

## MÅNEDSBREV

11. MAI 2011

## En refleksjon

“The world is using up its natural resources at an alarming rate, and this has caused a permanent shift in their value. We all need to adjust our behavior to this new environment. It would help if we did it quickly.” Jeremy Grantham, GMO, april 2011

## Makro

OECD publiserte nylig ledende indikatorer, basert på tall fra mars. Forventningene til en fortsatt sterk global makroøkonomisk vekst holder seg godt, selv om tallene viste svakere utvikling i mange viktige land som India, Brasil, Frankrike, Italia og Spania. Det kom også andre tall i april som indikerte en noe svakere makroøkonomisk utvikling. De fremvoksende land sliter med inflasjonen og hever rentene, mens OECD-landene preges av innstramninger og statsgjeld.

Et vanskelig og viktig tema er prisutviklingen på råvarer. Et av de heteste investeringstemaer de siste år har vært stigende råvarepriser og fallende USD, populært kalt DDT, ”dollar debasement trade”. Det har vært uklart hvor mye av prisoppgangen på råvarer som skyldes fundamentale forhold og hvor mye som skyldes spekulasjon.

Jeremy Grantham, strategen i Boston-baserte GMO, er talsmann for at perioden med overflod av naturressurser og fallende realpriser på råvarer er over. Realprisen på de fleste råvarer har vært fallende i et 100-års perspektiv frem til år 2002. Etter år 2002 har råvareprisene steget så sterkt at Grantham finner grunn til å hevde at det er et langsiktig trendskifte. Han argumenter overbevisende: Verdens befolkning var 800 millioner i år 1800 og passerer snart 7 milliarder, på full fart mot 8. Denne veksten var mulig på grunn av oppdagelse og bruk av billige hydrokarboner som olje, gass og kull. Dette tillot en eksplosjon i energiforbruk, matproduksjon og transport.

Befolkningsveksten, dagens velstandsnivå i den industrialiserte verden og den eksplosive veksten i levestandard i de fremvoksende land øker presset dramatisk på ikke-fornybare ressurser som hydrokarboner, metaller, land og vann. Verdensøkonomien og befolkningen kan ikke fortsette å vokse med 3-4 % i året på lang

sikt, uten at systemet på et gitt tidspunkt faller sammen. Det er rett og slett ikke tilstrekkelig med ressurser. Det vi nå ser er at råvaremarkedene sender prissignaler om at noe er i ubalanse.

Politikere og andre må fokusere mer på kvalitativ vekst i forhold til kvantitativ vekst. Prispress og ressursknapphet vil prege hverdagen fremover på en helt annen måte enn før. Den økende etterspørselen etter naturressurser vil skape store investeringsmuligheter, men det er viktig å erkjenne at råvareprisene vil ha store svingninger, selv om den lange trenden er positiv og stigende. Kortsiktige skift i etterspørsel og tilbud vil skape store svingninger innenfor det lange bildet. En hard landing i Kina er et slikt fremtidsbilde som vil senke mange råvarepriser midlertidig. Knapphet på hydrokarboner og naturressurser er positivt for Norge som er rikt på olje, gass, mineraler og fisk.

## Utvalgte markeder

Pr. 10. mai 2011

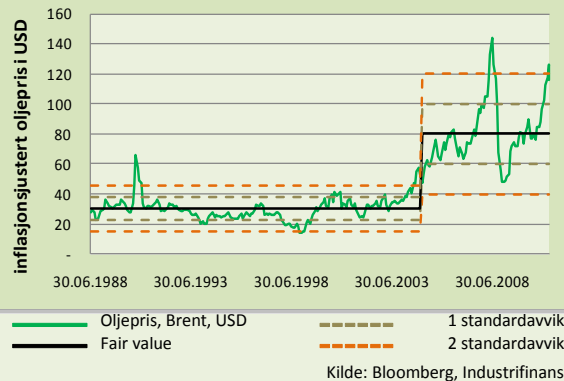
	Kurs	hittil i år
OSE BX	436,81	-0,66 %
Dow Jones	12760,40	10,22 %
SP 500	1357,16	7,91 %
DAX	7501,52	8,49 %
FTSE 100	6018,89	2,02 %
Nikkei 225	9818,76	-4,01 %
Hang Seng	23336,00	1,30 %
WTI Olje	103,33	13,06 %
Brent Olje	117,43	24,32 %
Gull	1516,10	6,69 %
Kobber	8915,00	-7,62 %
USD/NOK	5,43	-6,70 %
EUR/NOK	7,80	-0,13 %
GBP/NOK	8,89	-1,98 %
SEK/NOK	87,13	0,07 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

## Nivå og volatilitet i oljeprisen



Vi tror på en langsiktig realpris på olje på om lag USD 80, målt i dagens USD-verdi, som også er i samsvar med siste 6 års gjennomsnitt. Det er viktig å være klar over at oljeprisen har hatt en betydelig historisk volatilitet og kan antas å ha dette også fremover. Det tilsier at vi innenfor svingninger på to standardavvik kan forvente et prisbånd fra USD 40 til USD 120 innenfor prisbildet.

## Avkastning hittil i år.

I begynnelsen av mai fikk vi en reaksjon i årets trend; stigende oljepris og fallende USD. Risikofrykten kom tilbake i markedet med den konsekvens at realaktiva falt, mens statsobligasjoner og USD steg i verdi. NOK svekket seg kraftig sammen med oljeprisen. Oslo Børs, som

har steget langt mindre enn oljeprisen i år, holdt seg også bedre da oljeprisen falt.

MSCI World indeksen har hittil i år, pr. 9. mai, steget med 0,47 %, mens MSCI Emerging Markets indeksen har falt med 4,2 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, målt ved OSEFX, har i samme periode falt med 2,3 %. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, har steget med 2,0 %. MSCI Helse hadde en kraftig oppgang siste måned og er nå beste delindeks hittil i år med en avkastning på 6,2 %.

Råvareprisene har falt til dels kraftig tilbake siste måned. Hittil i år har likevel oljeprisen steget 22,3 %, kobberprisen har falt 8,1 %, mens aluminium har steget 6,1 %. Prisen på gull har steget 6,5 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK-kursen styrket seg med 5,6 % mot USD, mens endringen mot EUR, SEK, DKK og CHF har vært < 1%.

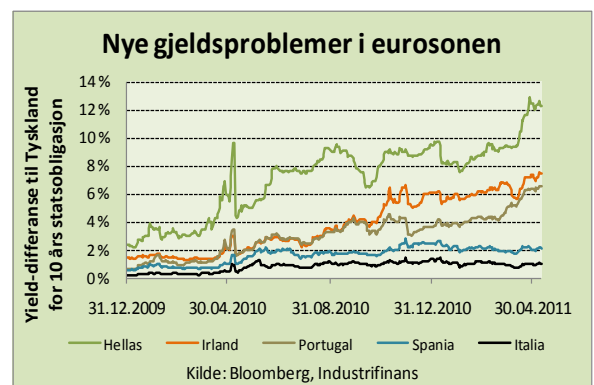
#### Likviditet, Verdi og Sentiment

Nesten alle de fremvoksende landene hever rentene og strammer inn for å dempe inflasjonen. ECB overrasket markedet ved ikke å sette opp renten i forrige uke. Dette hadde nok sammenheng både med forverret statsgjeldskrise i mange euroland, noe svekkede vekstutsikter, samt fallet i råvareprisene. I USA og Japan er det fortsatt ikke forventninger om renteøkninger med det første. Utfasingen av QE2 i juni er derimot et forhold som opptar markedene. Risikopremiene innen høyrenteobligasjoner (high yield) er fortsatt på lave nivåer og har ikke steget signifikant. Statsrentene har derimot falt. Samlet sett er likviditetsbildet fortsatt positivt for aksjer, spesielt i Europa og USA.

Så langt har selskapene i gjennomsnitt levert noe over inntjeningsforventningene. Estimaterne er heller ikke nedjustert fremover, hvilket medfører at kursfallet siste måned kun har skapt mer verdi i børsen.

Sentimentet er fortsatt generelt positivt til aksjer, men situasjonen med hensyn til statsgjeld i euroområdet holder markedene tilba-

ke og har bidratt til en sidelengs utvikling hittil i år. Vårt syn er at EUs strategi er å la ECB og IMF overta mer og mer av finansieringen av Hellas, Portugal og Irland, slik at de europeiske bankene kan bygge ned sin eksponering og derved unngå en ny europeisk bankkrise. Dagens renter tilsier at Hellas, Irland og Portugal vanskelig kan finansiere seg i det åpne markedet. Siste kapittel blir sannsynligvis da at ECB begynner å utstede euroobligasjoner for å finansiere sin egen balanse. Dette vil svekke EUR, men likevel kunne redde eurosamarbeidet.



#### Konklusjon

Vårt hovedfremtidsbilde er positivt for aksjer og realaktiva av høy kvalitet. Inntjeningsestimaterne for aksjer ser fortsatt meget bra ut og de er ikke blitt nedjustert. Utfasingen av QE2 kan, sammen med statsgjeldssituasjonen i eurolandene, føre til sterkere USD mot EUR. Dette forholdet, sammen med en noe svakere økonomisk vekst, kan gi råvarer en pustepause.

Vi tror likevel på en oljepris som er høy nok til å støtte opp om en overvekt i norske aksjer. Vi ser også muligheter innen i internasjonale aksjer i forhold til renteplasseringer fremover. Innen internasjonale aksjer er vi mest positive til Europa og generelt store kvalitetsselskaper. Flere av disse selskapene, spesielt innen sektorene helse, konsum og teknologi, verdsettes i dag til historisk lave forholdstall i forhold til sin frie kontantstrøm og inntjening. Vi tror også at mange fremvoksende land kan ha en interessant kursutvikling, spesielt når vi hensyntar endringer i valutakurs.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland