetrykking, har vært en vesentlig drivkraft bak den mangedoblingen vi har sett i gullprisen de siste årene.

Mange investorer som i dag flykter fra Europa kjøper statsobligasjoner i USA og England hvor sentralbankene trykker penger og inflasjonen allerede i dag er høyere enn nominell avkastning på obligasjoner med 10-års løpetid. Det er åpenbart at underliggende realavkastningsrisiko i disse investeringene er meget høy. Utviklingen i 10-års statsobligasjonsrenter vil høyst sannsynlig fortsette å være svært volatile fremover. Den kjente verdiorienterte investoren Marc Faber, som selv er en fremtidskeptiker, sier at det kan være mer verdi i en Italiensk 10-års statsobligasjon i dag enn i en tilsvarende amerikansk.

Utvalgte markeder

Pr. 14. desember 2011

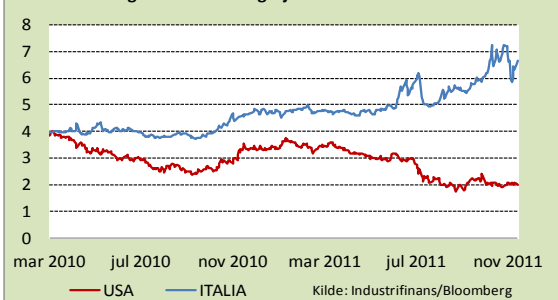
	Kurs	hittil i år
OSE BX	358,54	-18,46 %
Dow Jones	11823,48	2,12 %
SP 500	1211,82	-3,64 %
DAX	5675,14	-17,92 %
FTSE 100	5366,80	-9,04 %
Nikkei 225	8519,13	-16,72 %
Hang Seng	18354,43	-20,32 %
WTI Olje	94,85	3,79 %
Brent Olje	104,80	10,95 %
Gull	1574,00	10,77 %
Kobber	7186,50	-25,53 %
USD/NOK	5,98	2,75 %
EUR/NOK	7,77	-0,51 %
GBP/NOK	9,26	2,09 %
SEK/NOK	85,48	-1,83 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Utvikling 10 års statsobligasjonsrenter i Italia vs. USA



Avkastning - hittil i år

Markedet korrigererte tilbake i november etter en positiv oktober. En relativ kraftig oppgang i aksjemarkedene de siste dagene begrenset

likevel fallet for hele måneden. Samtidig falt statsobligasjonsrentene, og kredittpåslagene steg. Hittil i desember har markedene falt tilbake.

Per 14. desember hadde MSCI World indeksen falt med 6,6 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen var ned 17,3 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, hadde, målt ved OSEFX, i samme periode falt med 24,6 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, falt 21,2 %. MSCI Helse og MSCI Stabile Konsumvarer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt, begge med en oppgang på 7,2 %. MSCI Finans og MSCI Materialer har falt mest med henholdsvis 19,4 % og 20,4 %.

Råvareprisene har utviklet seg svært ulikt. Olje og gull har steget med henholdsvis 10,9 % og 10,8 %, mens kobber og aluminium har falt betydelig med henholdsvis 25,5 % og 20,5 %. Alle priser i USD.

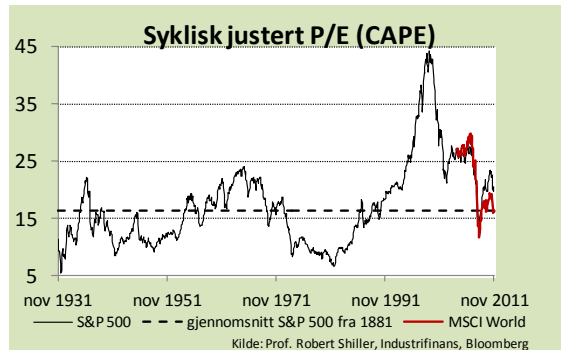
Innen valuta har NOK kursen nå svekket seg med 2,8 % mot USD, mens EUR har styrket seg med 0,3 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Både den amerikanske og engelske sentralbanken fører nå en meget ekspansiv pengepolitikk som på sikt vil være inflasjonsdrivende og svekke valutakursene. ESB holder seg fortsatt innenfor sitt eget rammeverk hvor ESB ikke kan kjøpe statsobligasjoner direkte fra statlige utstedere, noe som ville betydd at de finansierer budsjettunderskuddene direkte. I tillegg må de sterilisere sine kjøp av statsobligasjoner i annenhåndsmarkedet. Det betyr at de må trekke inn likviditet fra markedet for samme beløp som de kjøper statsobligasjoner. Det er disse reglene markedet nå presser ESB til å fravike.

Verdensindeksen er i dag priset til en syklisk justert P/E på 16,2, mens S&P 500 er priset til 20,5. Historisk gjennomsnitt for S&P er 16,4. MSCI Europa er priset til 12,7. Basert på dette fremstår amerikanske aksjer som dyre og

europiske som billige på verdi. En løsning på eurokrisen vil derfor kunne utløse et stort potensiale i europeiske aksjer.



Konklusjon

Vårt makrobilde er svekket siden sist. Vi tror veksten blir lav, men fortsatt positiv fremover i de utviklede land. De fremvoksende land vil bidra til at veksten i verdensøkonomien kan bli 2,0-3,0 % i de nærmeste årene. Europa går sannsynligvis inn i en resesjon som muligens allerede er begynt.

Det er få aktivklasser som i dag fremstår som spesielt attraktive basert på fremtidig risikjustert avkastning. Vi anbefaler derfor overordnet en nøytralvektning av en portefølje i forhold til strategi. Det er likevel segmenter av aksjemarkedet og rentemarkedet som ser interessante ut. Innen aksjer tror vi at store kvalitetsaksjer vil fortsette å gjøre det relativt sett best fremover. Dette vil gjelde helt til troen på konjunkturoppgang kommer tilbake. Innen renter anbefaler vi kort durasjon og god kredittkvalitet. Det er mange enkelt-kreditter som er interessante, selv om kredittkvaliteten er lavere enn BBB, men det er viktig å være selektiv innen dette segmentet.

Det vil alltid oppstå attraktive investeringsmuligheter i et marked som er så volatil som vi nå opplever. Det kan derfor være en interessant strategi å ha noe fri likviditet til å kunne kjøpe når spesielle muligheter oppstår.

Med vennlig hilsen
Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland