

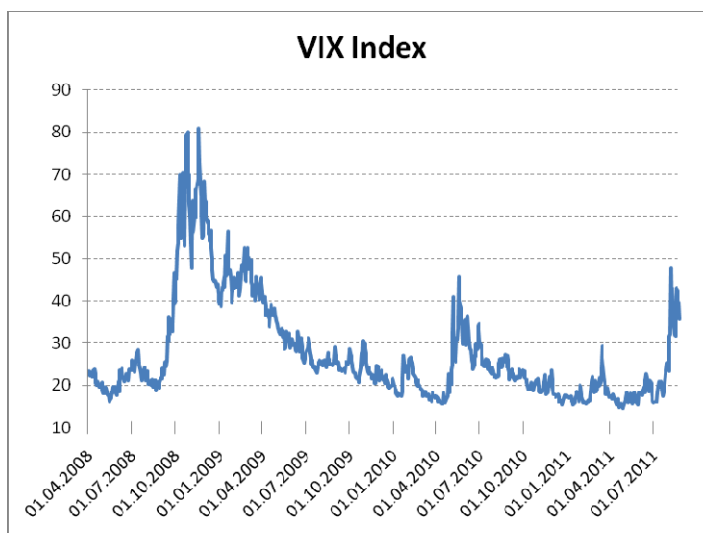
ANGST, BÆVEN OG ET SKARPT BLIKK

Mens store deler av verden hadde sommerferie, brøt panikken løs i finansmarkedene. Det som virkelig utløste tillitskrisen var Standard and Poor's ydmykende nedgradering av USA. Også i høst vil frykt og uro fortsatt være de herskende fyrster, som styrer med angst for økt arbeidsledighet og bæven for at gjeldskrisen er et hjerterått virus. I slike tider er et skarpt blikk og rask reaksjonsevne et must for å sikre avkastning og unngå tap.



Status for verdens børser siden forrige markedsrapport er et fall på 9%, mens vi var innom -17% på verdensindeksen. Alle frykt-indikatorene var rødglødende: VIX-indeksen ("fryktindeksen") steg til det høyeste nivået siden mars 2009, sveitsserfrancen steg til over 7,60 NOK (!), lange renter falt, og ikke en gang Olsen-banden (Norges Bank) turte sette opp rentene.

Selv om nedgraderingen av amerikansk kredittverdighet etter vårt syn var riktig (se markedsrapport for Juli 2011 og August 2011), vil det neppe gi noen direkte påvirkning på realøkonomien i første omgang. Tvert imot har etterspørselen etter amerikanske statsobligasjoner steget, mens prisen på risikoinstrumenter har falt. Problemet

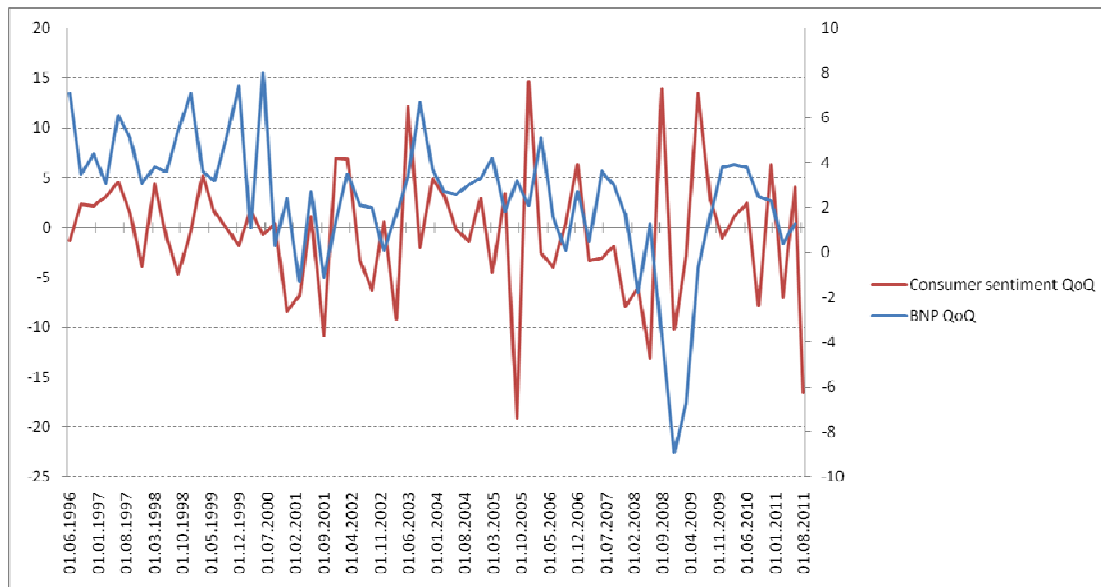


nedgraderingen skaper er imidlertid at dersom S&P mener USA fortjener en lavere rating bør de også nedgradere flere andre land som i realiteten er mindre kredittverdige, blant annet Frankrike.

Gjeldskrisen ser nå ut til å ta en ny vending, hvor fokus i større grad rettes mot soliditeten til garantistene av ulike hjelpepakker og nye lån. Som nevnt i tidligere rapporter er noens gjeldsproblemer andres fordringsproblemer, og man kan begynne å lure på hvor mye av andres forpliktelser selv Tyskland kan påta seg før også deres egen kredittverdighet blir satt under lupen. Finland har fremmet hardnakkede krav om pant for eventuelle utlån, hvilket er naturlig da de har mindre å tape enn for eksempel Frankrike og Tyskland. Samtidig tapte de sittende regjeringspartiene i Tyskland enda et delstatsvalg, og høyesterett vil i starten av september konkludere om hjelpetiltakene faktisk var grunnlovstridige. Dette er en manifestasjon på at folkets vilje til å redde euroen svinner raskt i giverlandene. I tillegg til dette har Berlusconi nå valgt å gå tilbake på en del av sparetiltakene han fikk hastet igjennom tidligere i sommer for at den europeiske sentralbanken skulle kjøpe italienske statsobligasjoner og forhindre at situasjonen skled helt ut av kontroll. Ny retorikk om at sør-europeerne driver med løgn og bedrag vil nok florere i Tyskland og resten av "kjernelandene" i etterkant av dette. Eurokrisen vil definitivt ha hovedrollen i finansmarkedene også i andre halvår.

DEN ONDE SPIRAL

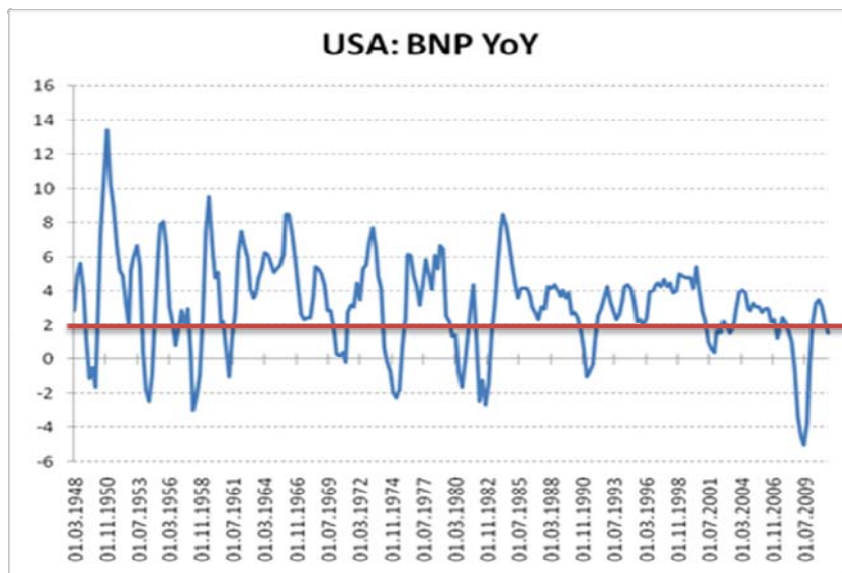
BNP-vekst tallene som har kommet ut de siste ukene bekrefter bildet de ledende indikatorene ga før sommeren om at den økonomiske veksten ikke er i nærheten av det de fleste hadde sett for seg så sent som for 3-6 måneder siden. Både i USA, Tyskland og Frankrike har økonomien stagnert, med en veksttakt på under 1% i året i andre kvartal. I tillegg til dette viste den siste undersøkelsen at forbruker-sentimentet i USA er på det laveste målte nivået siden 1980. Korrelasjon mellom denne undersøkelsen og BNP-vekst er ganske overbevisende. I tillegg har den amerikanske økonomien gått inn i en resesjon hver eneste gang siden 1948 når veksten fra et år tidligere har falt under 2%. Veksten er nå 1,5%. Dersom man forutsetter at denne sammenhengen vedvarer, er en ny resesjon på vei inn i 2012 så godt som "bankers".



Merk at dette var veksttaket før den siste tidens børsuro. Slike nedturen får normalt realøkonomiske konsekvenser ved at sentimentet og den oppfattede velstanden synker, hvilket ytterligere senker oddsene for at verden skal komme helskinnet ut av dette uføret.

Vi står overfor en ond spiral der høy arbeidsledighet skaper lav tillit som igjen gir lavere forbruk og investeringer som igjen gir børsfall og høyere arbeidsledighet. Det blir interessant å se hvilke tiltak politikere vil ta frem for å få verdensøkonomien ut av den onde spiralen når omtrent hele verktøykassen er benyttet uten å kunne vise til overbevisende resultat.

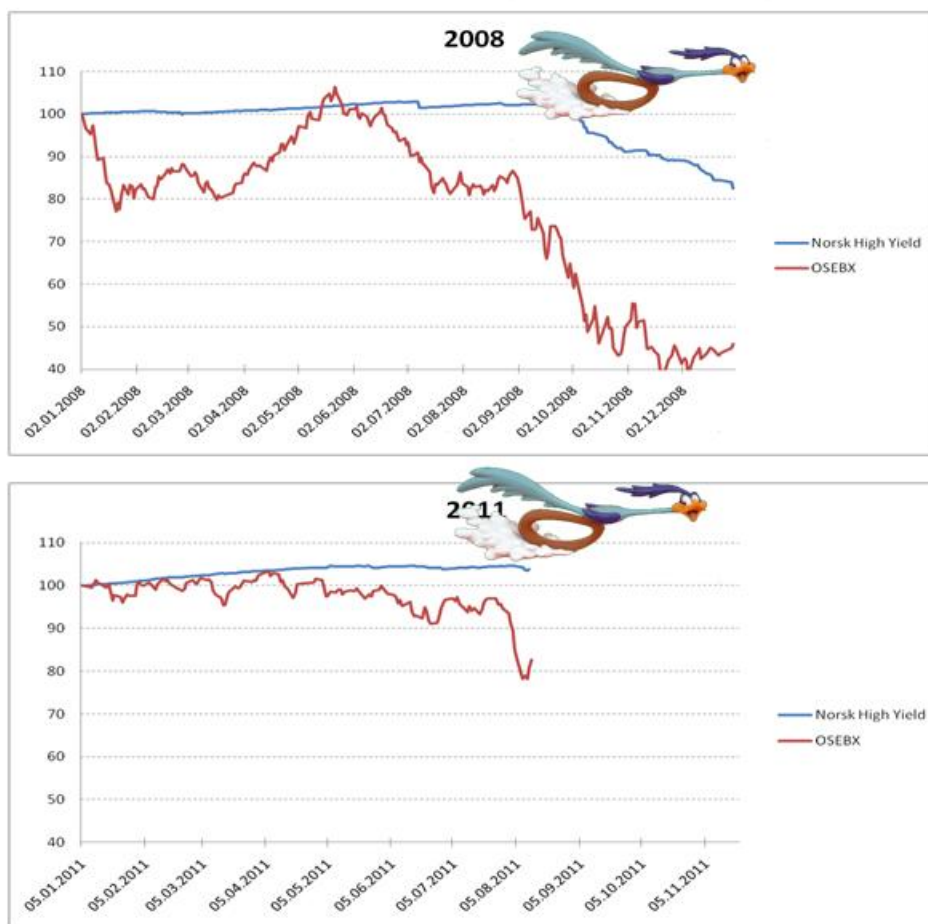
Selv om aksjemarkedene i bunn av den verste gjeldsuroen reagerer positivt på nyheter om nye gjeldsavtaler og kompromisser om budsjettkutt, er ikke disse kuttene bra for aksjemarkedene på lengre sikt. Kutt i offentlig forbruk som konsekvens av for stor gjeld, vil være en betydelig motvind innen global økonomisk vekst de neste årene. Lav økonomisk vekst gir ikke grobunn for en vedvarende børsoppgang før prisene eventuelt er presset helt i bunn.



HIGH-YIELD ...BIPP BIPP!

Norske fondssparere kunne hatt stor nytte av å finne frem og se den legendariske tegneserien Bippe Stankelbein. For i fondene lurte en Per Ulv-fare og da nytter det ikke å løpe rett ut i lufta, og samtidig tro at man har fast grunn under føttene.

Samtidig som vi har sett prisen på så å si alt av risiko-aktiva gå ned, har prisen på norske kredittobligasjoner/high-yield obligasjoner holdt seg påfallende bra. Samtidig har likviditeten i markedet tørket kraftig inn. Årsaken til at det er lite likviditet er trolig at det ikke er en kjøperside på de prisnivåene som markedet opererer med nå, altså er den egentlige markedsprisen lavere. High-yield markedet kan nå sammenlignes med Bippe Stankelbein som allerede har løpt utenfor stupet, men ikke har merket det selv enda. Dermed henger han i løse luften, enn så lenge.



En lignende effekt kunne observeres høsten 2008, hvor det norske kredittmarkedet ikke priserte obligasjonene, men heller ikke omsatte dem. Utsiktene for kredittmarkedet har blitt betydelig verre den siste måneden. Selv om dette er en god aktivaklasse i perioder med svak økonomisk vekst, er den ikke særlig velegnet inn i resesjoner, da misligholdsratene øker i disse periodene, hvilket påvirker obligasjonsprisene negativt.

Økt pris på risiko generelt, økt refinansieringsrisiko for selskapslån med tilhørende økt misligholdsrisiko, og høyere sannsynlighet for en ny resesjon er en giftig cocktail for kredittobligasjonsprisene. I tillegg kommer likviditetsrisikoen i det lille norske high-yield markedet. Her kan det bli trangt i døren når man innser at kanten på stupet allerede er passert.

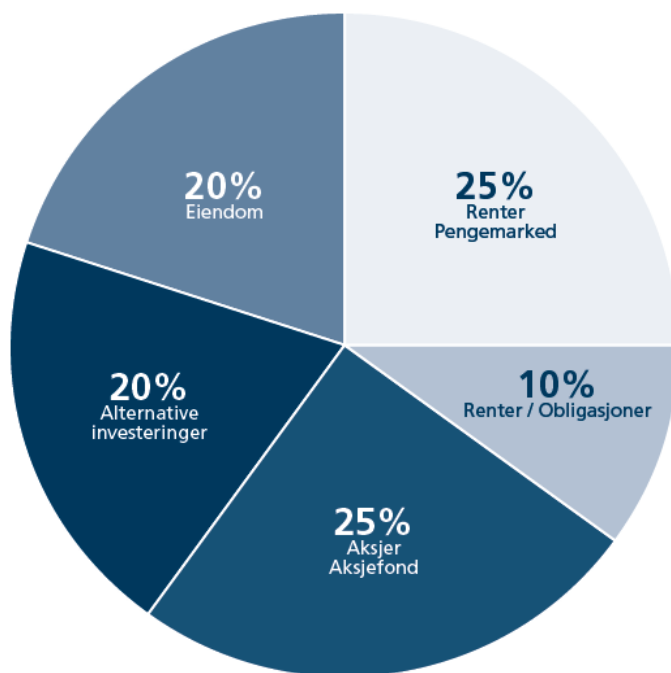
I motsetning til det norske har de internasjonale high-yield markedene reagert og sendt kursene nedover, hvilket bør tolkes som et klart tegn.

ALLOKERING

Som tidligere omtalt i denne rapporten har avkastnings/risikoforholdet innen kredittobligasjoner skiftet fullstendig i løpet av måneden. Følgelig velger vi å gå fra overvekt til å ta kreditt fullstendig ut av vår anbefalte allokering.

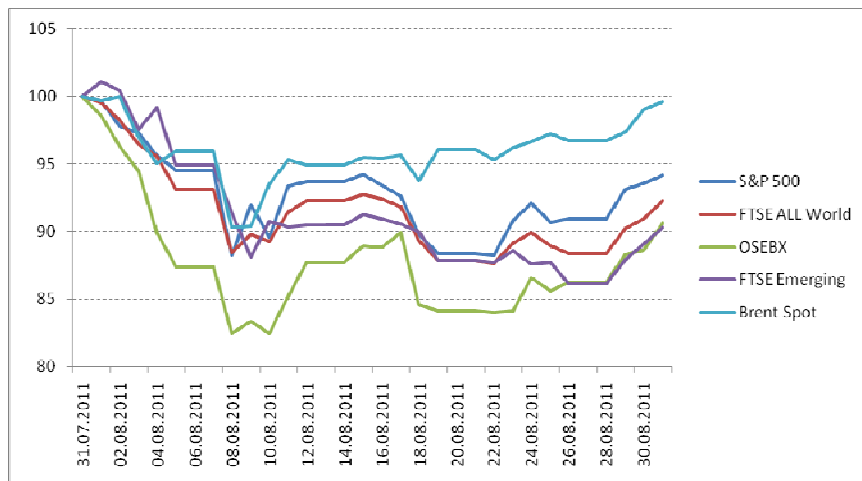
Det lange rentenivået falt videre fra allerede lave nivåer i løpet av august, og vi har kassert inn en hyggelig gevinst på våre obligasjonsposisjoner, og flytter oss lenger inn på rentekurven ved å overvekte pengemarkedsplasseringer.

Ettersom aksjemarkedene har falt 10-20% de siste månedene, veker vi opp dette fra undervekt til normal vekt. Vi forventer dog ikke noe vedvarende bull-marked ettersom man kan forvente at inntjeningsestimaterne kuttes etter hvert som vi nærmer oss en resesjon og de rekordhøye profittmarginene går tilbake. Med få andre gode plasseringsalternativer er det grunnlag for å vekte opp til en nøytral vekt, men ikke overvekt. Aksjer er relativt sett billige, men heller ikke ekstremt billige. Det vil aldri føles trygt eller komfortabelt å vekte opp aksjer når det faktisk er billig, det er derfor det er billig.



UTVIKLING SIST MÅNED

S&P 500:	- 5,9%
FTSE All World:	- 7,8%
FTSE Emerging Markets:	- 9,7%
OSEBX :	- 9,4%
Olje:	- 0,4%
(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.