

### PÅ VEI TIL SLAKTEBENKEN

I januar skrev vi "déjà vu" og hadde kriseåret 2007 i tankene. Denne observasjonen er nå sterkere enn noen gang fordi vi på nytt ser at banker og land er på vei til slaktebenken.



En slakter fra Portugal

Etter den siste tidens tiltagende uro i finansmarkedene er det udiskutabelt at vi nå er inne i en ny finanskriser. Aksjemarkedene er kraftig ned i år, kredittmarginene har økt, kronen har mistet piffen og lange renter har falt fra allerede lave nivåer samtidig som usikkerheten er enerådende.

Dessverre er det en grunn til at folk er redde. Det er vanskelig å se hvordan eurokrisen skal kunne løses uten en betydelig mengde økonomisk smerte.

Dersom Hellas skal unngå konkurs, må de sende økonomien inn i en depresjon som igjen vil gjøre betjeningen av gjelden enda vanskeligere. Staten får ikke inn nok av de nye skattene, og det hjelper heller ikke på skattemoralen at pengene oppleves å gå rett til "feite tyskere og arrogante franskmenn".

Den enkleste måten for Hellas å få en viss konkurransedyktighet på er å innføre en ny og billigere valuta. Men kostnadene ved en uttreden av Euroen er beregnet til å bli enorme både for Hellas og resten av unionen. Det finnes heller ingen klausul eller mekanisme i avtaleverket for behandling av en uttreden fra Euroen. I tillegg ser Tyskland, som har en meget eksportdrevet økonomi, seg tjent med å ha noen svake ledd med i unionen for å forhindre at Euroen blir for sterk.

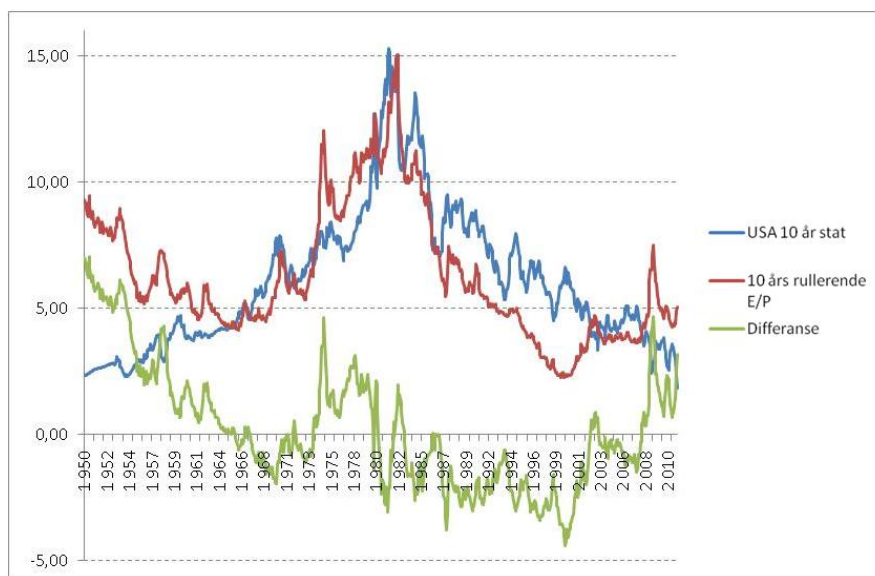
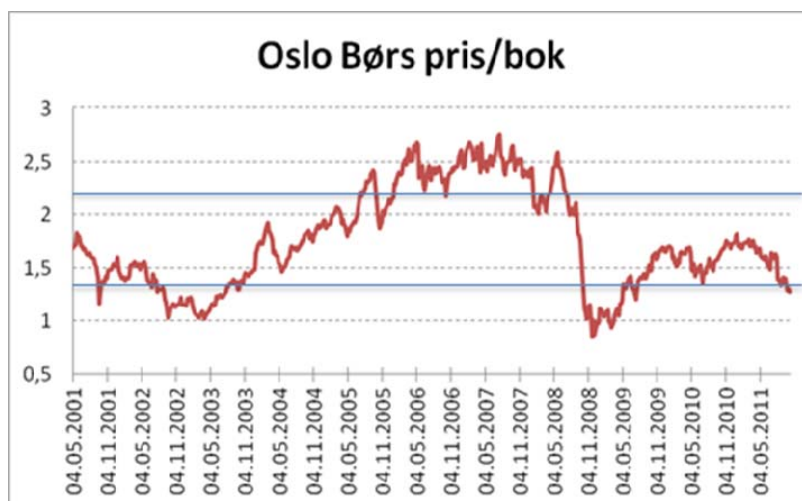
Kort sagt er det ingen enkel løsning på problemet. Sean Egan, som er en av verdens beste kredittanalytikere, anslår at nedskrivningen av den greske gjelden må være på 90% for at ikke Hellas skal gå konkurs, ikke 50% som er den allmenne oppfatningen i markedet i dag. I tillegg vil det ligge en forventning hos Irland, Italia, Spania og Portugal om å få en gjeldsettergivelse hvis Hellas får det, noe som vil medføre enorme ringvirkninger i banksystemet.

Utover bankkrise i Europa er det flere og flere indikasjoner på at veksten i den amerikanske økonomien i beste fall blir lav, sannsynligvis negativ. Da gjenstår Kina som den siste livbøyen for verdensøkonomien. Vi får krysse fingrene for at den kinesiske boligboblen ikke sprekker. Kort sagt er utsiktene mørke.

Det hyggelige med en slik situasjon er at det er i slike tider virkelig gode investeringsmuligheter oppstår.

Prisene på aksjer er nå på lave nivåer. Eksempelvis er pris/bok nivået på Oslo børs nå ca. 1,3 (OSEBX = 350), hvilket er under det populære Hermanrud-båndet. Ser vi på historien, har dette vært et gunstig tidspunkt å kjøpe aksjer på.

I det amerikanske aksjemarkedet viser den rullerende 10-års avkastning fra aksjer sammenlignet med avkastning fra 10-års statsobligasjoner at aksjer er på sitt billigste nivå siden midten av 70-tallet! Før denne perioden må vi helt tilbake til slutten av 50-tallet for å finne en periode der amerikanske aksjer ga så høy avkastning sammenlignet med statsobligasjoner. En delvis forklaring på det er selvsagt det ekstremt lave rentenivået. Ser vi heller på det absolutte PE-nivået i dag, må vi tilbake til begynnelsen av 90-tallet for å finne tilsvarende prisnivå utenom finanskrisen.



På tross av at prisen på aksjer er lavere enn på lenge, opprettholder vi vår nøytrale vekt i aksjer. Som vi erfarte høsten 2008 kan prisen fortsatt bli lavere (Oslo Børs falt helt til pris/bok = 0,9, tilsvarer ca. OSEBX = 240 i dag). Slik verden er i dag er det først når vi ser ekstremt lave aksjepriser at vi vil anbefale våre kunder å ta en overvektsposisjon i aksjemarkedet.

### SE OPP FOR RENTEFELLA!

5- og 10-års rentene har falt til de laveste nivåene vi noen gang har sett. Rentene er så lave at bankene tilbyr 10-års fastrentelån så lavt som 4,25% p.a.! Vi mener at skiftet vi ser i verdens finansmarkeder vil gjøre dette til en dårlig forretning for bankene og en god forretning for låntagerne. Myten om at fastrentelån kun er egnet for svake lånetagere er overmoden for revisjon.

En vanlig oppfatning er at Norges Bank styrer markedsrentene helt og holdent. Faktum er at sentralbanken kun setter den nedre grensen for hva renten kan bli i markedet.

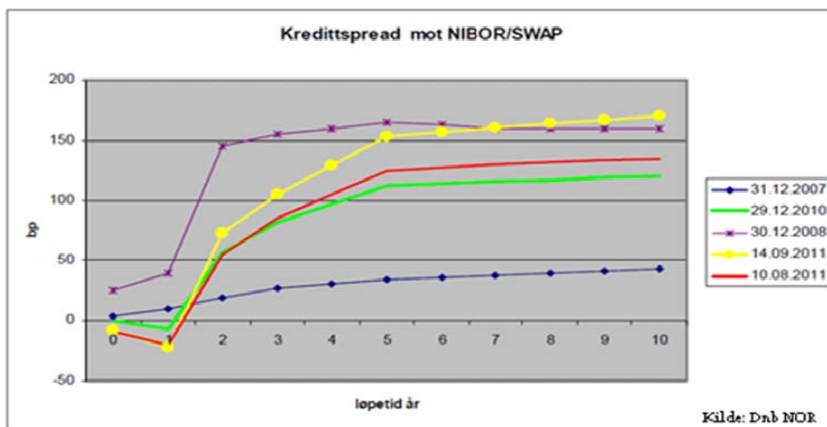
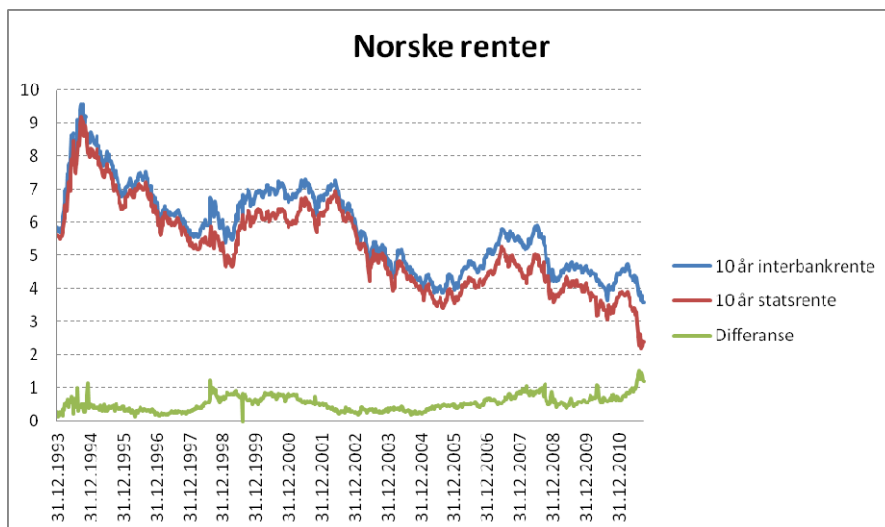
I et normalt tilfelle låner bankene til den offisielle renten pluss en rentemargin. Dette påslaget var frem til høsten 2008 ekstremt stabilt (og lavt!). Under finanskrisen gikk marginen i været for så å

falle tilbake, men ikke helt til gamle nivåer. Med en europeisk bankkrise utenfor stuedøren har også de norske bankene merket at det har blitt vanskeligere å få tak i finansiering. Dette har resultert i en markant økning av marginen bankene må betale for sine innlån (fra tidligere nivåer på 0,5% – 1,0% til nå 1,0 – 1,5%).

For å hindre at en 2008-situasjon skal oppstå igjen har myndighetene innført nye reguleringer for å styrke bankene. Disse har fått navn som BASEL III, SOLVENS 2 og lignende. Disse reguleringene vil medføre at utbudet av lån blir mindre, hvilket vil drive opp rentepåslagene, og prisen (renten) på lån. På toppen av dette har vi et europeisk banksystem som må rekapitaliseres, hvilket også fører til utlånsstopp. Når ingen vil låne ut penger blir rentene høye uansett hva sentralbanken gjør. Disse kostnadene vil veltes over på kundene, slik at vi kan få en fremtid med høye renter og lite utlånsvillige banker.

Et annet argument for å låne fast og plassere flytende er at renten har en absolutt nedre grense på null, og en reell nedre grense som antagelig ligger noe over dette. Det ekstremt lave rentenivået vi ser nå forandrer rentespillet på en fundamental måte. Rentene kan stige mye, men har liten nedside.

At økt inflasjon globalt sannsynligvis er myndighetenes ønskelige måte å komme ut av den vanskelige situasjonen vi nå er i, er rimelig klart. Spørsmålet er om de faktisk greier det gitt den store deflatoriske effekten nedbyggingen av gjeld har. Skulle de få det til, vil selvsagt en 10-års rente på 4-tallet se ut som



en vits. Slike renter vil da være tosifrede.

Også scenarioet der verden går inn i en oppgangsfase vil medføre høyere renter. Sentralbankene vil sette opp sine renter, og disse økningene vil trolig bli større enn inngangen i kredittmarginene – altså stigende renter.

Kort oppsummert: dersom verden går inn i en ny vekstfase vil plasseringer i obligasjoner med lang løpetid være en katastrofe. Og dersom ragnarok er fremtiden vil utgangen i kredittpåslag drepe avkastningen. Er du lånetaker derimot, fremstår lån med fastrente (5-10 år) som meget gunstig på dagens nivåer. Renten på fastrentelån som bankene tilbyr kundene sine i dag er lavere enn hva de selv må betale for et tilsvarende lån. Bankene gambler på at marginene skal gå tilbake til tidligere nivåer. Vi får se hvem som får rett.

## ØKT EGENKAPITALKRAV ER GUNSTIG FOR FØRSTEGANGSKJØPERE

Det opphetede boligmarkedet har lenge vært en hodepine hos Norges bank og Finanstilsynet. Med effektene av boligpriskollapsen i USA ferskt i minne har det vært et mål å dempe den sterke boligprisveksten her hjemme. Tidligere har renteverktøyet blitt tatt frem som den fremste måten å bekjempe økte boligpriser på. Vi har tidligere argumentert for, og fortsetter å mene, at boligmarkedet er mindre rentesensitivt enn mange mener, og at de renteøkninger som skal til for å dempe boligprisveksten i samme moment vil skape forstyrrelser andre steder i økonomien. Årsaken til dette er at renteøkninger rammer ikke bare de som er aktive i boligmarkedet (kjøpere og selgere), men også boligeiere med lån som aller nødigst vil erklære fallitt og flytte til noe billigere (de kutter heller ned på annen forbruk).

Til store protester fra representanter fra unge og førstegangskjøpende, ble det denne måneden innført regler om 15% minimum egenkapital ved boligkjøp. Vi kan selvsagt forstå frustrasjonen til alle som skulle til å kjøpe sin første bolig og nå må utsette kjøpet. Vi mener at innstrammingen er til gunst for nettopp de som ikke eier bolig i dag, men som planlegger å kjøpe bolig i fremtiden. For hvorfor har det blitt så vanskelig å komme seg inn på boligmarkedet i utgangspunktet? Fordi prisveksten på bolig har vært langt høyere enn lønnsveksten de siste årene.

Når du øker belåningen i et marked, inkludert boligmarkedet, vil prisene stige. Den finansielle liberaliseringen som har funnet sted, hvor et typisk lån har gått fra 60% av kjøpesum og 25 års nedbetaling til 90% og avdragsfrihet, har skapt en vekst i boligmarkedet som langt overgår den i økonomien for øvrig. Reverseringen av denne trenden vil legge en brems på boligprisutviklingen og på den måten gi lønningene en sjanse til å ta igjen litt av det tapte, hvilket vil gi fremtidige førstegangskjøpere en lettere inngangsterskel.

### ALLOKERING

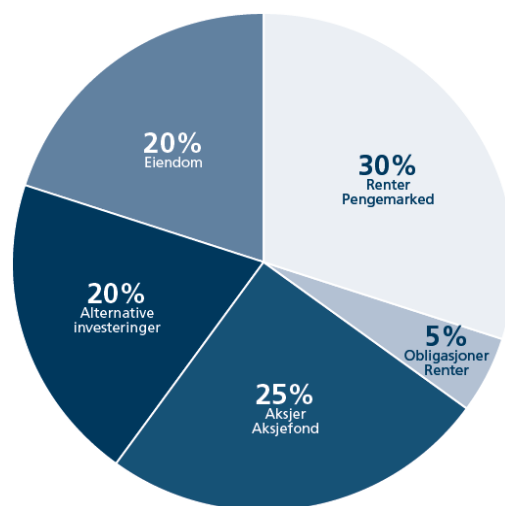
Vi har tidligere redegjort for menneskers generelt dårlige evne til å forutse fremtiden. Forhold som man ikke kan se på forhånd kan fundamentalt endre begivenhetenes gang. Det eneste man vet sikkert er tingenes tilstand i dag. Derfor velger vi å fokusere mest på pris og mindre på fremtidsutsikter i vår vurderinger av hvilke aktivaklasser som gir best risiko/avkastningsforhold.

Vi velger derfor å holde vår aksjevekt på nøytral innen aksjer. (Vi vektet opp fra undervekt i september.) Prisene er som nevnt lave. Ti strake uker med netto uttak fra aksjefond rettet mot emerging markets har nok bidratt til fallet i disse markedene.

Investeringer i obligasjoner med lang rentedurasjon og høy kredittkvalitet er det nesten umulig å få god avkastning fra. Dermed undervekt vi lange obligasjons plasseringer til fordel for mer penger i pengemarkedet.

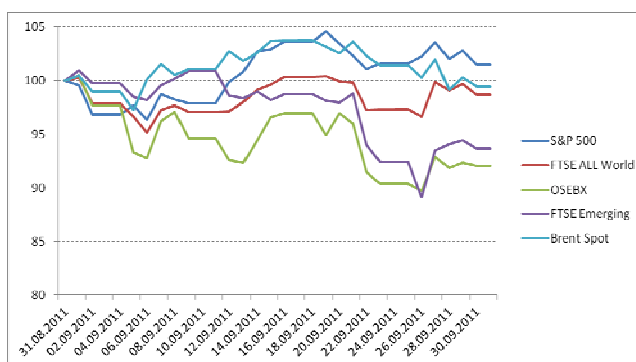
Kredittmarkedet (obligasjoner med middels til høy risiko) er etter vår oppfatning fortsatt ikke friskmeldt. Prisene har korrigert ned de siste månedene, men det er fortsatt mer rom å falle på, og oppsiden er begrenset. Vi velger derfor å unngå kreditt i porteføljen inntil videre.

Vi opprettholder nøytral vektning innen eiendom og alternative investeringer (PE/Hedge og lignende).



### UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500:	1,5%
FTSE All World:	-1,3%
FTSE Emerging Markets:	-6,3%
OSEBX :	-8,0 %
Olje:	-0,6%
(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.