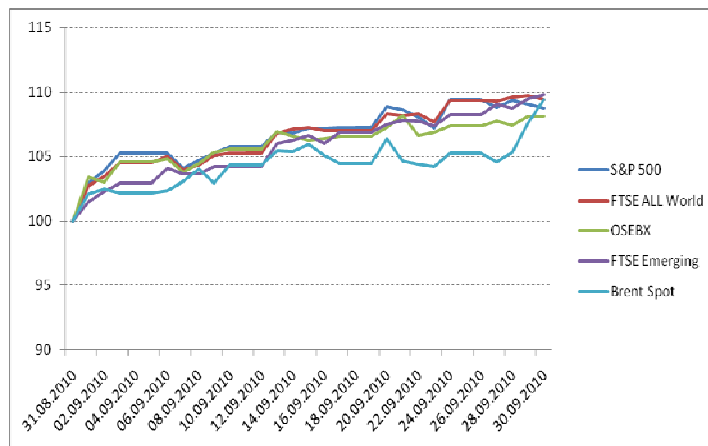


UTVIKLING SIST MÅNED

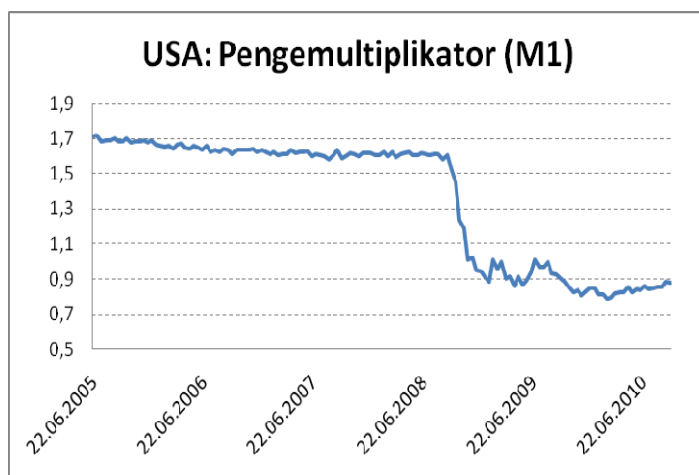
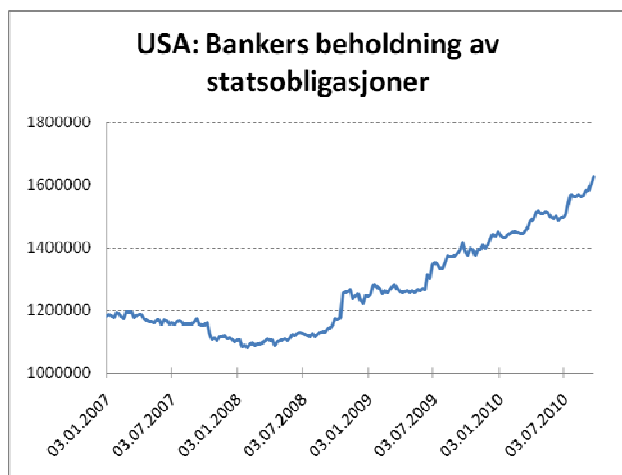
- **S&P 500: 8,8%**
- **FTSE All World: 9,5%**
- **FTSE Emerging Markets: 9,8%**
- **OSEBX : 8,2%**
- **Olje: 9,4%**

Aksjemarkedene globalt hadde sin beste september måned siden andre verdenskrig og steg kraftig etter fallet i august. Oppgangen var trigget av makrodata fra USA i kategorien "ikke så dårlig som forventet" og gode tall fra Kina. Imidlertid har heller ikke dataene vært så sterke at man kan avblåse resesjonen helt, og forsvaret ikke i seg selv en så stor oppgang.



"QE2" - DEFLASJON ELLER INFLASJON?

Den amerikanske sentralbanken åpnet for ytterligere tilbakekjøp av statsobligasjoner og andre lån. Dette ble raskt døpt til QE2 – Quantitative Easing 2, selv om ingenting er vedtatt enda.



Et vesentlig spørsmål er om tilbakekjøp av statsobligasjoner, også kalt pengetrykking, i det hele tatt vil ha en effekt.

Etter finanskrisen har utlån fra amerikanske banker falt markant. Årsaken til dette er at låntagerne ikke ønsker eller er i stand til å betjene mer lån, men snarere å redusere gjeldsgraden sin. I tillegg, etter at styringsrenten har blitt satt til praktisk talt null, er det blitt god butikk for bankene å plassere midlene de kan låne i sentralbanken i statsobligasjoner med lenger løpetid. Slik fungerer nullrentepolitikken i praksis som en ren subsidie til bankvesenet der staten låner billig ut til bankene og låner pengene tilbake til en høyere rente.

Effekten av dette er at pengemultiplikatoren har kollapset. Tidligere skapte hver dollar Fed trykket 1,60 dollar i bankvesenet, mens den nå skaper 0,90!!!

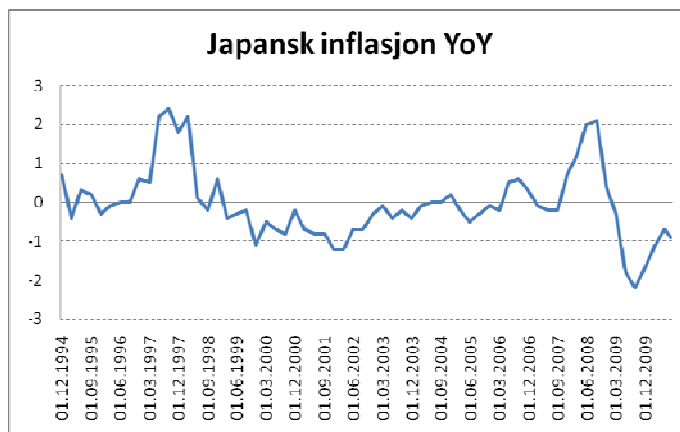
De nytrykte pengene kommer altså ikke i sirkulasjon. Det virker som Bernanke må bokstavelig talt slippe penger fra helikopteret sitt for å øke den effektive pengemengden og dermed inflasjonen (som de offisielt egentlig ikke ønsker noe særlig av). Han kan prøve å avhjelpe situasjonen noe ved å kjøpe tilbake stadige mengder statsobligasjoner, til slutt vil det nok bite, men i det kortere perspektivet ser det ut til at de lange rentene utrolig nok skal falle videre. Vi er fortsatt overbevist om at det endelige utfallet vil bli at de ulike statene ønsker å trykke penger for å tilbakebetale sin gjeld med verdiløse papirpenger, altså at vi på et eller annet tidspunkt vil komme til en inflatorisk spiral.



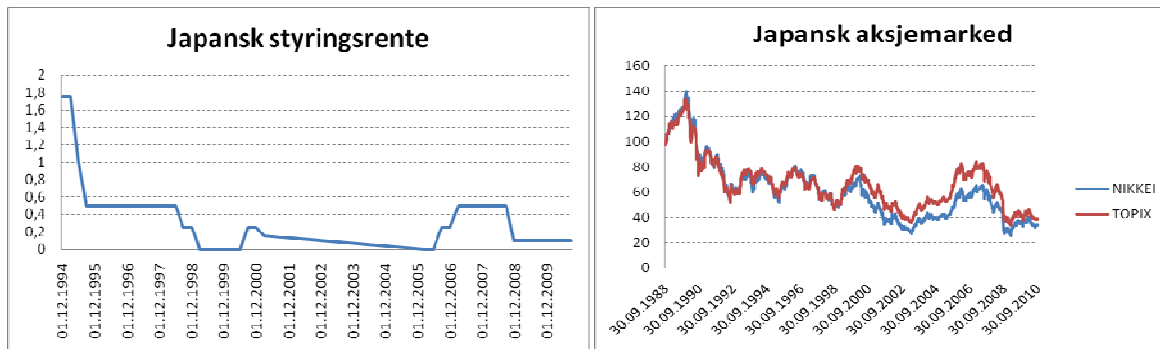
Spørsmålet er når inflasjonen vil ta over for det deflatoriske miljøet vi nå befinner oss i. Dette vil legge sterke overordnede føringer på vårt syn på aktivallotering. Inntil trenden snur og bankene begynner å låne ut penger til privat sektor igjen, vil det være sterk motvind for aksjer. Foreløpig er det lite som tyder på at det vil skje veldig snart.

VALUTAKAPPLØP

Den japanske sentralbanken har vært den mest aggressive innenfor ukonvensjonell pengepolitikk. Kanskje ikke så rart når Japan har hatt deflasjon stort sett kontinuerlig i 10 år uten at en nullrente politikk har hatt noe effekt. Årsaken til dette er mye av det samme som vi ser i vesten i dag. Gjeldsnedbygging i etterkant av en lånefinansiert (eiendoms)boble. Resultatet har vært 20 år med økonomisk stillstand og et aksjemarked som er en fraksjon av sine gamle verdier. Leksen fra Japan er at gjeldsnedbygging kan ta lang tid.



Styrkingen av Yenen den senere tiden har ødelagt konkurranseevnen av den viktige japanske eksportindustrien, og den japanske sentralbanken valgte å selge yen i valutamarkedet. Dette tilsvarer å rope "innta plassene" i et internasjonalt devalueringsskappløp, som de selv hevder de ikke ønsker å delta i. Alle vet imidlertid hvor fristende det er å kunne eksportere seg ut av krisen, så hvor mange som tror på dette er vel begrenset.



Kineserne er allerede i debatt med amerikanerne angående den kunstig lave valutaen. Amerikanerne ønsker seg en lavere dollarkurs for å kunne eksportere seg ut av elendigheten, det samme gjør tyskerne, koreanerne, brasilianerne, sveitserne osv. (Se NORCAP markedsrapport Mars 2010). Problemet er dersom alle forsøker å senke sin valutakurs vil valutakursen stå stille. Slike kurser er jo relative bytteforhold.

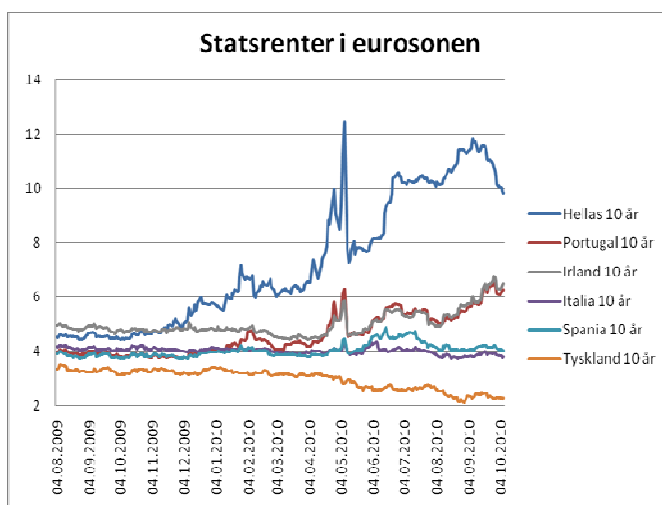
Det mest interessante ved dette er at det kan utvikle seg til å bli unnskyldningen som sentralbankene trenger for å trykke penger i en skala som er stor nok til at det får reel betydning. Dette vil kunne trigge ny (i hvert fall nominell) oppgang i aksjemarkedene. Et alternativt utfall er at verdenshandelen vil falle på bakgrunn av proteksjonisme og tollbarrierer. Utfallet kan altså bli svært binært.

HVA SKJEDDE MED GJELDSKRISEN?

Gjeldskrisen i den perifere eurosonen pågår stadig, selv om fokuset i media har forsvunnet etter sommeren. Fokuset har nå skiftet mer over på Irland som har store problemer med å betale for gjelden som har blitt bygget opp i forsøket på å bli et nytt finanssentrum.

Samtidig har Kineserne i likhet med det norske oljefondet kjøpt greske statsobligasjoner i stor skala. I motsetning til oljefondet har kineserne som alltid en kløktig plan. Ved å låne ut disse pengene gjør de det mulig for greske shippingsselskap å bestille skip fra greske verft. Samtidig er de jo klar over at mer problemer i eurosonen vil ødelegge et av deres viktigste eksportmarkeder og at svak euro gjør deres egne varer mindre konkurransedyktige. Det hele virker jo som et forsøk på gjøre en reprise av forholdet mellom USA og Kina de siste 10 årene.

Den politiske viljen til å gjøre upopulære innstramninger later til å være til stede, men det er særdeles vanskelig å gjennomføre på den skalaen det her er snakk om. Selv med redningspakker og kinesiske støttekjøp fremstår ikke situasjonen som så mye mer bærekraftig enn tidligere i år.



DOBBELDIPP AVLYST

Alle som mente det var fare for en dobbeldipp har nå blitt erklært skammelig feil. Den amerikanske komiteen for fastsettelse av økonomisk sykler (Ja, det finnes faktisk!) vedtok at resesjonen som begynte i desember 2007 opphørte i juni 2009. En ny nedtur vil derfor være de facto en ny resesjon og ikke en dobbeldipp. Det er mange grunner til at dobbeldipp resesjon er sjeldne...

ALLOKERING

En ting er at det formelt er vedtatt at resesjonen er over, det viktige spørsmålet er om det er riktig å gå inn i aksjemarkedet igjen. Fraværet av dårlig nytt medførte at markedet priset seg opp betydelig.

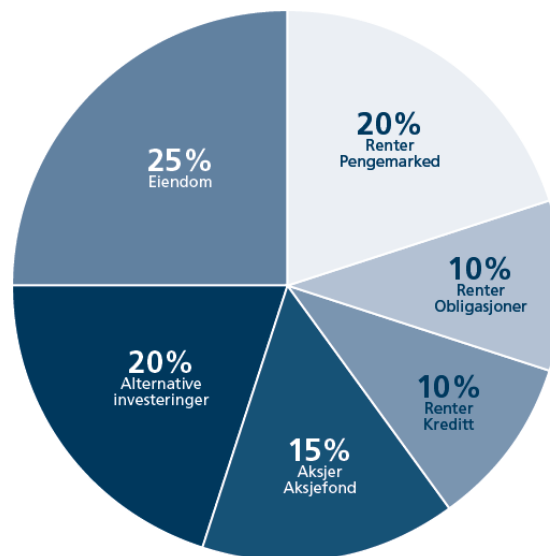
Det er nå flere ting som taler for å vekte seg opp i aksjer. Det ser ut til at nivået for makroøkonomiske data er stabilisert, om enn på et relativt lavt nivå. Pengetrykking som resultat av valutakrig vil gjøre slike aktiva mer attraktivt enn renter på sikt. Verdsettingsmessig ser ikke aksjemarkedene spesielt skremmende ut.

Det som taler mot er de større strukturelle utfordringene som står foran oss. For det første vil effekten av innstramning av statsbudsjettene gi virkninger i økonomien på kort sikt. For det andre er vi fortsatt overbevist om at nedbygging av kreditt vil være en sentral driver av aktivapriser fremover. Som vi har sett i Japan kan denne prosessen ta lang tid. Vendepunktet vil komme, men tidspunktet er enda ikke modent.

Vi velger derfor å opprettholde vår lave aksjeandel til fordel for rentepapirer inntil det faktisk foreligger beviser for at tidene har snudd.

Til gjengjeld gir kredittmarkedet stadig godt betalt, med en større grad av sannsynlighet. Kredittmarginene har gått noe inn i takt med aksjemarkedene, men nivået er fortsatt komfortabelt. I tillegg skyldes inngangen i spreadene at mange selskaper har fått sin kredittrating oppjustert. Vi beholder derfor vår overvekt i dette segmentet inntil videre.

Med lavt rentenivå og godt yieldgap er eiendom etter vår oppfatning et riktig sted å investere nå. I tillegg gir denne realinvesteringen svært god inflasjonsbeskyttelse for fremtiden, og vi beholder overvekten også her.



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 investors 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.