

MÅNEDSBREV 15. FEBRUAR 2012

En refleksjon

Facebook, som ble grunnlagt i 2004, annonserte den 1. februar i år planer om børsnotering. Selskapets verdi anslås til mellom 75 og 100 milliarder USD. Selskapets gründer Mark Zuckerberg, som er 27 år gammel, sitter på aksjeverdier for over 20 milliarder USD.

Makro

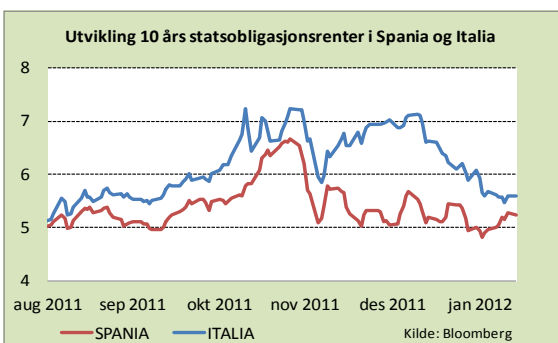
Facebook er et godt bilde på hvor raskt endringer skjer i vår globaliserte verden. I løpet av åtte år har selskapet gått fra ikke å eksistere til å ha fått mer enn 845 millioner brukere, i følge selskapets egen børsnoteringsinformasjon. Det er ikke vår tanke her å drøfte hva som er riktig verdi på selskapet, men å illustrere hvor fort nye strukturer kan bygges i dagens verden. Motstykket er at gamle strukturer fort kan bli utdatert og at feilkonstruksjoner kan bli kostbare. Det siste har Europa fått dyrebart erfare de seneste år. De finansielle markedene arbeider som jakthunder for å identifisere og analysere disse svakhetene og styrkene. Nesten alle verdens finansielle beslutningstagere sitter med tilgang til samme realtidsinformasjon på sine Bloomberg-skjermer. Kraften i markedssvingningene kan derfor bli dramatisk når først en retning er satt.

Den europeiske sentralbanksjefen Mario Draghi utløste et markant stemningsskifte i finansmarkedene da den europeiske sentralbanken (ESB) lanserte sitt tre-årige låneprogram (LTRO) i desember 2011. 489 milliarder euro ble lånt ut til europeiske banker. Andre runde av LTRO er annonsert den 29. februar og det er ventet enda større etterspørsel. Denne økte likviditeten har sammen med ytterligere monetære stimulanter fra Federal Reserve i USA, Bank of England og kinesiske myndigheter bidratt til økt risikovilje i markedene. Positive makrotall fra spesielt USA har også bidratt til oppgangen.

Disse forhold kan medvirke til en fortsatt oppgang i risikoaktiva på kort til mellomlang sikt, dersom vi unngår en statsfinansiell kollaps i Hellas. Det greske parlamentet sliter fortsatt med å enes om en troverdig innsparende plan som EU kan akseptere. Det gjenstår også mange hindringer før en eventuell løsning er klar til den 20. mars. I Hellas må politikere finne ytterligere innstramminger, de private kreditore-

ne må godkjenne restrukturering av lån og parlamentene i euro-landene, herunder Nederland og Finland, må godkjenne planen. Mange mener redningsplanen er for optimistisk, og selv hvis disse positive vekstanslagene nås vil Hellas gjeld til BNP fortsatt være 120 % i 2020. Så langt har greske politikere ikke evnet å implementere tilstrekkelige endringer. Skal Hellas reddes må Hellas bidra til å redde seg selv ved å etablere en bred intern politisk koalisjon som evner å implementere nødvendige strukturelle endringer. Dette mangler fortsatt i dag.

Situasjonen i Hellas minner oss løpende på at den europeiske bank- og statsfinansielle krisen ikke er over. LTRO vil kjøpe eurolandene tid, men de grunnleggende problemene i eurosonen er ikke løst. De statsfinansielle underskuddene er i beste fall redusert, samlet statsgjeld vokser fortsatt i de fleste euroland og bankvesenet i EU er for svakt kapitalisert til å tåle betydelige tap. Det blir viktig å se klare tegn til at de utsatte landene kan endre denne trenden for å kunne begynne den nødvendige gjeldsnedbyggingen.



Det er likevel positive signaler som vi skal glede oss over så lenge de varer. LTRO-programmet har fjernet den verste frykten for en uryddig konkurs i det europeiske bankvesenet. Rentene i Spania og Italia har falt markant og begynner å nærme seg nivåer som er bærekraftige dersom strukturelle tiltak gjennomføres og veksten kommer tilbake.

Tysklands lederrolle i Europa blir tydeligere og tydeligere. De fleste østeuropeiske land og ikke minst Polen med over 38 millioner innbyggere gir nå Tyskland eksplisitt støtte i den politikk som Tyskland står for i EU. Det sies at tyske politikere hittil ikke har ønsket å styre

Utvalgte markeder

Pr. 14. februar 2012

	Kurs	hittil i år
OSE BX	414,83	7,76 %
Dow Jones	12878,30	5,41 %
SP 500	1350,50	7,39 %
DAX	6728,19	14,07 %
FTSE 100	5899,87	5,88 %
Nikkei 225	9260,34	9,52 %
Hang Seng	21365,20	15,90 %
WTI Olje	100,70	1,00 %
Brent Olje	117,60	9,70 %
Gull	1723,50	10,21 %
Kobber	8445,00	11,81 %
USD/NOK	5,72	-4,51 %
EUR/NOK	7,54	-2,71 %
GBP/NOK	9,00	-3,12 %
SEK/NOK	85,81	-1,38 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Europa, men latt Frankrike ta lederrollen. Det kan nå se ut som de gradvis begynner å endre den tanken. Tyskkursene er fullsatt fra Baltikum til Hellas.

Avkastning - hittil i år

Januar ga en kraftig positiv oppgang i de fleste aksje- og råvaremarkeder. Samtidig steg statsobligasjonsrentene, mens kredittpåslagene falt. Hittil i februar har markedene fortsatt oppgangen. Vi har i år opplevd et klassisk rally i risikoaaktiva som bidrar til å redusere mye av fjorårets kurstap i de samme aktivaklasser.

Per 13. februar hadde MSCI World indeksen steget med 3,7 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen hadde steget 10,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, steg samme periode med 10,8 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, steget 8,4 %. MSCI Finans og MSCI Materialer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på 8,7 % og 7,9 %. MSCI Telekom og MSCI Forsyning har falt mest, begge med 4,4 %.

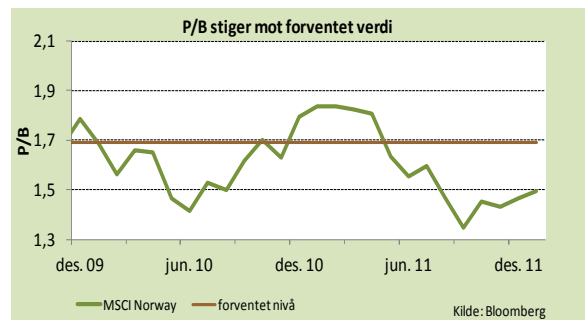
Råvareprisene har steget. Olje og gull har steget med henholdsvis 9,8 % og 10,1 %, mens kobber og aluminium har steget med henholdsvis 10,7 % og 8,8 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 4,3% mot USD og 2,6% mot EUR. NOK har og styrket seg mot de øvrige viktige valutaene.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Stort sett alle verdens sentralbanker fører nå en meget ekspansiv pengepolitikk. Dette har vi allerede drøftet tidligere i brevet. Det er ulike oppfatninger av i hvilken grad dette er inflasjonsdrivende.

Sentrale markedscommentatorer hevder at den ekspansive pengepolitikken kun har bidratt til at verden unngikk en depresjon og at det fortsatt er langt frem til en mulig inflasjon. Andre er mer bekymret for inflasjon. Fasiten er fortsatt ikke skrevet. Det er uansett hevet over tvil at hver gang sentralbankene åpner likviditetskranen så stimulerer det på kort sikt finansmarkedene og bidrar til prisøkning på risikoaaktiva.



Det norske aksjemarkedet fremstår fortsatt som fornuftig priset på nøkkeltall som P/E, P/B og dividende avkastning, selv etter oppgangen hittil i år. Selskapsverdiene i forhold til bokført egenkapital har steget fra 1,4 til 1,5. Vår lang-siktige forventede årlige avkastning til det norske aksjemarkedet er derfor falt fra 11,9 % til 10,8 %. Avkastningsforventningen er likevel fortsatt over forventet normal avkastning i det norske aksjemarkedet.

Sentimentet i markedet er nå positivt. De fleste viktige aksjemarkeder har positive glidende gjennomsnitt siste 200 dager. Volatilitetsindekser som den amerikanske VIX indeksen har falt under 20 ned fra over 40. Det neste positive tegnet ville være at innlånskostnadene for bankene begynner å falle.

Konklusjon

Vårt makrobilde er ikke endret siden sist, men vi er blitt sterkere i troen. Vi tror veksten blir lav, men positiv fremover i de utviklede land, mens de fremvoksende land vil bidra til at veksten i verdensøkonomien kan bli 2,5-3,5 % i de nærmeste årene. Europa vil falle i resesjon, men den blir forhåpentligvis mild samlet sett, selv om enkelt land må gå gjennom en hestekur.

Vi anbefaler våre kunder å forholde seg nøkternt til markedsoppgangen og gradvis redusere risikoen i porteføljen etter hvert som kursene stiger. Det vil sannsynligvis fortsatt være høy volatilitet i markedene og i slike markeder oppstår det ofte gode kjøpsmuligheter som krever noe tørt krutt i porteføljen. På den annen side skal det gå svært galt i verden, såfremt ikke kvalitetsaksjer skal gi en tilfredsstillende realavkastning fremover på dagens kursnivåer.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedsyn per brevets dato. Markedsynet 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.