

FARE FOR OLJEFONDSSMELL

Sterk uro i det europeiske obligasjonsmarkedet og den akutte krisen i Hellas kan føre til at Oljefondet risikerer store tap på sin portefølje. 40% av oljefondets midler er plassert i dypt forgjeldede stater som Hellas, Portugal, USA og Japan. Dette er sikkerheten for Norges rikdom. Les mer om dette i markedsrapporten for juli.

DET BLIR EN SPENNENDE SOMMER

Den siste tiden har mediebildet eksplodert med artikler om Hellas og om ringvirkningene av en eventuell konkurs. Mye har skjedd den siste måneden; åpning for ny hjelpepakke fra IMF, ny regjering, en mistillitsvotering, nye sparetiltak og trusler om å trekke støtten fra ulike politiske hold. I tillegg kommer selvsagt de etter hvert sedvanlige massedemonstrasjonene.

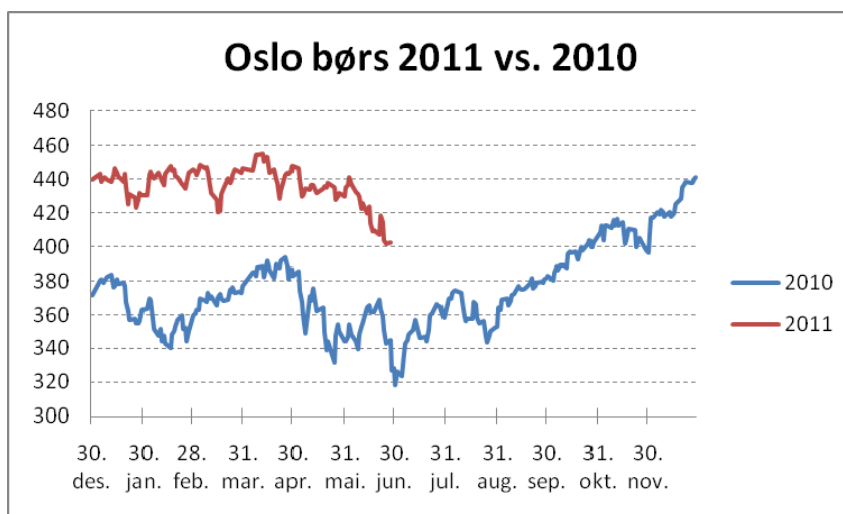
I øyeblikket er utsiktene at den politiske eliten heller mot å utsette problemet enda en gang. Dette er bra i den forstand at vi antagelig slipper å se kraftige fall i beholdningsverdiene også denne sommeren. På den annen side blir selve problemet, gjelden, bare større med tiden. En ny "redningspakke" nå vil være som å provisorisk lappe hull i bunnen av båten mens man seiler bort fra land.



HØST-REKYL?

Hittil har dette året vært påfallende likt fjoråret, og det naturlige spørsmålet å stille seg er om vi også i år vil få en hyggelig rekyl i risikoaktiva på høsten. Rallyet i andre halvår 2010 var skapt av 1) annonsering av nytt tilbakekjøpsprogram fra Fed (QE2), 2) PIIGS-krisen ble "glemt" og 3) Tall som viste bedring i den amerikanske økonomien.

QE2 utløper ved inngangen til sommeren, og selv om den amerikanske sentralbanken har holdt døren på gløtt for å kjøre en ny runde dersom forholdene krever det, er terskelen for dette tydeligvis høy. Dermed ser det ikke ut til at vi kan påregne hjelp fra det holdet. Og dersom "forholdene tilsier det", er det nettopp fordi tilstanden i amerikansk økonomi har forverret seg, noe som gjør at man som aksjeinvestor helst bør håpe på at en slik pakke ikke kommer på plakaten.

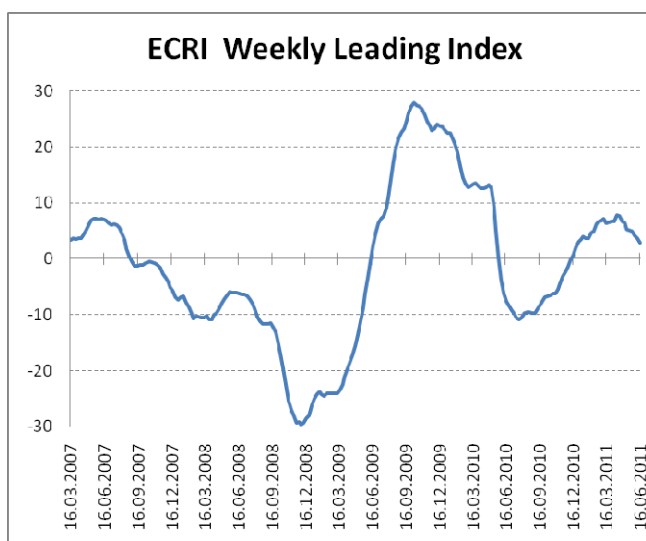


Hva gjelder markedets evne til å glemme PIIGS-problemene, er dette selvsagt ikke noe som kan utelukkes. Man kan argumentere for at noen investorer føler de gikk glipp av rallyet i andre halvår i fjor, og dermed vil disse kaste seg på i frykt for å gå glipp av noe lignende i år. Dette sammen med den menneskelige tilbøyeligheten til å gå lei og fokusere på noe annet, kan således skape en oppgang.

Amerikanerne har et uttrykk som går: "Fool me once, shame on you. Fool me twice, shame on me." I fjor slo markedet seg til ro med at problemet var "ute av verden" etter vedtak av hjelpepakker på samme tid i fjor. I år er forståelsen av at Hellas på ett eller annet tidspunkt må misligholde større, og at "gjeldspakker" kun er en utsettelse. I siste meningsmåling utført av Bloomberg mente 85% av de spurte investorene at Hellas ville gå konkurs. Katta er på mange måter ute av sekken og følgelig er sannsynligheten lavere for at markedet lar seg lure igjen.

Dersom vi får indikasjoner om at veksten i verdensøkonomien igjen begynner å nå gamle takter, vil markedet reagere positivt. De fleste ledende indikatorer ser dessverre ikke veldig lystige ut. Spørsmålet er om det vil overraske nok på oppsiden til at vi får se en markedsoppgang av betydelig størrelse.

Muligheten for en rekyl i andre halvår er til stede, men sannsynligheten for dette ser ikke ut å være overhengende p.t. Det langsiktige bildet for en varig oppgang ser i hvert fall ikke ut til å være på plass.



IKKE SÅ RIKE SOM VI TROR

En ting er umiddelbart logisk for alle: summen av all gjeld og alle fordringer er null. Gjeld eksisterer ikke dersom den ikke har en tilsvarende motpost i form av et tilgodehavende hos en annen part.

Det er bredt akseptert at størsteparten av den utviklede verden er dypt forgjeldet. Denne gjelden vil være hemmende for vekst i fremtiden, da rentene (og kanskje til og med nedbetaling) skal betjenes. Motposten til denne gjelden finner vi stort sett i de fremvoksende økonomiene og i noen råvareproduserende land, deriblant Norge.

Ren logikk tilsier at på samme måte som høy gjeld virker hemmende, skal høy formue virke fremmende. Dette er dermed nok et argument for et skift i den økonomiske makten.

Men, som verden har blitt smertelig klar over i senere tid, er det mange land i verden som har problemer med å betjene gjelden sin. Hellas spiller p.t. hovedrollen, med Irland og Portugal i neste rekke. Disse blir tett fulgt av Italia og Spania og i bakgrunnen lurer problemer både i USA og Japan.

Desto mer gjeldsbelastet de ulike landene blir, desto mindre sannsynlig er det at de vil overholde forpliktelsene fullt ut. Dermed er det faktisk ikke bare de forgjeldede landene som nyter en falsk følelse av velstand, men også kreditorene. Deler av lånene som er ytt og fortsatt ytes er ikke utlån i form av investeringer, men indirekte subsidiering av et lands eksportprodukter. Forskjellene mellom kreditorene og debitorerne vil fortsatt være tilstede, men fordringshavernes velstand hviler i stor grad på velstanden til skyldnerne, og den er antagelig mindre enn de fleste tror.

Den norske staten er en av verdens største fordringseiere gjennom Statens pensjonsfond utland med renteplasseringer på snaut 1200 mrd. kroner (40% av fondet). Det er ønsketenkning å tro at ikke noen av disse fordringene vil bli misligholdt. Det innebærer at deler av de 1200 mrd. vi har til gode er et luftslott.

Oljefondets leder, Yngve Slyngstad, har blitt kreditert med begrepet "avkastningsfri risiko". Et forsøk på å definere avkastningsfri risiko fra vår side er som følger: å låne penger til en stat med a) gjeld tilsvarende 59% av BNP, b) 10% underskudd på statsbudsjettet, c) massive ikke-bokførte forpliktelser og d) som flere ganger har utvist vilje til å undergrave egen valuta og på eget forgodtbefinnende ignorere verdenssamfunnets opinion. Dette til en maksimal nominell avkastning på 4,2% pr. år!

For de som ikke allerede har gjettest hvilke verdipapirer vi omtaler, er dette en beskrivelse av amerikanske statsobligasjoner, som med god margin er den største fordringen til Oljefondet: 172 mrd, i tillegg kommer 35 mrd. lånt til Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae"), som den amerikanske staten er garantist for.

Oljefondets største obligasjonsplasseringer	
Utsteder/Skyldner	Beløp (NOK mrd.)
Amerikanske stat	172,3
Britiske stat	100,4
Italienske stat	60,6
Tyske stat	55,3
Franske stat	55,3
Japanske stat	49,5
Federal Natl. Mortgage Assn. ("Fannie Mae")	35,5
Spanske stat	26,2
European Investment Bank	22,1
Kreditanstalt für Wiederaufbau	18,0

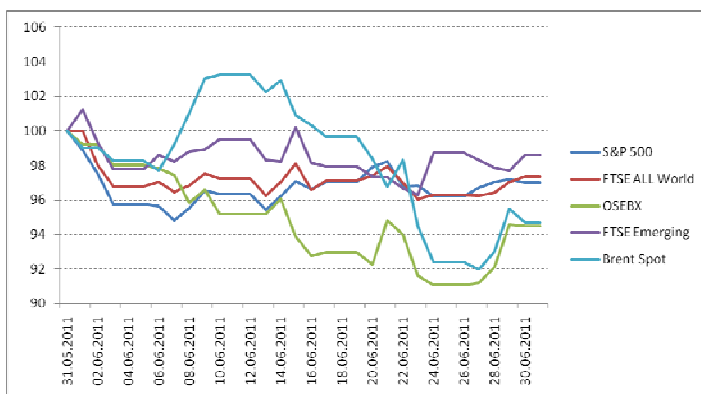
Verdens største fondsforvalter, PIMCO, har allerede tømt sine fond for amerikanske statsobligasjoner. Dette sier mye om deres overbevisning, da dette tilsvarer å forvalte et norsk aksjefond uten Statoil i porteføljen.

Konsekvensen av at forgjeldede stater ikke vil klare å betjene deres lån, vil være en lavere levestandard i disse landene. Det de fleste (og markedet!) ikke har tatt inn over seg enda, er at dette innebærer en nedjustering av levestandarden også i landene som har penger til gode. "Beviset" på dette finner vi ved å se på rentene i obligasjonsmarkedene. Investorer låner gjerne penger til tyske banker og den tyske stat til 3% rente, (som igjen låner pengene videre til grekerne), mens de ikke er villig til å låne grekerne pengene direkte til 20% rente!

Her på berget vil vi greie oss ved å nedjustere handlingsregelen, mens for andre land kan omstillingen bety en fullendt økonomisk krise.

UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500: -3,0 %
 FTSE All World: -2,6%
 FTSE Emerging Markets: -1,5%
 OSEBX : -1,4%
 Olje: -5,3%
 (Alle tall i NOK)

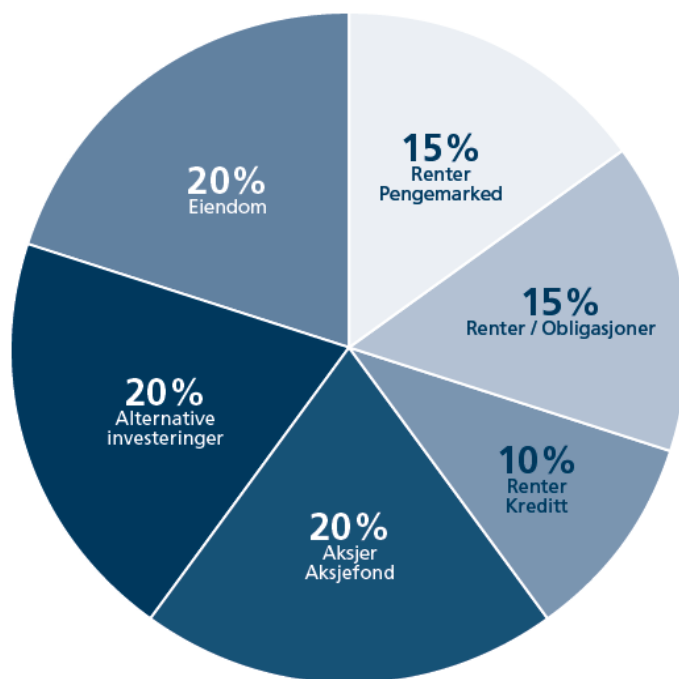


ALLOKERING

Vår anbefalte allokering går uforandret inn i sommeren.

Vi opprettholder vår svake undervekt i aksjer, nøytral vekt innen kreditt, obligasjoner, alternative investeringer og eiendom, og svak overvekt i pengemarked.

Vi ønsker alle våre lesere en riktig god sommer!



VIKTIG INFORMASJON / DISCLAIMER

De fleste grafene i denne presentasjonen er utarbeidet i Bloomberg og baserer seg på kilder som anses som pålitelige. NORCAP garanterer ikke at informasjonen er presis eller fullstendig.

Uttalelsene i presentasjonen reflekterer NORCAPs oppfatning på utarbeidelsestidspunktet, og NORCAP forbeholder seg retten til å når som helst endre syn uten varsel.

Denne presentasjonen skal på ingen måte forstås som en ubetinget anbefaling om kjøp eller salg av finansielle produkter. Eventuelle investeringer må ses i sammenheng med kundens finansielle situasjon og kunnskap og erfaring innen finansielle instrumenter. Enhver investering vil typisk være beheftet med risiko, og verdien av denne vil kunne falle så vel som stige.

NORCAP påtar seg intet ansvar for tap eller utgifter som skyldes forståelsen av og/eller bruken av denne analysen. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte produkter eller underliggende selskaper, og kan kjøpe eller selge slike produkter.