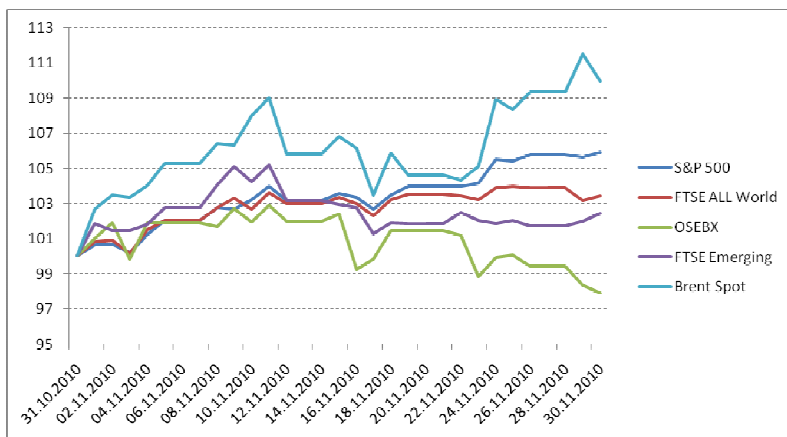


UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500: 5,9%
 FTSE All World: 3,5%
 FTSE Emerging Markets: 2,5%
 OSEBX: -2,1%
 Olje: 10%
 Alle tall i NOK

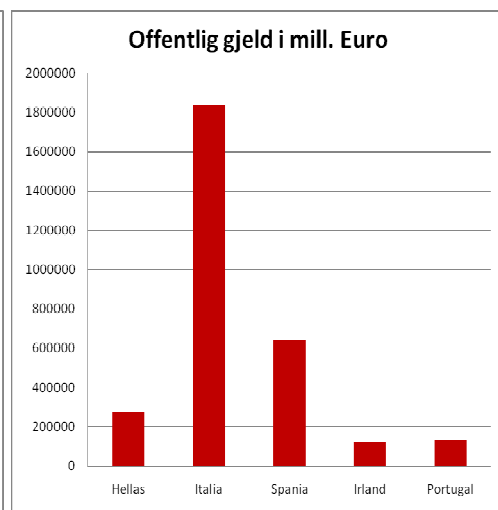
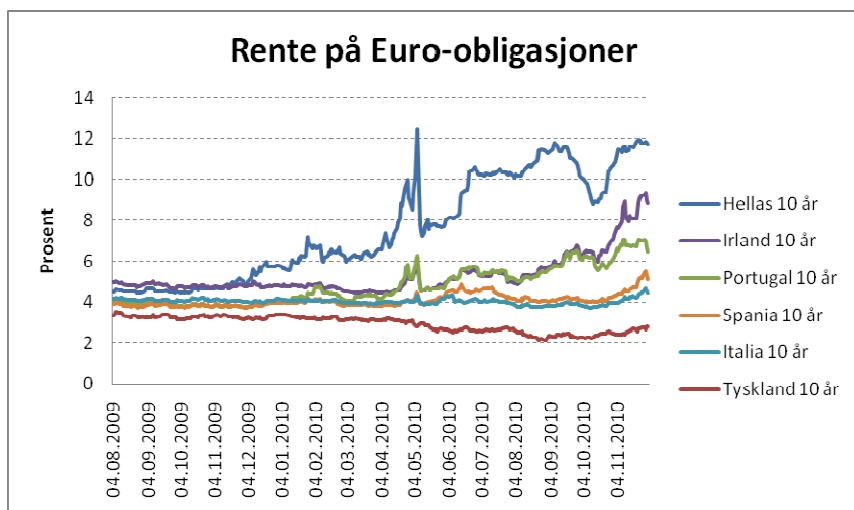


Kilde: Bloomberg

Ny usikkerhet i markedene ga et fall i prisene på de fleste risikable aktiva i november. Norske kroner faller også innunder risikable aktiva (merkelig nok) for utenlandske investorer slik at en svekkelse mot dollar gjorde at de fleste dollar-nominerte investeringer likevel steg målt i norske kroner. Utviklingen av situasjonen i Euro-sonens svakeste økonomier vil være den drivende tendensen i markedene på kort sikt.

OPPBLOMSTRING AV GJELDSKRISEN

Etter å ha ligget i dvale noen måneder blusset den europeiske gjeldskrisen opp igjen i november. Denne gangen var det den skakkjørte irske økonomien som var fokus. Selv om den irske regjeringen programmessig benektet at landet hadde behov for finansiell hjelp, måtte de til slutt krysse til korset og få pengeinnsprøytning fra det europeiske stabilitetsfondet. I samme situasjon valgte Island å la være å redde bankvesenet sitt, hvilket er smertefull med en gang, men tillater at man legger gjeldsproblemene bak seg etter en tid. Irland, som medlem av euroen, har ikke samme valgfrihet, og ser ut til å være fanget i en umulig situasjon.



Kilde: Bloomberg

Uroen rundt den irske statsgjelden har smittet over på de andre PIIGS-landene, og følgelig ligger det i kortene at Portugal også må reddes snarlig og muligens også Spania. Den spanske statsgjelden er imidlertid så stor at det blir vanskeligere å redde Spania uten videre. Spania har en statsgjeld som er like stor som Hellas, Irland og Portugal til sammen, så en kollaps her vil være et vesentlig mer alvorlige enn i de mer perifere EU-landene.

Det ytterligere fokuset på de svake statsfinansene i Europa (og ellers i verden) vil i første omgang presse frem ytterligere innskjøringer på statsbudsjettene som vil legge en demper på veksten fremover. Men, ettersom en

stor del av de europeiske statenes utgifter er låst i pensjoner og andre avtalte overførsler, er kostnadsutt en tung prosess. Videre har det vist seg at skatte- og avgiftsøkninger ikke gir den antatte inntektsøkningen. I etterkant av gjeldskrisens utbrudd innførte den greske regjeringen flere skatteøkninger. Blant annet ble det gjort økninger i moms, tobakk- og alkoholavgifter som var estimert til å øke statens inntekter med 13% på årsbasis. Ut oktober er imidlertid økningen magre 3,7%.

Når utgiftene vanskelig lar seg redusere og inntektene vanskelig lar seg øke, ser det ut som den eneste farbare veien ut av uføret er at Europa, i likhet med USA, monetariserer bort gjelden dvs. trykke penger. I hvert fall dersom eurosamarbeidet skal fortsette.

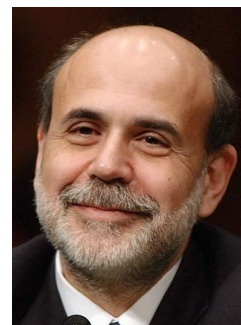
Dette vil medføre en forhøyet inflasjon som kan gjøre det mulig for de gjeldstyngede EU-landene å faktisk betjene gjelden sin. Alternativet er at de svakeste landene på en eller annen måte velger å misligholde gjelden, enten direkte eller i form av å forlate euroen og deretter devaluere egen valuta. Etersom Tyskland eier store deler av denne gjelden, kan de i lys av alternativet, får en mer avslappet holdning til inflasjon.

HELIKOPTERSLIPP OG KETCHUP-EFFEKT

Den amerikanske sentralbanksjefen, Ben Bernanke, fortalte i et intervju at det absolutt er aktuelt å trykke mer penger enn de allerede annonserte 600 milliardene, dersom det ikke er tegn til at økonomien og inflasjonen øker fort nok. Bernanke har fått tilnavnet "Helicopter Ben" etter sin teori om å slippe penger fra et helikopter for å unngå deflasjon.



Sentralbankens uttalelser kommer også sammen med at regjeringen har inngått et kompromiss om å ikke øke skattene som tidligere annonsert og i tillegg utvide arbeidsledighetstrygden. Kort sagt vil underskuddet på budsjettet økes i stedet for å strammes inn. Dette i sin tur vil gi økte renter på amerikanske statsobligasjoner som i sin tur kan gi Bernanke et nytt påskudd for å gjøre enda flere tilbakekjøp. Dette kommer på et eller annet tidspunkt til å eksplodere. Rudolf Havenstein (tysk sentralbanksjef 1908-1923) gjorde noe lignende... Behovet for inflasjonsbeskyttelse har nå blitt enda større.



Nassim Taleb, forfatteren av "The Black Swan", uttrykte i et annet intervju at hele pengetrykkingsprosessen bygger opp risiko i systemet. Et vesentlig moment er at sammenhengene ikke er lineære og at selv om de første omgangene med "quantitative easing" gir en ganske svak effekt på inflasjonen vil den plutselig ha en effekt som er langt større enn den man kan kontrollere, litt lignende å riste på en ketchupflaske. (Se intervjuet her: <http://www.bloomberg.com/video/64477298/>).



Talebs poeng er etter vår oppfatning svært viktig. Selv om noe, i dette tilfellet pengetrykking, tilsynelatende virker trygt i første omgang skaper det ustabilitet i systemet. Man vet ikke hvilken dråpe som får begeret til å renne over, men sannsynligheten øker for hver dråpe man heller i begeret. Det gjelder å ikke la seg lure av hvordan ting ser ut med en gang. Derfor, selv om inflasjonen ikke reagerer i særlig grad på dette i det korte bildet, vil den potensielle inflasjonsflodbølgen bygge seg opp.

(Julegavetips: en av Nassim Talebs bøker. Tilgjengelig bla. på Amazon.co.uk)

KAN KINA REDDE VERDEN?

I en verden der veksten i de gamle økonomiske stormaktene USA, Europa og Japan ser ut til å være svak, er det mange som naturlig nok ser til Kina som den store avtageren av produserte varer i verden. Optimistene mener at forbruksveksten i Kina vil kunne erstatte manglende vekst i de gamle økonomiene.

Kinas økonomi vokser i dag med rundt 10% i året (etter inflasjon). Kinas BNP er nå ca. USD 5100 mrd, og er verdens nest største økonomi etter USA. Problemet er at det aller meste av den kinesiske økonomiske veksten skyldes investeringer. Investeringer i realkapital (veier, bygg, maskiner, fabrikker osv.) har vokst langt mer enn økonomien som helhet med en veksttakt mellom 14% og 25% de siste ti årene. Følgelig har investeringer vokst fra å utgjøre ca. 36% av kinesisk økonomi til om lag halvparten i løpet av et tiår. Dette har selvsagt gått på bekostning av husholdningenes forbruk. Selv om forbruket i Kina prosentvis sett har en svært god veksttakt, er ikke veksten mer enn ca. CNY 1100 mrd. pr. år, tilsvarende ca. USD 165 mrd.

Hvis man sammenligner dette med at amerikansk forbruk vokste med ca. USD 400 mrd. i gjennomsnitt det siste tiåret skjønner man at et bortfall av vestlig forbruk blir vanskelig å erstatte med det første.

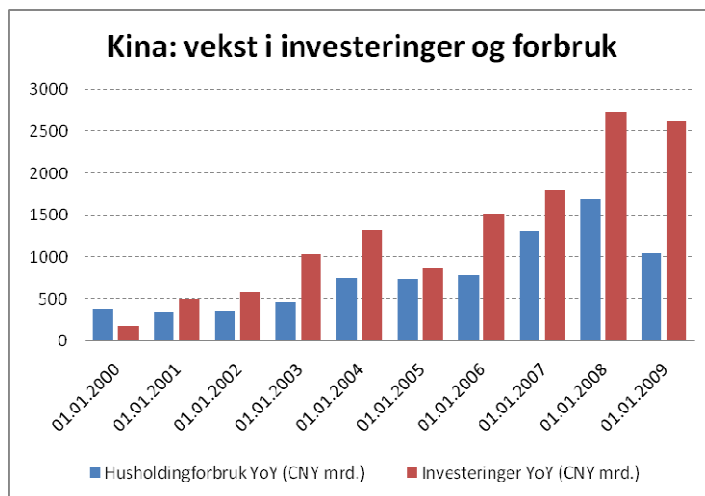
I 2009 vokste amerikanske forbruk med USD, 165 mrd, så dersom man antar en fremtidig veksttakt på 200 mrd i USA vil kinesisk forbruksvekst måtte mer enn doubles bare for å erstatte amerikanernes forbruk. I tillegg har Kina en stor eksportindustri som har de gamle økonomiene som kunder.

Så lenge kineserne fortsetter å bygge opp større produksjonskapasitet vil økonomien gå fremover, men på et eller annet tidspunkt vil det ikke være behov for ytterligere investeringer, eller disse vil ikke være lønnsomme. Man kan allerede stille spørsmål ved om det er behov for den kapasiteten som bygges opp, særlig innenfor eiendomssektoren. Svært mange nye leiligheter og kontorbygg står nå tomme. På mange måter er kinesisk økonomi slik sett et pyramidespill, men det kan fortsette langt lenger enn det burde.

*“ On and on
It's impervious to calculation*

*Just how far it goes
Nobody knows”*

Greg Graffin, Finite



Kinesere har også en svært høy sparetilbøyelighet, noe som blant annet skyldes mangel på sosialt sikkerhetsnett og antagelig også kulturelle forhold. Den kinesiske forbrukeren vil få større og større betydning i verdensøkonomien, men det vil trolig ta svært langt tid før han er i stand til å kunne overta sin amerikanske motparts byrde som konsument av verdens varer.

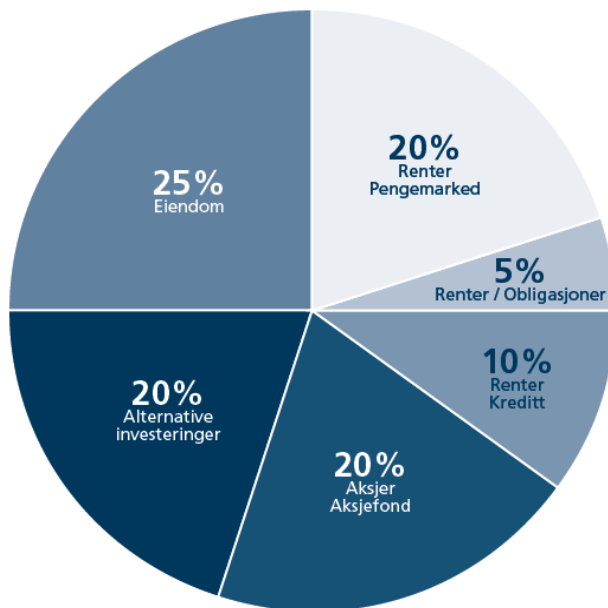
HVA VIL 2011 BRINGE?

Årsavslutningen fremprovoserer gjerne spådommer om hva det påfølgende året vil bringe. Ettersom NORCAP også ofte blir spurt om dette, har vi nylig arrangert noen presentasjoner av våre syn. Siden ikke alle har fått mulighet til å delta på disse skal vi gi en kort oppsummering her med en advarsel om at spådommer gjerne ikke stemmer med det faktiske utfallet. Derfor fokuserer vi våre investeringsråd basert primært på prising, ikke fremtidsvyer.

Vårt utgangspunkt er at veksten i de vestlige landene (og Japan) vil være svakt positiv. Samtidig vil veksten i de fremvoksende økonomiene fortsette i en høy, men avtagende takt pga. økt konkurransekraft i Vesten (bla. pga. svekkelse i dollaren, se over). Et vesentlig poeng her er at høy vekst ikke nødvendigvis lar seg oversette i gode investeringer dersom inngangsbilletten er for dyr. Vekstmarkedsaksjer som er så dyre at de fullt ut reflekterer den forventede veksten blir dermed ikke noen særlig god investering, selv om disse landene blir rikere og rikere.

Videre er vi som nevnt av den oppfatning at inflasjonsforventningene vil befestes og at de fleste inflasjonsbeskyttende aktiva vil stige i pris samtidig som statsobligasjoner vil falle i verdi (stigende lange renter).

Vi opprettholder derfor vår undervekt i obligasjoner og vår overvekt i eiendom. Videre anbefaler vi fortsatt en svak undervekt på aksjer til fordel for kreditt-eksponering.



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.