

JAPAN: MED BIND FOR ØYNENE

Det store fallet i Japan kom som et unødvendig sjokk for investorer over hele verden. Unødvendig, fordi det er vel kjent at Japan er verdens mest jordskjelvutsatte land. At markedet ikke tar med de opplagte naturkatastrofer i sine regneark, er som å investere med bind for øynene.



Japan, 1995

Japan, 2011

Finansmarkedene har i løpet av et kvartal blitt rammet av to store hendelser. Nyheten om opprøret i Libya hadde så vidt blitt absorbert før den katastrofale tsunamien traff den japanske kysten. Slike hendelser kalles gjerne *svarte svaner* etter den populære boken "The Black Swan". Hver for seg er slike hendelser som naturkatastrofer og lignende usannsynlige men summen av mange små sannsynligheter blir etter hvert betydelig. Her ser man ikke skogen for bare trær. I fjor herjet vulkanaske og boreulykker nyhetsbildet, men dette er for lengst overlatt til glemselen. Disse naturkatastrofene er nok et eksempel på hvordan finansmarkedene konsekvent undervurderer risiko og sannsynligheten for ekstreme utfall. Verken analytikere, kredittvurderere eller investorer hadde tatt i betraktning effekten av en potensiell tsunami eller jordskjelv for et selskap som for eksempel TEPCO, som eier det mye omtalte Fukushima-kraftverket. Aksjen er ned 79%. I følge hvordan opsjonsmarkedet priset risikoen i selskapet var dette ikke mindre enn 15 standardavviks bevegelse. Altså var det helt utenkelig at noe slik kunne skje i jordskjelv- og vulkanutsatte Japan, hvor det de siste hundre årene har vært registrert 23 jordskjelv før dette, altså over ett hvert femte år. Det mest betenkelige er at opsjonsmarkedet nå, i etterkant av denne hendelsen, priser inn enda lavere risiko. Altså kan det i hvert fall ikke skje igjen. Etterskjelv er tydeligvis ikke innenfor finansmarkedets fatningsevne.

Opprøret i Midtøsten er muligens en ekte svart svane, men tsunamien forårsaket av jordskjelvet kan i beste fall betegnes som en "hvit svane i sort forkledning". Svarte svaner er nemlig usannsynlige hendelser med store konsekvenser som man ikke kunne tenke seg på forhånd. Jordskjelv forekommer som sagt ofte i Japan og man visste på forhånd at kjernekraftverket i Fukushima var utsatt. Så sent som for to år siden advarte seismologen Yukinobu Okamura om at kraftverket var i et jordskjelvutsatt område og sårbart for alvorlige skader forårsaket av en tsunami.

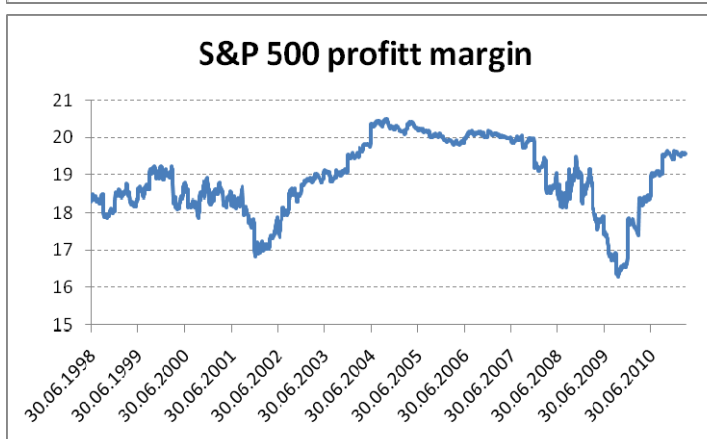
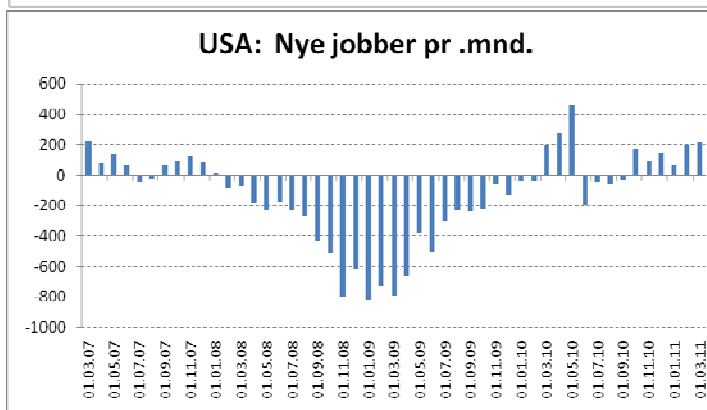
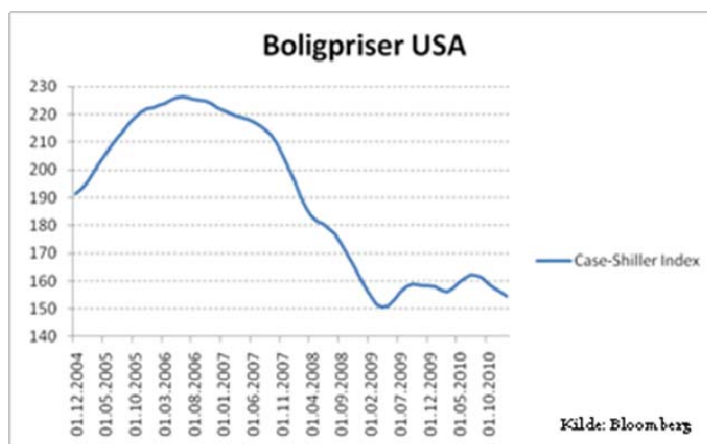
Konsekvensene av disse to hendelsene har, økonomisk sett, heldigvis vært begrenset. I de aller fleste tilfeller kommer markedet seg hurtig tilbake etter naturkatastrofer, men det må ikke forveksles med at markedet alltid vil få en rekyl i slike tilfeller.

ØKONOMIEN SKRIDER SAKTE, SAKTE FREMOVER

Den globale økonomien skriker sakte fremover i riktig retning. De fleste dataene peker på gradvis bedre tider internasjonalt, om dog noe saktere enn prognosemakerne hadde forventet på forhånd. I USA har arbeidsmarkedet vist ganske solid sysselsettingsvekst de siste månedene, og BNP-veksten ble revidert opp. Boligmarkedet, som utgjør en stor del av den amerikanske forbrukerens formue, er imidlertid stadig svakt. Boligprisene, målt ved Case-Shiller indeksen, falt 1% i januar, og har falt 5% de siste 6 månedene. Stadig er mengden med "foreclosures" stor, og fallende priser holder kjøperne på gjerdet. Inntil boligmarkedet bedrer seg vil dette være en betydelig hemmende faktor for forbruk og ikke minst for byggesektoren. Akkurat nå overtar bankene like mange hus som det selges nye, hvilket tilsier at det ikke vil bli selgers marked på lenge enda.

Den høye oljeprisen med tilhørende høy bensinpris kombinert med høy arbeidsledighet og svakt boligmarked har også gitt den amerikanske forbrukeren en psykologisk trøkk. Forbrukertilliten i USA har nå falt til det laveste nivået siden november 2009. En store andel av amerikanerne har en svært begrenset inntekt, og høyere bensinpriser påvirker disponibel inntekt på en vesentlig måte.

Bedring av økonomien er dog ikke det samme som oppgang i aksjemarkedene. Prisning og forventninger er det som styrer avkastningen. Anslagene ligger nå på en årlig resultatvekst mellom 13% og 16% i den rike delen av verden og 18% og 20% i den fremvoksende delen av verden. Bruker man anslagene for fremtidig inntjening ser ikke aksjemarkedene avskrekkende dyre ut, men heller ikke innbydende billig. Det er selvsagt skjær i sjøen også fremover. For det første er profittmarginene på et svært høyt nivå. Høye profittmarginer er vanskelige å opprettholde ettersom områder med høye marginer tiltrekker seg konkurranse, samt at arbeidstagere, leverandører og kunder vil ønske å ta del i superprofitten.



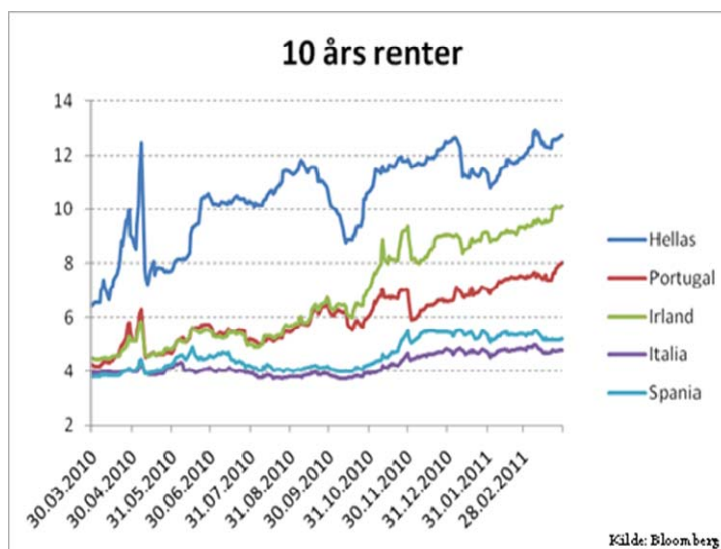
APRIL 2011

MARKEDSRAPPORT

Det andre skjæret i sjøen er hva som vil skje når den amerikanske sentralbankens tiltakspakke utløper i juni. Det burde ikke komme som en overraskelse på markedet ettersom det har vært annonsert lenge, men en viss negativ effekt må man påregne at det har.

Det farligste skjæret er stadig gjeldskrisen i eurosonen. Portugal har gjeldsforfall på ni milliarder euro i løpet av de nærmeste månedene, og slik markedene er i dag har de ingen annen mulighet enn å be EU om hjelp. En Portugisisk bail-out burde dermed i realiteten være en "done deal". De portugisiske folkevalgte ser imidlertid ikke ut til å ha tatt dette inn over seg, og valgte å forkaste et budsjettforslag med innstramninger fra regjeringen. Statsministeren valgte etter dette å si opp sin stilling. Kombinerer man den portugisiske motvilligheten som er utvist med politisk motstand og svakere oppslutning for regjeringen i Tyskland, ser det ut til at forhandlingene kan bli interessante. Alternativet til at Portugal skal motta denne hjelpepakken er i beste fall uklart.

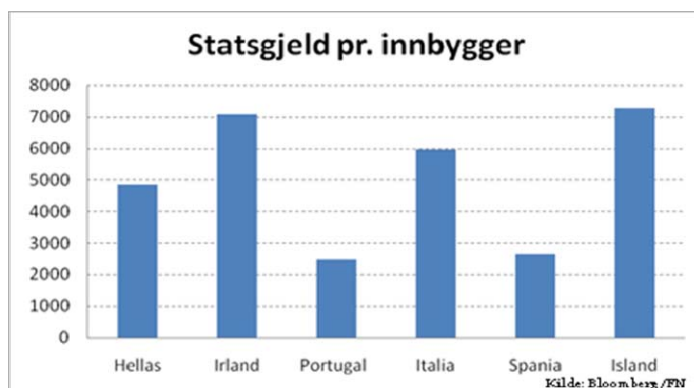
Samtidig er ikke den nye irske regjeringen særlig fornøyd med de vilkårene som ble satt for den irske redningspakken. Den irske statsgjelden er på 94% av Irlands BNP på ca. 33 mrd. euro, noe som tilsvarer 7100 euro pr innbygger! I første omgang handler det om gjelden til de irske bankene, som staten har garantert for. De irske bankene er så lite kredittverdige at prisen for konkursforsikring nå er på 7000 basispunkter! (Til sammenligning koster tilsvarende forsikring mot DnbNOR-konkurs 37). Den irske regjeringen har gått så langt som å si rett ut at den ønsker å dele noen av tapene med kreditorene, altså å misligholde gjelden sin slik Island gjorde. Og det er vanskelig å påstå at det ikke vil være i deres interesse. Redningspakken setter så harde krav til innstramninger at det vil drive Irland inn i en enda dypere resesjon. Dette vil gjøre det enda vanskeligere å betale gjelden samtidig som renten blir høyere jo dårligere stilt landet er. Situasjonen ser håpløs ut for irene, og da er det fristende å be om en restrukturering (dvs. mislighold) og



satse på at finansmarkedene glemmer fort nok til at de snart får nye lån. Hukommelsen til gjeldsmarkedsaktørene pleier også å være begrenset.

Dette vil innebære et tap for tyske og franske banker som er de primære kreditorene og har potensial for å skape virkelig uro i interbankmarkedene.

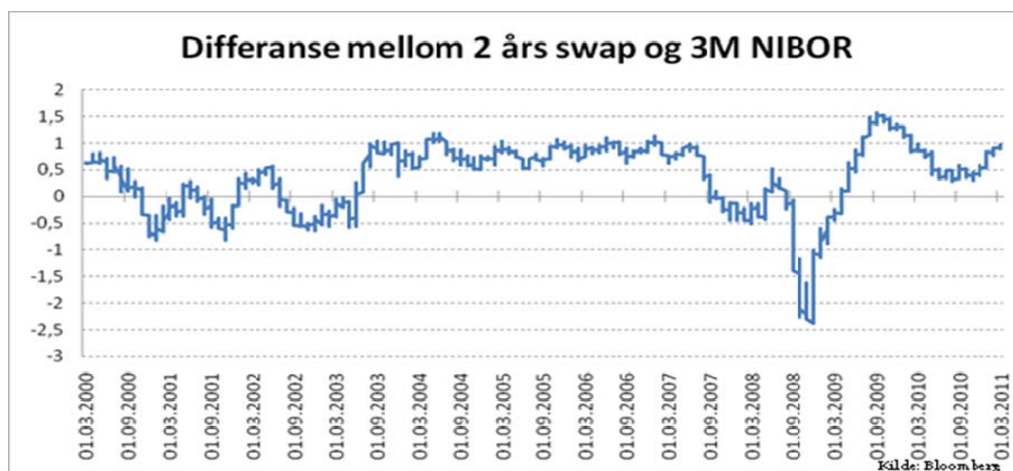
Når den portugisiske situasjonen er avklart vil fokus garantert flytte seg til Spania, slik det programmessig har flyttet seg fra Hellas, til Irland og videre til Portugal. Det kan vise seg at det endelige slaget om eurosoneens fremtid vil stå i Spania. Uavhengig av utfall vil kombinasjonen av disse skjærene føre med seg økt usikkerhet i finansmarkedene som aldri er bra for risikable aktiva.



RENTEHEVNING

Epoken med rekordlave renter ser nå ut til å gå mot slutten i Europa. Den europeiske sentralbanken (ECB) har signalisert at den er bevisst på inflasjonsrisikoen, noe som i praksis betyr at en renteheving er nært forestående. Hvor hardt ECB vil stramme skruen er dog uvisst med alle de øvrige truslene mot den europeiske økonomien. En styrket euro mot konkurransevalutaene vil også påvirke den tyske vekstmotoren negativt. Paradokset her er at ECB gjennom slik innstramning vil øke konjunktursvingningene, ikke dempe dem, fordi inflasjonen som man ser nå er forårsaket av manglende tilbud av energi og matvarer. For det første vil man kunne ende med å kvele økonomien for å unngå inflasjon som de ikke regjerer over. For det andre vil ikke lønnsomheten økes på tilbudssiden, som igjen gjør at kapasiteten ikke utvides. Ergo har man kun utsatt problemet.

Her hjemme ligger det også klart for en renteøkning, noe som er rimelig klart signalisert av Norges bank. Rentemarkedet har tatt dette til hjertet, og differansen mellom 2 års SWAP (fastrente) og 3 mnd NIBOR (flytende rente) er nå 0,97%. Det vil si at markedet priser inn en renteheving (0,25%) hvert eneste kvartal de neste to årene. Det er ikke utenkelig at en renteheving eller to blir utsatt, og kombinert med stadig gode kredittpåslag for sikre selskaper, er det definitivt verdi lenger ut på rentekurven.

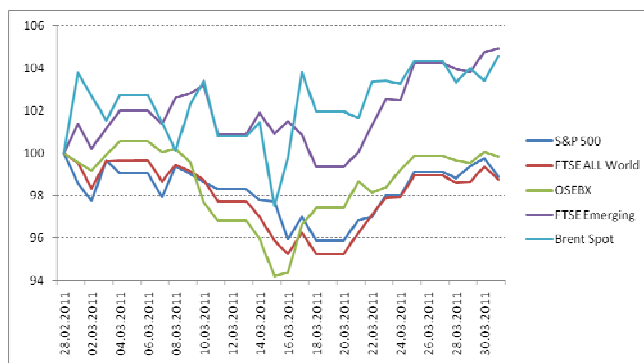


APRIL 2011

MARKEDSRAPPORT

UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500: -1,1%
FTSE All World: -1,2%
FTSE Emerging Markets: 5,0%
OSEBX : -0,2%
Olje: 4,6%
 (Alle tall i NOK)



ALLOKERING

Vi gjør i denne omgang ingen endringer i våre anbefalte allokeringsvekter. Vi velger å vri noe av aksjeeksponeringen mer i retning av råvareforbrukende emerging markets, da disse har utviklet seg svakt relativt sett og igjen ser ut som interessante plasseringer.

Selv om rentenivået er lavt absolutt sett, mener vi det vil ta tid før renten kan heves nok og velger å fortsette med vår svake overvekt i obligasjoner.

I tillegg har kredittmarginene foreløpig stabilisert seg på et nivå som er så høyt at vi velger å ta den offensive eksponeringen gjennom kredittobligasjoner fremfor aksjer. Vi har dermed stadig overvekt på kredittobligasjoner og svak undervekt på aksjer.

