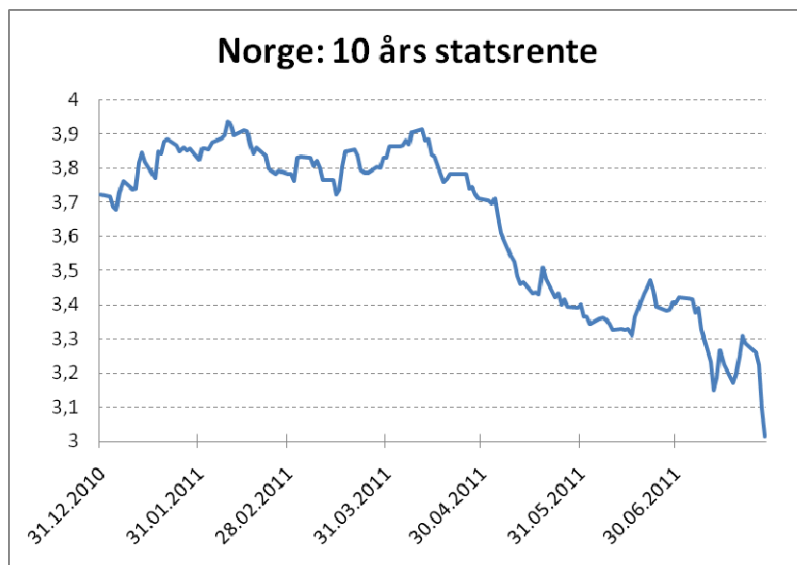


PESSIMISMEN HERSKER - NORSKE RENTER TIL BUNNS

Med stor usikkerhet i verden blir norske statsobligasjoner motstykket, en trygg havn. Renten på norske 10-års statsobligasjoner dukket under 3%-merket i slutten av juli, hvilket er tidenes laveste nivå for norske 10-års statspapirer. Den norske 10-års renten er nå omtrent den samme som den amerikanske, til tross for at sentralbankrenten (den korte renten) er 2% høyere. En flat norsk rentekurve vitner om lite optimisme for fremtiden.

Renten på 10-års stat tilsier en realavkastning under 1% p.a. over de neste 10 år. Det er ikke akkurat noe å bli feit av, men rentenedgangen gjør at slike obligasjoner har hatt en svært hyggelig reise i 2011. Innehaverne kan kassere inn en gevinst på rundt 7 % den siste måneden, og nærmere 10% hittil i år. Ikke verst for en investering i norske statsobligasjoner!



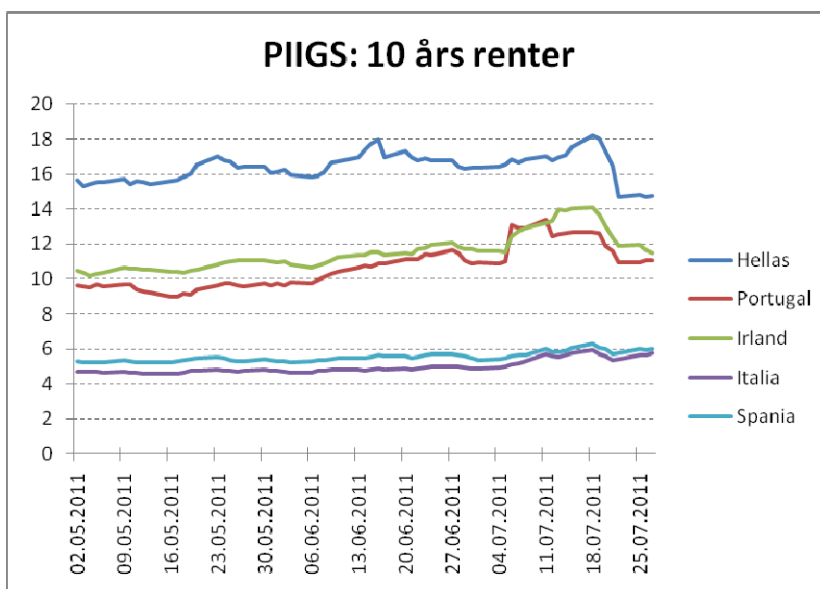
At investorer flokker til norske statsobligasjoner, som regnes blant de sikreste i verden, tyder på at frykten, pessimismen og risikoaversjonen er høy. Nærmer det seg tiden for å kjøpe aksjer igjen?

Det kan også være at rentebunnen vi nå ser er klimaks i den globale rentens supersykel, som med fall i 30 år har løftet obligasjons- og aksjekurser for en hel generasjon. I såfall innebærer det at den globale veksten, og dermed også avkastningen i aksjemarkedene i årene som kommer, blir betydelig lavere enn hva vi har sett de siste 30 årene.

GRESK MISLIGHOLD

Etter at den greske statsministeren endelig innså at det faktisk var Hellas som satt med riset bak speilet i forhandlingene, ble EU enig om nok en krisepakke i håp om å kunne legge uroen i obligasjonsmarkedet bak seg.

Noe mediene ikke helt fikk med seg, var at den siste hjelpepakkeavtalen innebar at Hellas misligholdt gjelden sin. Tapet skjer ved at kreditorene må bytte sine eksisterende gjeldsbrev (obligasjoner med inntil 8 års løpetid) om til 30-årige gjeldsbrev med en rente på 4,5%. For et utrent publikum høres dette kanskje ikke ut som et stort tap for obligasjonseierne, men når man tar i betraktning at markedsrenten for et slikt 30-årig lån er 10-11%, gir dette et tap på ca. 20-25% i



gjennomsnitt for obligasjonseierne.

Normalt vil en tilstand av mislighold medføre at obligasjonene ikke kan brukes som sikkerhet for lån i den europeiske sentralbanken. Overholdelse av en slik praksis ville knust det greske bankvesenet, og med litt tilpasning fant man en vei rundt dette ved bruk av garantier.

Hvorvidt denne hjelpepakken faktisk blir den siste er langt fra sikkert. Dette er tross alt sjettede gang EU-lederskapet vedtar noe som skal være det definitive punktum for gjeldskrisen. Gjeldsreduksjonen i misligholdet er ikke større enn at Hellas må ha en positiv økonomisk vekst for at løsningen skal vise seg bærekraftig. Med statlig forbruk kuttet til beinet, vil nok dette vise seg å være vanskelig.

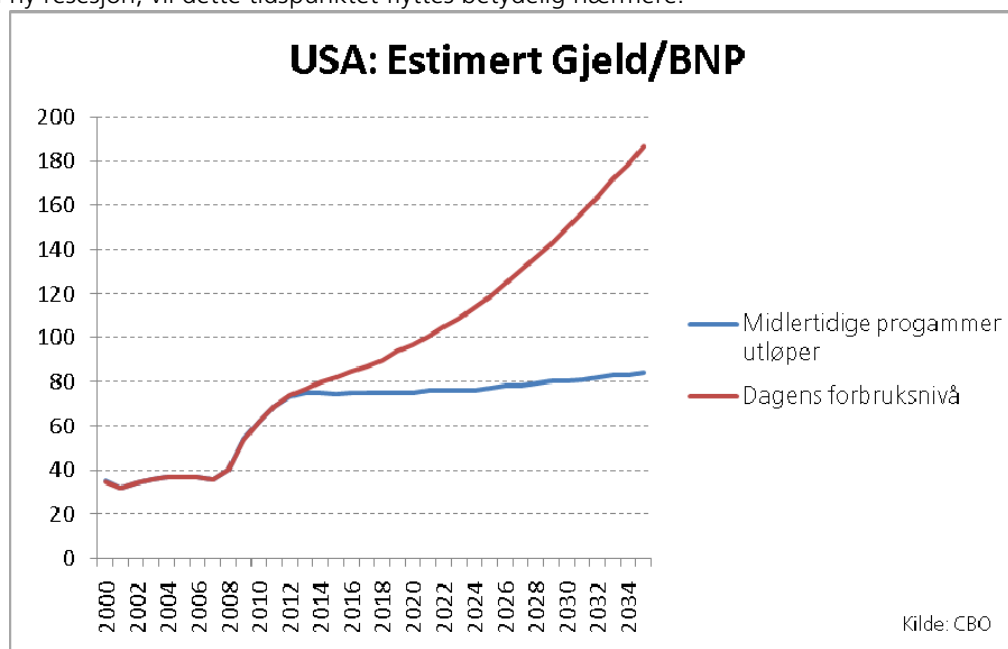
Det neste åpenbare målet for obligasjonsmarkedet er Irland. Når Hellas har fått veltet en del av gjeldsbyrden over på kreditorene, vil det ikke være unaturlig for Irland å børste støvet av slike krav. Den europeiske gjeldskrisen er neppe over enda, det er fremdeles mange "sorte kaniner som kan hoppe opp av hatten" i tiden som kommer.

STØRRE PROBLEMER ENN TEKNISK KONKURS I USA

I sommer har amerikanske politikere forhandlet om kriteriene for å heve det selvpålagte gjeldstaket. Gjeldstaket er tiltenkt en funksjon som brems for at landet ikke skal havne i en situasjon med for mye statsgjeld, og har således fungert etter hensikten. Problemet er imidlertid at den amerikanske staten allerede har pådratt seg forpliktelser som gjør den avhengig av økt låneopptak for å finansiere driften.

Forhandlingene denne sommeren har handlet om hvor mye og hvordan budsjettunderskuddet skal kuttes for at opposisjonen skal stemme for en heving av gjeldstaket. De kuttene som har vært diskutert og som har vært for vanskelige å svelge politisk, har vært på rundt 2 billioner dollar over en tiårs periode.

2 billioner dollar er en enorm sum penger, men når man tar hensyn til at underskuddet i år alene vil være 1,5 billioner, fremstår det som klart at dette ikke er nok til å redde landet fra gjeldsproblemer på et senere tidspunkt. Selv med relativt "snille" forutsetninger hva gjelder økonomisk vekst, skatteøkninger osv. anslår Congressional Budget Office (CBO) at underskuddet det neste tiåret vil være ca. USD 7 billioner. Grafen under viser CBOs estimat for utviklingen i USAs gjeldsnivå. Med mindre kursen legges drastisk om, kommer USA til å slå gjennom 100%-grensen av gjeld mot BNP i løpet av et tiår. Dersom vi får en ny resesjon, vil dette tidspunktet flyttes betydelig nærmere.



Et par interessante momenter i den forbindelse; forskning viser at den økonomiske veksten i gjennomsnitt blir ca. 1% lavere når et land når et gjeld/BNP-nivå på ca. 90%. Nyere forskning viser også at multiplikator-effekten av skatteinnskjevning kan være langt lavere enn tidligere antatt. Konsekvensene av dette er at det kan bli enda vanskeligere enn tidligere antatt å snu en svak økonomisk utvikling, når man først er sterkt forgjeldet.

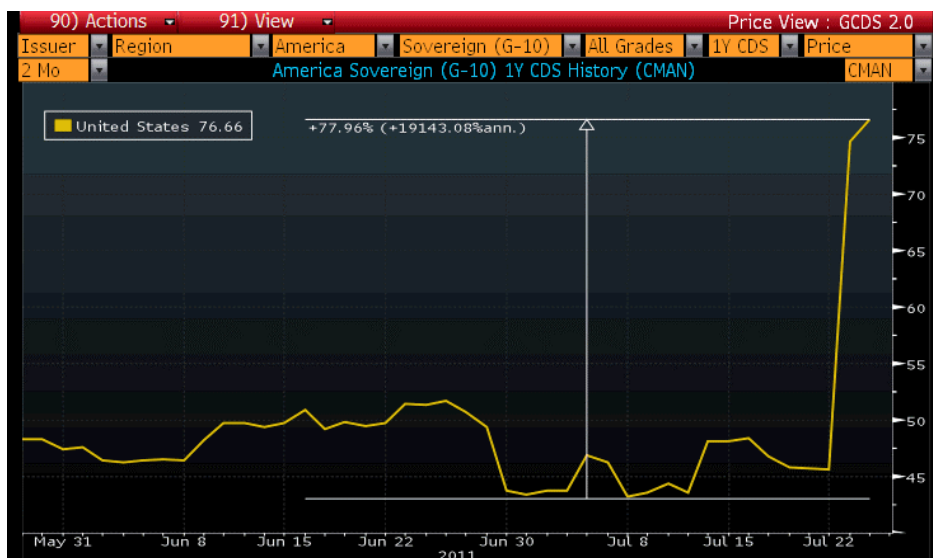
Estimatene tar heller ikke høyde for at (real)rentene øker som følge av at landets kredittverdighet svekkes. Underskuddet på budsjettet øker, gjelden øker, og rentene stiger. En ond sirkel er i sving. Det er gjerne slike effekter som utløser gjeldskriser som vi har sett et eksempel på i Hellas.

Om valget politikerne står overfor nå er vanskelig, vil valgene de vil måtte ta i fremtiden være langt verre. Det ser mer eller mindre umulig ut å kutte nok til at det skal monne. Pengene må tas fra et sted, og det er få åpenbare kandidater. Selv en nedskjæring av militæret til nivået før angrepene 11. september vil kun utgjøre rundt 1/3-del av de nødvendige kuttene for å unngå full insolvens.

Denne situasjonen kan spille seg ut på en av fire måter:

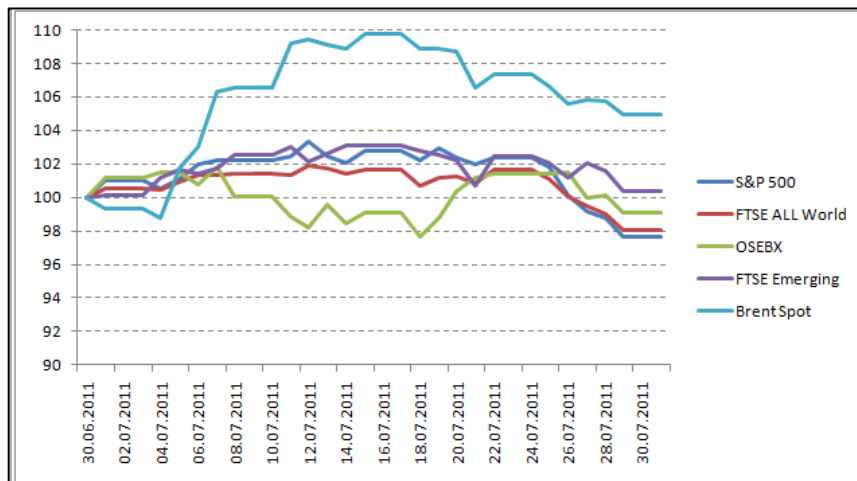
- 1) De nødvendige kuttene utføres, noe som medfører svak økonomisk vekst eller resesjon i USA, og dermed verdensøkonomien, og mulig medfølgende deflasjon i tillegg. Aksjemarkedene vil reagere med svak eller negativ utvikling over en lengre periode, mens obligasjonsverdiene vil stige.
- 2) Den amerikanske staten trykker penger for å betale gjelden; "soft money default". Inflasjonen tiltar, rentene skyter i været, obligasjonsverdier pulveriseres, aksjemarkedet utvikler seg svakt, men bedre enn obligasjoner.
- 3) Den amerikanske staten misligholder direkte; "hard money default". Konsekvensen av dette er en brå global finanskriser.
- 4) Et økonomisk mirakel åpenbarer seg, og man vokser seg ut av problemene. Ny boom i aksjemarkedene.

Sommerens beste investering så langt ser ut til å være ett-års konkursforsikring (CDS) mot den amerikanske staten. I løpet av juli steg denne hele 78%!



UTVIKLING SIST MÅNED

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

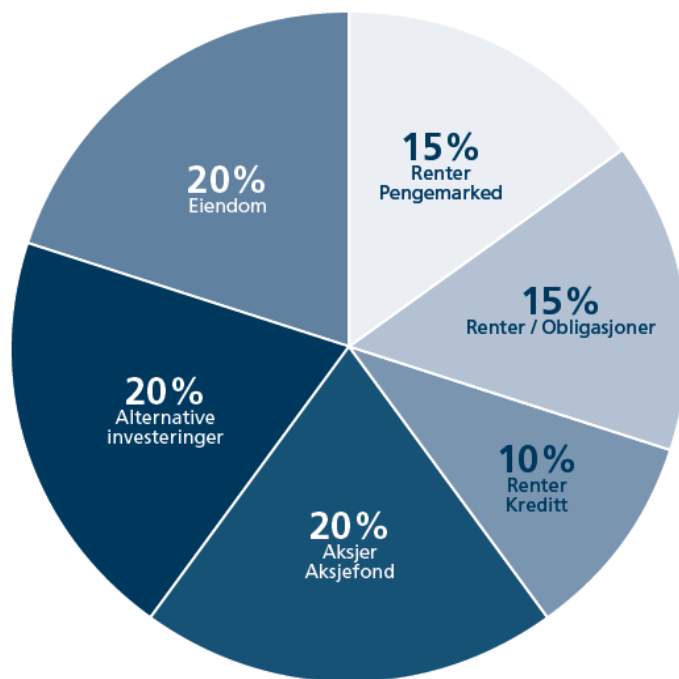


ALLOKERING

På tross av uroen i markedene nå i begynnelsen av august, gjør vi ingen endringer i månedens anbefalte allokering.

Vi opprettholder vår svake undervekt i aksjer, og svak overvekt i pengemarked.

Vi er nøytralvektet innen kreditt, obligasjoner, alternative investeringer og eiendom.



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.