

Krisen inntar den iberiske halvøy



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned & 2012

Vi ser en positiv trend i forhold til markedet i tiden som kommer.

[Klikk her for å lese mer →](#)

Som et ustoppelig tog har eurokrisen nå nådd den iberiske halvøya. Mens Portugal allerede er for konkurs å regne vil det være verre å takle problemene i store Spania. Samtidig som det endelige oppgjøret rykker stadig nærmere søker investorer etter avkastning ved å påta seg stadig mer risiko. [Klikk her for å lese mer →](#)

Markedsrapporten til Norcap tar opp aktuelle tema som preger den økonomiske utviklingen, og som Norcap mener vil påvirke investeringsklimaet. Her vil også Norcaps anbefalte aktivaallokering presenteres. Markedsrapporten sendes ut månedlig.

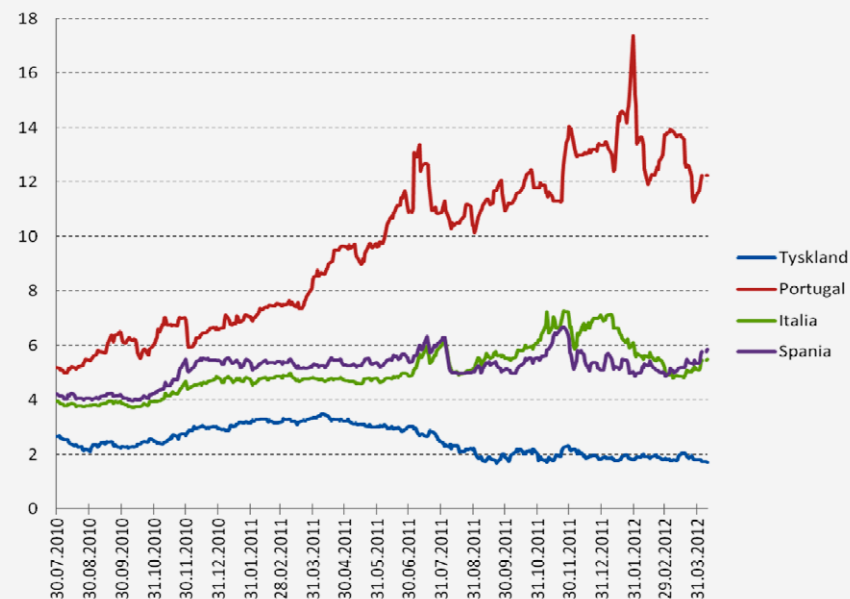
Svarte natta på den iberiske halvøy

Etter et par måneder i dvale er krisen i eurosonen programmessig tilbake i finansmarkedenes fokus. Denne gangen har fokuset, ikke overraskende, forflyttet seg til den iberiske halvøy, altså Portugal, og langt viktigere, Spania.

Fra den behagelige situasjonen hvor risikovilligheten var høy og det var påfallende lite euro-stoff i pressen har rentene på statsobligasjoner til de perifere eurolandene igjen begynt å stige. For Portugals del ligger rentene på rundt 12%, hvilket selvsagt er godt over ethvert nivå som kan betjenes, og tilsvarende nivået greske statsrenter var på for ett år siden. Statsgjelden er på 93 prosent av BNP, eller 2,2 ganger statens inntekter, og det vil si at uten en bedring i situasjonen må man bruke ca. 30 prosent av statsbudsjettet på renter alene. Den portugisiske økonomien krymper, og i tillegg må det innføres nye kutt for å dempe det store underskuddet på statsbudsjettet som utgjør nesten 10 prosent av BNP. Dette vil ytterligere forverre en allerede fortvilet økonomisk situasjon. Hele historien minner mistenkelig om den greske tragedien vi har sett utspille seg, og det kreves et mirakel for at dette skal kunne løse seg uten en form for restrukturering.

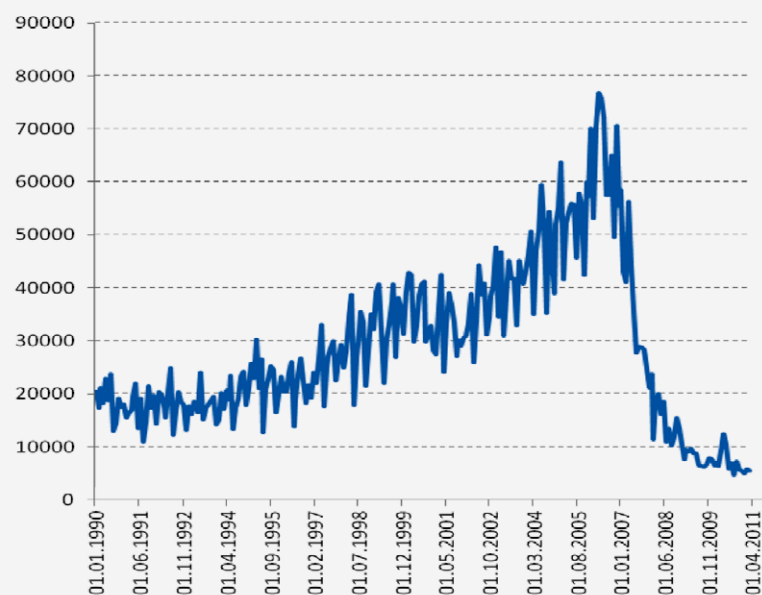
Spania derimot ser på papiret langt sterkere ut. Statsgjelden er på 68 prosent av BNP, hvilket er bedre enn «solide» land som Frankrike (82%) og Tyskland (81%). Dette kan få en til å undre på hvorfor Spania i det hele tatt er i obligasjonsmarkedets søkelys.

Rente på 10 års statsobligasjoner



For det første er gjeld/BNP-graden hurtig voksende, siden telleren i brøken er økende og nevneren er fallende. Økonomien er anslått til å krympe med et sted mellom 1,2 og 1,7 prosent i år. Greier Spania sitt budsjettmål, vil gjelden være på 74 prosent av BNP om et års tid.

Spania – Påbegynte boliger



Spanske myndigheter vedtok rundt juletider et nytt budsjettmål på 5,8 prosents underskudd i stedet for 4,4 prosent som var lovet kreditorene. Etter litt forhandlinger med EU, ble det moderert til 5,3 prosent. Spørsmålet markedet nå stiller seg er hvorfor de skal stole på det nye målet, basert på tidligere erfaring.

Historien om innstramningstiltak har lært oss at estimatene på

skatteinngang alltid er for optimistiske. Staten må alltid kutte mer i sine utgifter enn først antatt, hvilket reduserer skatteinntektene, og folk tilpasser seg de dårlige tidene ved å redusere sitt forbruk, som igjen reduserer statens inntekter.

Men det er mer til historien. For selv om den offisielle statsgjelden er på et håndterlig nivå, ligger det flere skjeletter gjemt i skapet. Regionale og lokale myndigheter har en betydelig gjeld, tilsvarende 15 prosent av BNP i tillegg til statsgjelden på 68 prosent. Deretter har den spanske staten utstedt diverse garantier, som de facto er en form for gjeld, blant annet til ulike statskontrollerte selskaper. Summerer man dette kommer man fort opp i 90-100 prosent gjeld/BNP.

Men det største problemet ligger i banksektoren. Spania har vært vert for en av verdens største boligbobler med en enorm overutbygging av boliger. Det er anslått at det totalt er ca. 1,5 millioner usolgte eller delvis ferdige boliger i Spania. Dette sender boligprisene ned, og bankene som villig finansierte boligkjøpere og utbyggere blir lidende. Man kan lure på hvor solvente bankene er når verdien på pantet for utlånene deres, spanske boligpriser, er i fritt fall. En fortsettelse av den selvforsterkende syklusen med fallende boligpriser, påfølgende tap i bankvesenet og mindre lånetilgang ser ut til å være uunngåelig. Legg til en arbeidsledighet på 23 prosent (50 blant unge), så er bildet fullkomment. Restrukturering og mislighold av gjeld er bare et tidsspørsmål.

Mer euro-hodepine

Det er ikke bare i Spania statslederne har problemer med sine budsjettmål. Den nederlandske statsministeren og finansministeren var av de mest høyrøstede kritikerne av den «uforsvarlige» økonomiske politikken som ble ført i middelhavsregionen. Nå befinner de seg selv i den ubehagelige situasjonen å ha store problemer med å få budsjettunderskuddet under den avtalte grensen på 3 prosent.

Nederland er i likhet med det meste av Europa i en økonomisk tilbakegangsfase og kutt i offentlige budsjetter vil gjøre dette enda verre i det korte bildet. Regjeringen er i en situasjon der den må hente støtte i andre partier i parlamentet, men den viktigste støttespilleren i Euro-saker, Arbeiderpartiet, har begynt å innta en mer skeptisk holdning til temaet. Dermed er det svært sannsynlig at det nederlandske underskuddet vil være større enn det som er tillatt etter EUs regler. Det er lett å se at forhandlingskortet til spanjolene og italienerne blir langt bedre når andre tilsynelatende sterke EU-økonomier heller ikke følger reglene.

Valg i flere EU-land vil også skape uro denne våren. Det franske presidentvalget er rett rundt hjørnet. Hittil har sosialisten Hollande vært favoritt, men det er jevnt mellom ham og den sittende Sarkozy. Hollande har annonsert at dersom han blir valgt må avtalene om budsjett disiplin reforhandles. Hollande vil ha på plass løsere økonomiske krav for Frankrike og en felles europeisk skatt på finansielle transaksjoner.

Også Italia og Hellas skal avholde valg i løpet av våren. Store deler av befolkningen er utmattet av de svake økonomiske tidene, og det er langt fra sikkert at pro-europeiske krefter går seirende ut. De siste meningsmålingene tyder snarere på at velgerne forlater partiene som har innført sparetiltakene, og slutter seg til partier med mere nasjonalistiske holdninger til temaet.

Alle disse tingene betyr en ting: mer bråk i vente.

Get rich or die trying

At rentenivået på global basis er svært lavt vet de fleste. Ulike tiltak fra sentralbanker verden over har senket rentene i håp om igjen å få fart på den økonomiske utviklingen, eller i hvert fall bremse tilbakegangen.

Mekanismen som skal iverksette dette er i følge læreboken at lave renter stimulerer forbruket, og at det foretas flere realinvesteringer ettersom alternativavkastningen er lavere og finansiering billigere. Problemet i en verden der både forbrukere og banker har for svake balanser er at stimuli fra myndigheter brukes til nedbetaling av gjeld fremfor økt forbruk og realinvesteringer. Langsiktig er gjeldsreduksjon bra, men i det korte bildet skaper dette ikke vekst eller arbeidsplasser.

Men hva så med rent finansielle forhold? Pengepolitikken vil fortsatt kunne påvirke rent finansielle investeringer, hvilket den utvilsomt har. Sentralbanksjefene har også i stor grad slått seg på brystet for å ha forårsaket oppgang i aksjemarkedet.

Etter to generasjoner med vekst stimulert av fallende renter og økt belåning er forventningene til fremtidig avkastning blitt urealistisk høye. Siden denne avkastningsforventningen har blitt innfridd over så lang tid har det dannet seg forpliktelser og krav om å oppnå slike resultater også fremover. I en verden der rentene er ekstremt lave med lite rom for ytterligere nedgang skaper dette problemer. Særlig livselskap og pensjonskasser, som må ha avkastning for å kunne betale kommende pensjonister, sliter. Men også enkeltinvestorer som ønsker å opprettholde sparepengenes kjøpekraft utfordres i et nullrente scenario.

Løsningen for en verden som mentalt er indoktrinert med at mer risiko gir mer avkastning er enkel: mer risiko!

Et typisk eksempel på dette er CalPERS, pensjonskassen for 1,6 millioner offentlig ansatte i California, som fortsatt bruker en forventet årlig avkastning på 7,5 prosent i sine inntektsprognoser for pensjonskassens midler. (På tross av at renten på 10 års statsobligasjoner i USA er knapt 2 prosent!). Denne helt urealistiske prognosen gjør at pensjonskassen er mellom 25 - 40 prosent underfinansiert i forhold til dens fremtidige pensjonsforpliktelser. Pensjonskassens eiere og styre er tjent med å holde fasaden om at historisk avkastning oppnås, ellers vil kassen være offisielt underfinansiert og mer penger må legges på bordet.

Konsekvensen er at CalPERS og utallige andre i samme situasjon i første omgang griper etter risiko for å øke sin forventede avkastning. Dette driver opp prisene på aksjer og andre risikoaktiva, som gir fornyet styrke til å ta enda mer risiko helt til det plutselig snur, mange må selge, og man får en betydelig korreksjon. Slike mekanikker bidrar til større svingninger i verdens finansmarkeder.

Dernest, og kanskje viktigere, er at vi sitter på en finansiell tidsinnstilt pensjonsbombe minst på størrelse med den globale statsgjeldsproblematikken. Når denne detoneres er umulig å si, og i likhet med statsgjeldsproblemene kan denne bli oversett i mange år før det blir «åpenbart». Da blir det en ny krise som resultat av at det er bygget opp massiv ustabilitet i det vestlige kapitalistiske systemet etter så lang tid med festlig fremgang.

Norcaps investeringsråd

Renter

Vi gjør ingen endringer i vår anbefalte renteallokering denne måneden.

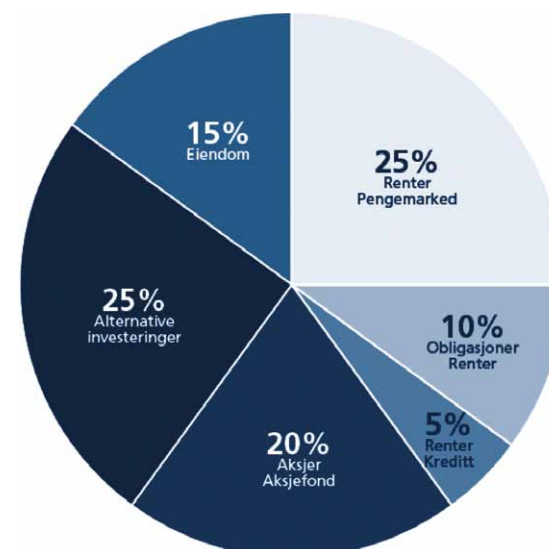
Kredittobligasjoner gir god løpende rente, men utsiktene for bankfinansieringsmarkedet, generell risikovillighet og økonomiske utsikter gjør at vi ikke overveker kreditt, men har nøytral anbefaling.

Innen lange renter velger vi å opprettholde en svak undervekt, ettersom rentenivået er lavt og forskjellen mellom flytende renter til faste renter er liten. Mye av den renteforskjellen man faktisk observerer mellom obligasjonsfond og pengemarkedsfond er et høyere kredittpåslag for lengre løpetider som man heller kan plukke opp ved å investere i obligasjoner med flytende rente.

Aksjer

Vi opprettholder vår anbefaling om undervekt innen aksjer. Vi er fortsatt av den oppfattelsen at gjeldssupersyklusen er over, og følgelig vil den gjennomsnittlige inntjeningsveksten blant de børsnoterte selskapene være lav fremover.

Med dette som grunnsyn, er aksjer middels verdsatt i dag. Selv om risikovilligheten har kommet noe ned fra de høye nivåene vi har sett i første kvartal er den fortsatt ikke lav nok til å skape en taktisk mulighet. Vi velger å være litt forsiktig og opprettholder vår anbefaling om svak undervekt.



Eiendom

Som en konsekvens av at vi mener at markedet for lånefinansiering fortsatt vil være vanskelig, med høye renter og liten låneutmåling, har vi undervekt i eiendom. Sanering av den lett tilgjengelige kreditten som har flytt rundt eiendomstransaksjonene vil, når støvet legger seg, medføre et høyere yield-krav hos kjøperne og dermed lavere priser på eiendommene.

Alternative investeringer

Vi opprettholder vår overvekt innen alternative investeringer. Lave renter, som er positivt for mange fond i denne klassen, samt fødselen av en ny generasjon kostnadseffektive og transparente hedgefond (gjerne UCITS fond) er to av årsakene til det.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500	5,0%	6,7%
FFTSE All World	2,1%	6,1%
FTSE Emerging Markets	-3,5%	8,1%
OSEBX	-0,8%	10,8%

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.