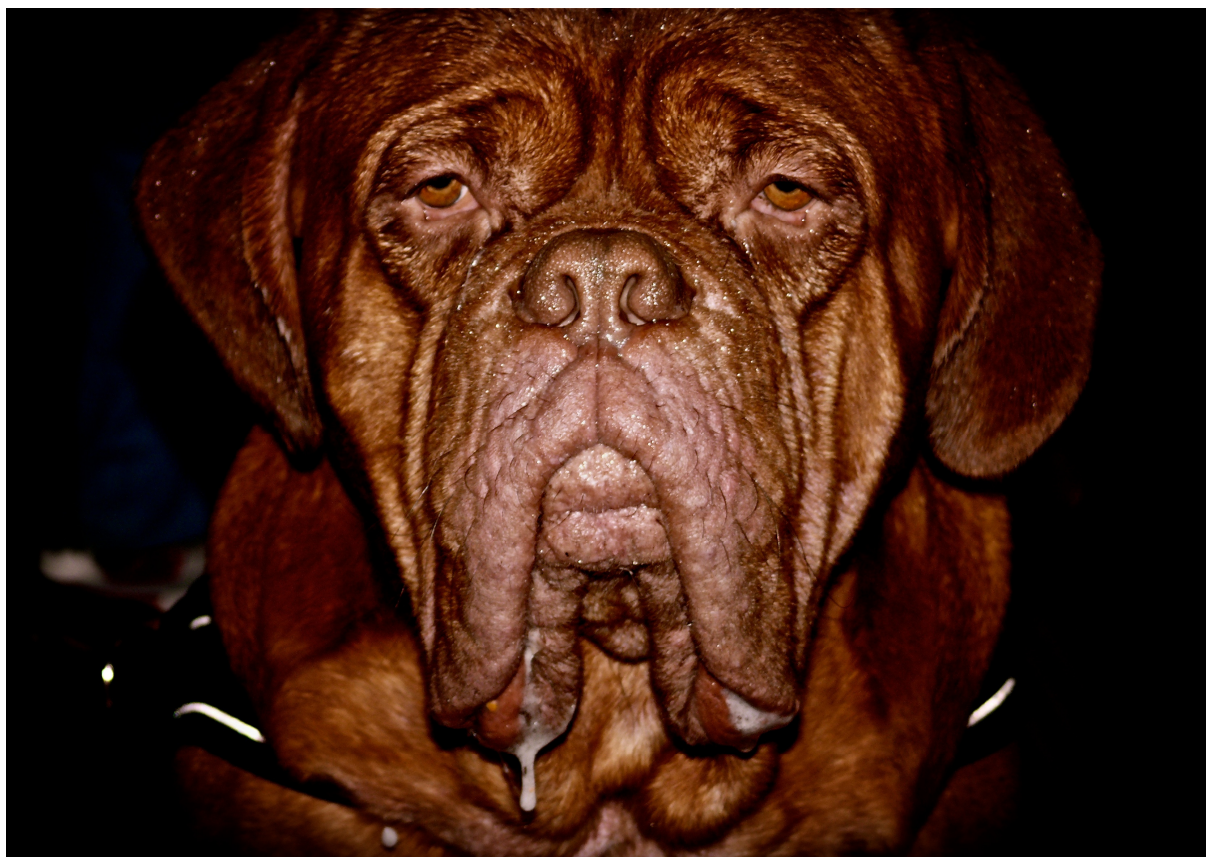


DET HANDLER IKKE OM TRYNEFAKTOR

Investorer og finanseksperter som tror at statsgjeld "fordufter" på grunn av statsledere som går tar grundig feil. At de upopulære herrene Berlusconi og Papandreu forsvinner, er ikke noe trylleformular. Likevel forsetter markedet sitt ekstreme personfokus.



Byråkratene i Berlin, Brussel og Paris greide i løpet av oktober å presse frem en tiltakspakke for den greske gjeldssituasjonen. Den innebar at det som tidligere hadde blitt definert som ikke-aktuelle tiltak, nemlig et "frivillig" kreditortap, likevel ble en del av løsningen. Gleden var stor da noen fikk svi på pungen av gresk gjeld; for en kort stund reiste aksjemarkedene seg fra sine tunge høstdepresjoner, men medisinen varte ikke lenge.

For brått kom nyheten om at den greske regjeringen aktet å legge tiltakspakken ut for en nasjonal folkeavstemning. Det er åpenbart for alle som leser nyheter at den jevne greker nærmest forakter egen regjering, EU, tiltakspakker og bankene som eier gjelden, og derfor var panikken tilbake i markedet. I etterkant av dette greske dramaet, entret et skakk-kjørt Italia scenen og situasjonen førte til at Berlusconi ble presset ut av sin stilling.

Når det gjelder Hellas kan man undres hvorfor den greske statsministeren gjorde det tilsynelatende sinnssyke valg å foreslå en folkeavstemning uten forvarsel. Det er utvilsomt at Papandreu visste at dette ville skape den absolutte furore. En hypotese er at Papandreu, etter det siste toppmøtet, konkluderte slik:

- Dette er ikke nok! De stadige innstramningstiltakene er en møllestein på den politiske hjemmebanen og vil bidra til å sende Hellas inn i en enda dypere deflatorisk spiral, som igjen vil ende med at man får en like håpløs gjeldssituasjon om noen år, bare med mindre velstand.

Derfor ble folkeavstemmings-kortet et forsøk på enten å presse frem forbedrede betingelser fra EU, eller at den sittende regjering skulle slippe å ta ansvar for mottak av hjelpepakken – ved å la folket selv bestemme.

FAST FORWARD

Vi har i en lengre periode hatt som hypotese at den greske velgermassen på et gitt tidspunkt vil gå lei av depresjonen og deflasjonen som følge av alle de statlige sparetiltakene, og velge en ny regjering som er motstander av å "ofre egen befolkning på Euroens alter". Denne prosessen så vi for oss ville ta et par år. Annonseringen av en mulig folkeavstemming, som nå har fremprovosert regjeringsskifte og nyvalg, har i praksis fremskyndet denne prosessen betydelig.

Markedet utviser til stadighet et ekstremt personfokus. Dette er delvis det som innen psykologien kalles "the narrative fallacy", tabben med å feste alt for mye lit til historier som lyder plausible. Det er lett å lage en historie om at bare Berlusconi (eller hvem som helst annen med sviktende tillit) byttes ut, vil alt bli så mye bedre. For øvrig svært sammenlignbart med å bytte ut fotballtrenere. Faktum er at kortene enhver leder for de gjeldstyngede nasjonene har på hånden er så dårlige at situasjonen er nærmest håpløs.

GJELDEN MÅ NED

Tiltakspakken som ble avtalt i oktober løser, i likhet med sine forgjengere, ikke de underliggende problemene. Hellas og de andre syd-europeiske landene har for lav effektivitet, altså for høyt prisnivå. De må gjennom en langvarig nedgangsperiode for å kunne konkurrere på eksportmarkedene, og skatteinngangen vil fortsette å utebli, uavhengig av hvem som sitter ved roret. Luxemburgs statsminister Jean-Claude Juncker uttalte at med tiltakspakken var prognosen at Hellas ville ha en gjeld til BNP-nivå på 120 prosent i 2020 i stedet for 180 prosent. At 120 prosent gjeld/BNP ikke er et bærekraftig gjeldsnivå for Hellas vet egentlig både Juncker og Papandreou. Faktisk var det på dette gjeldsnivået at markedene reagerte og krisen oppstod.

Det største problemet for oss som investorer er imidlertid at gjeldsproblemene ikke bare gjelder Hellas, Irland og et par andre land. Det gjelder så godt som alle. Forskning bl.a. utført av Reinhardt og Rogoff, og senere BIS (se bl.a. <http://www.bis.org/publ/work352.htm>) viser at trendveksten i økonomien faller når man når et nivå av gjeld/BNP på 80-90 prosent. Selv den selv gode tyske staten har gjeld tilsvarende 80 prosent av BNP, og i tillegg enorme forpliktelser knyttet til pensjon av verdens nest eldste befolkning.

SLIK KAN DET GJØRES

Gjelden må reduseres på et eller annet vis. Det er i prinsippet fire ulike måter å gjøre dette på: Ved gradvise kutt og innstramninger, trykking av penger med påfølgende inflasjon, å erklære seg konkurs eller å vokse seg ut av problemene.

En undersøkelse fra 2010 utført av McKinsey Global Institute viste at gradvise innstramninger har vært den vanligste måten å komme seg ut av en gjeldskrise på. Av 32 observasjoner ble dette løsningen i 16 av tilfellene. Å kvitte seg med gjeldsproblemene gjennom økonomisk vekst var det kun ett registrert tilfelle av i denne undersøkelsen.

Med all sannsynlighet vil de neste årene innebære kutt og gjeldsnedbygging i både offentlig og privat sektor. Dette vil påvirke økonomisk vekst negativt og legge press på prisen til aksjer og eiendom. Således ser det ikke ut til at det neste store bull-markedet vil komme i nær fremtid. I gjennomsnitt varte innstramningsperioden i hele 7 år før gjelden var tilbake på et bærekraftig nivå.

Gjeldsnedbyggingen er nå så vidt i gang i bankvesenet. For å redde bankene rammet av Euro-krisen har det blitt satt krav om at kapitaldekningen i bankvesenet i Europa må styrkes. Dette kan gjøres på en av to måter; hente inn egenkapital eller redusere låneboka. Siden prisingen av bankaksjer nå er lav må det selges et stort antall aksjer i et relativt tørt egenkapitalmarked for å hente inn tilstrekkelig kapital. Dette innebærer en massiv utvanning av eksisterende aksjonærer, og følgelig ønsker ikke bankene å gjøre dette. Det eneste farbare alternativet er da å redusere bankenes utlån. Dette gjøres ved å slutte å gi lån til nye kunder og begrense refinansiering av eksisterende lån (jfr. DNB). Europeiske banker har annonsert at de planlegger å redusere sine lån med 775 milliarder euro de neste to årene (et tall de nok heller vil underdrive enn overdrive). Prisen på kapital, markedsrenten, må påberegnes å stige.

SOSIALE KONTRAKTER RASERES

En stor del av de ulike statenes gjeldsforpliktelser består av pensjoner og andre sosiale ytelser. For å oppnå solvens på sikt, må disse forpliktelsene reforhandles, slik vi har sett i Hellas.

Dette skjer selvsagt ikke uten sterke protester og politisk omveltning. Det er vanskelig å se for seg hvordan en slik konfiskering av verdier hos de brede massene skal kunne skje uten at også kapitaleierne bidrar med å dekke regningen. Økt skattlegging av kapital er et sannsynlig scenario. Utveien fra den nåværende gjeldssituasjonen vil således kreve at den sosiale kontrakten skrives om for både fattig og rik.



I USA protesterer "Occupy Wall Street"-bevegelsen mot at 1 prosent av befolkningen eier 35 prosent av velstanden, og har kapret all velstandskning de siste 30 årene. Middel- og arbeiderklassen føler seg snytt fordi bankene ble reddet med deres skattepenger og høytlønnede finansfolk beholdt jobben. Motytelsen, som skulle være generell økonomisk vekst og arbeidsplasser, har uteblitt. Dersom arbeidsplasser fortsetter å utebli, vil krav om refordeling av velstanden bli stadig sterkere. Høyere skattenivå og omfordeling er paradoksalt nok også veksthemmende, og overgangen til en mer "skandinavisk" modell vil være smertefull og krevende.

KRAMPETREKNINGER I FINANSBRANSJEN

Gjennom finanskrisen i 2008 var store deler av norsk økonomi relativt upåvirket. Ett klart unntak til dette var finansbransjen.

Høsten 2011 er det igjen uro i finansmarkedene. Transaksjonsmarkedet innen lukrative corporateoppdrag er knusktørt, og megling av aksjer lider av lavt volum og økende konkurranse fra nettmeglere. Internasjonalt har alle de store investeringsbankene varslet bemanningskutt på flere tusen årsverk. I tillegg søker sparekunder enklere og rimeligere spareprodukter. Konklusjon; finansbransjen sulter.

Men bransjen er kjent for sin oppfinnsomhet, og svaret på hva man skal gjøre når oppdragene ikke kommer inn døren er selvsagt: å lage nye spennende produkter og tjenester som bransjen kan tjene penger på. Desperasjonen i bransjen etter inntekter har dermed ført til at noen investeringsprodukter som aldri burde sett dagens lys tilbys i markedet. Et eksempel på dette er aksjefondslignende strukturer i form av AS, med et eller annet "spennende" forvaltningsmandat. Argumentasjonen for å opprette disse selskapene er ofte at disse kan kjøpe verdipapirer som er mindre likvide, og at selskapene kan unngå

diversifiseringsreglene og belåningsbegrensningene (les: ta mer risiko) enn tilsvarende åpne verdipapirfond. Hendig nok er også kostnadsnivået for investorene i slike lukkede strukturer høyere enn i fond. Som eksempel kan nevnes et nylig børsnotert selskap som har som formål å investere i finansaksjer og egenkapitalbevis. Investorene endte opp med en kostnad på ca. 20 prosent av den nyinnhentede kapitalen. Det er vanskelig å se for seg hvordan dette kan være en god deal for investorene.

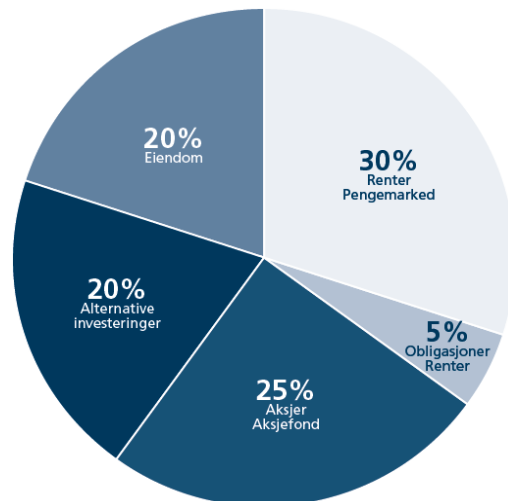
Man bør alltid være skeptisk når det dukker opp spennende nye produkter som markedsføres aggressivt av finansbransjen. Og det er enda større grunn til dette i tider der finanshusene ikke har ordinære oppdrag. Da kan oppfinnsomheten bli i største laget.

ALLOKERING

Etter de siste ukenes kursoppgang i aksjemarkedene er vi igjen på prisingsnivåer vi hadde før sommeren. Da anbefalte vi kundene våre å være undervektet i aksjer. Vi har imidlertid valgt å beholde nøytral vekt i aksjer nå. Dette med bakgrunn i at nervøsiteten i høst har vært ekstremt høy, noe vi tror vil avta, med påfølgende løft i aksjekursene. I tillegg er rentealternativet enda dyrere enn i våres (enda lavere renter!), noe som taler for mer aksjer. Vi tror også de ulike EU lederne finner frem den finansielle gaffa-teipen og lapper sammen en midlertidig løsning en gang til.

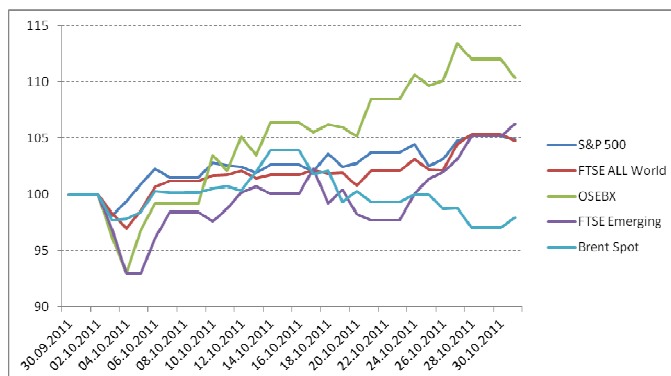
Lange renter er fortsatt ekstremt lave og differansen mot korte renter er så liten at det gir lite incentiv til å gå lenger ut på planken. Vi opprettholder derfor en undervekt i obligasjoner, og en overvekt i pengemarked.

Ettersom vi som nevnt forventer lite tilbud av lån fra bankene, og den tidligere mye omtalte "forfallsveggen" innen high yield i 2012 kommer stadig nærmere velger vi å holde oss ute av kredittobligasjoner enn så lenge.



UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500:	4,9 prosent
FTSE All World:	4,8 prosent
FTSE Emerging Markets:	6,2 prosent
OSEBX :	10,3 prosent
Olje:	-2,0 prosent
(Alle tall i NOK)	



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.