

MÅNEDSBREV 11. OKTOBER 2011

En refleksjon

“By most models investor sentiment is more negative than at any time over the past 30 years. The key question is what catalysts are needed to improve investor sentiment”

Robert Parker, Financial Times.

Makro

Mens september måned var preget av et ensidig negativt makrobilde, har oktober så langt bidratt med enkelte lysglimt.

Arbeidsmarkedstallene fra USA viste at antall sysselsatte utenfor jordbrukssektoren steg med 103.000 i september mot ventet 60.000. I oppfølgingen av dette ble veksten i USA for tredje kvartal oppjustert av Goldman Sachs til 2,5 %, nær det dobbelte av andre kvartalsveksten på 1,3 %.

I tillegg lettet trykket noe i Europa ved at Tysklands forbundskansler Angela Merkel og Frankrikes president Nicolas Sarkozy beroliget markedet med at det vil bli presentert en plan for rekapitalisering av europeiske banker i løpet av oktober og i forkant av G20 møtet primo november. Samtidig gjenåpnet den europeiske sentralbanken (ESB) finansieringslinjer for europeiske banker i ESB.

Eurosonens grunnleggende problemer bør nå være godt kjent fra media. Det er ikke noen enkel løsning på problemene. Tyskland på den ene siden, mot England og USA på den andre siden, har ulike syn på hvordan krisen best skal håndteres. Dette har blant annet bakgrunn i at den tyske og den anglosaksiske virkelighetsforståelsen er forankret i ulikt makroøkonomisk tankegodt.

En alvorlig følgeeffekt av de usikre makroforhold har vært konsumenters, bedrifters og investorers mangel på risikovilje. Denne effekten har vært særdeles sterk gjennom tredje kvartal hvor investorene har flyktet til kontanter, statsobligasjoner og de mest solide og store selskapene, og med det lagt de fleste øvrige aktivaklasser i grus. I tillegg har bedriftene de siste år økt sin kontantbeholdning betydelig i forhold

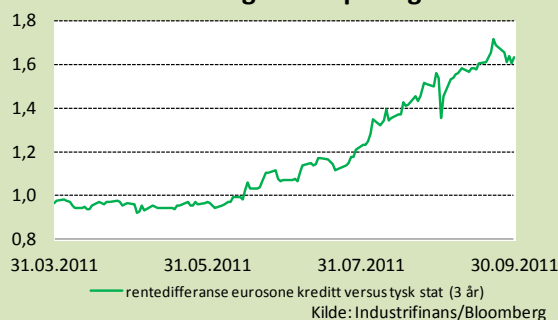
til hva situasjonen var før finanskrisen. Husholdningenes sparerate har også økt kraftig i mange land.

Sentralbankene har prøvd å motvirke denne effekten ved å sette rentene ned mot null og øke sine balanser. Det siste er blitt kalt kvantitative lettelse eller pengetrykking. Den vanligste formen for dette er at sentralbankene kjøper obligasjoner fra bankene i bytte mot kort statslikviditet. Dette har medført at pengemengden har økt kraftig i USA, UK og Japan. Normalt vil dette skape økt økonomisk aktivitet ved økte bankutlån og fare for inflasjon. Det som derimot har skjedd så langt, er at bankene har ført mesteparten av denne likviditetstilførselen tilbake som innskudd i sentralbankene uten at de nye pengene er kommet i omløp.

Den store utfordringen blir da hva som skal til for at investorer og banker blir villige til å sette pengene i arbeid, ved å investere i næringsvirksomhet og realverdier.

En positiv katalysator kan være fallet i råvarepriser som bør dempe inflasjonspresset i BRIC-landene og dermed bidra til rentenedsettelse der. En annen åpenbar faktor vil være at markedet får tillit til at beslutningstakerne i Europa kan navigere det vanskelige farvannet, slik at frykten for en markeds kollaps avtar. I USA er det foreslått at sentralbanken (Fed) gir negativ rente på bankenes innskudd i Fed for å øke presset på at pengene kommer i omløp.

Utvikling kredittpåslag



Uansett vil nøkkelen til markedsutviklingen i månedene fremover være om de store kontantbeholdningene igjen blir redusert og investert i aksjer og andre realaktiva.

Utvalgte markeder

Pr. 10. oktober 2011

	Kurs	hittil i år
OSE BX	360,41	-18,04 %
Dow Jones	11433,18	-1,25 %
SP 500	1194,89	-4,99 %
DAX	5847,29	-15,43 %
FTSE 100	5399,00	-8,49 %
Nikkei 225	8773,68	-14,23 %
Hang Seng	17711,06	-23,11 %
WTI Olje	85,82	-6,09 %
Brent Olje	109,42	15,84 %
Gull	1676,40	17,97 %
Kobber	7477,00	-22,52 %
USD/NOK	5,74	-1,37 %
EUR/NOK	7,80	-0,13 %
GBP/NOK	8,98	-0,99 %
SEK/NOK	85,51	-1,79 %

Avkastningstall i lokal valuta

Alle råvarer er priset i dollar

Kilde: Bloomberg

Fall i volatilitetsindekser som Vix-indeksen og inngang i kredittpåslag på industri- og finansobligasjoner vil være temperaturmålere for en slik positiv utvikling.

Avkastning - hittil i år

September var preget av fallende kurser innen de fleste aktivaklasser. Utviklingen innen statsobligasjoner var spesiell, der amerikanske og tyske 10-års renter falt under 2 %. Norske 10-års renter bunnet ut på 2,1 %. Hittil i oktober har vi hatt en positiv utvikling for risikoaktiva.

Per 10. oktober hadde MSCI World indeksen falt med 9,8 %, mens MSCI World Emerging Markets indeksen var ned 21,8 %, begge målt i NOK. Oslo Børs, hadde falt med 22,9 % i samme periode, målt ved OSEFX. Det nordiske aksjemarkedet, målt ved VINX indeksen, falt 20,6 %. MSCI Helse og MSCI Stabile konsumvarer var på samme tidspunkt de beste aksjesektorene globalt med en oppgang på henholdsvis 2,0 % og 1,5 %, målt i NOK. Råvareaksjer og finansaksjer har falt mest.

Råvareprisene falt videre i september, men har steget hittil i oktober. Hittil i år har oljeprisen likevel steget 15 %, mens kobberprisen har falt 22,5 % og aluminium har falt 9,6 %. Prisen på gull har steget 18,0 %. Alle priser i USD.

Innen valuta har NOK kursen styrket seg med 1,9 % mot USD, 1,1 % mot SEK. CHF har styrket seg med 1,4 % og DKK har styrket seg med 0,1 % mot NOK. NOK kursen har holdt seg stabil mot EUR hittil i år.

Likviditet, Verdi og Sentiment

De fleste sentralbanker gjennomfører nå likviditetsstimulerende tiltak. Selv om størrelsen på effekten er usikker, bidrar den positivt i helhetsbildet. Bank of England lanserte i forrige uke sin andre runde med kvantitative lettelser. Den europeiske sentralbanken, som får italienske Mario Draghi som ny leder den første november, ventes å sette ned renten. Det politiske Europa opplever stort press på å øke rammene for det europeiske stabilitetsfondet (EFSF). Det er mye som tyder på at kriseforståelsen hos sentrale beslutningstakere er stor.

Aksjemarkedet har allerede priset inn at det blir dårlige tider. Inntjeningsestimatene har likevel holdt seg overraskende godt så langt. Vi ser av tabellen nedenfor at de fleste aksjemarkeder fremstår med lave multipler i forhold til hva vi er vant til.

	P/E (2011)	P/E (2012)	P/B (2011)
Norge	10,12	8,25	1,17
USA	11,94	10,74	1,87
Europa	9,73	8,82	1,28
Brasil	9,27	8,24	1,15
Hong Kong	9,77	8,80	1,15

Kilde: Bloomberg, Industrifinans

Aksjemarkedet har likevel på sikt et betydelig utfallsrom, avhengig av den videre makroøkonomiske utvikling, som igjen vil påvirkes av om det blir en ryddig gjeldsnedbygging i de vestlige land.

Sentimentet er på den annen side nå så dårlig at det kan representere en oppside da det snart ikke er flere optimister igjen.

Konklusjon

Vi er fortsatt av den oppfatning at vi får en lav, men positiv vekst fremover i de utviklede land, mens de fremvoksende land vil bidra til at veksten i verdensøkonomien kan bli 2,5-3,5 % de nærmeste årene. Europa står i fare for å falle i resesjon såfremt ikke situasjonen roer seg noe ned.

Det kan se ut som markedene bunnet ut i september og at vi nå kan få en oppgangsperiode noen måneder fremover. Hvorvidt dette vil bli en langvarig oppgang eller en korleksjon i et fallende marked, avhenger av hvordan myndighetene takler de store internasjonale ubalanser som spenner fra Europas gjeld til Kinas valutakurs. G20 møtet primo november blir spennende i så måte. Vi er nøkterne til at det blir store fremskritt på kort sikt.

Vi tror at aksjer representerer en god langsiktig verdiskapning på dagens kurser. De store makroøkonomiske ubalanser medfører likevel at det er stor risiko i markedet.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.