

Å skyte spurv med kanon



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned & 2012

[Klikk her for å lese mer →](#)

Norsk presse grep begjærlig en selvskapt dramasak i romjulen, da de tett og løpende dekket den amerikanske budsjettklippen, men pressens hysteri var det liten grunn til å bry seg om. I årets første markedsrapport fra NORCAP kan du også lese om folks fondsbytte-tabber. [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.

Selv de mest uinteresserte kunne neppe unngå å få med seg utviklingen i de amerikanske budsjettforhandlingene i romjulen. Mellom Disney-figurer og Hugh Grant dukket NRKs Jon Gelius til stadighet opp i tv-ruten.

Mange ble nok bekymret over dette, men i realiteten var det liten grunn til det. Årsaken er enkel: når noen virkelig har kniven på strupen er det ingen i verden, og spesielt ikke amerikanske politikere, som med fult overlegg er villig til å stikke hull på en boble.

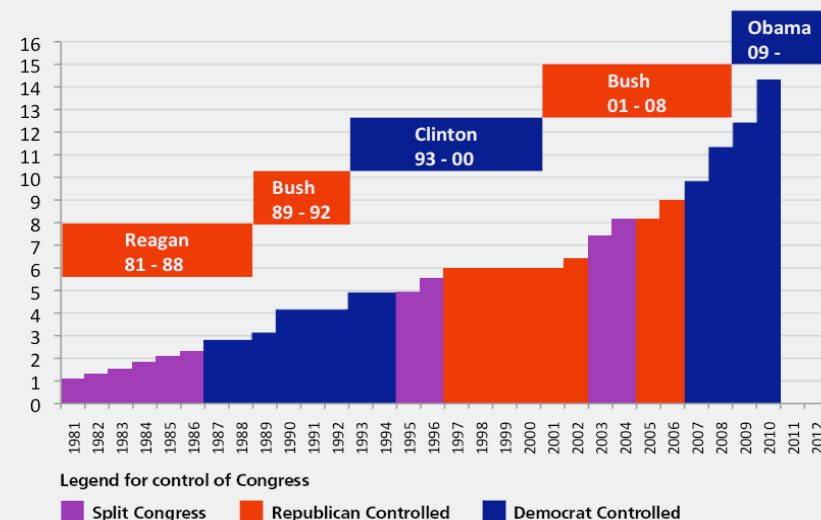
Om det kommer noe godt ut av kompromisset er imidlertid en helt annen sak. Avtalen innebærer en skatteøkning for de fleste lønnsmottagere og de rikeste, samtidig som politikerne ikke klarte å komme til enighet om noen utgiftskutt. Dette innebærer at det må gjennomføres nye forhandlinger i løpet av et par måneder, slik at det såkalte gjeldstaket igjen kan heves, ellers blir resultatet en ny økonomisk krise i USA.

Å sitte på gjerdet

Med andre ord innebærer avtalen at skatteøkningene skaper enda en motvind til den økonomiske veksten i tiden som kommer. Samtidig ble eventuelt investeringer mot slutten av 2012 utsatt, i frykt for den beryktede budsjettklippen, og disse kommer neppe ned fra gjerdet før gjeldstaksspørsmålet blir løst. Dermed ser i hvert fall første kvartal ut til å bli svakt når det kommer til økonomisk vekst.

Men like sikkert som at det går mot vår vil gjeldstaket bli hevet, slik det alltid har blitt gjort i tilsvarende situasjoner. Spørsmålet nå er bare hvor stor den nye gjeldsratioen blir, samt hvor lenge den vil vare?

US Public Debt Ceiling 1981 - \$ Trillions



En interessant vinkling rundt selve debatten har vært at det er ren uansvarlighet å ikke komme frem til en løsning, men debatten har ikke ofret en tanke på at situasjonen som eksisterte i utgangspunktet var uansvarlig. Faktum er nettopp at et relativt balansert statsbudsjett burde være normalen, ikke motsatt. Riktignok vil et budsjettkutt være svært ubehagelig og det vil komme brått, men dog er det et skritt mot normalen.

Hva som hypotetisk er mest uansvarlig av det å ta knallharde kutt med en gang eller videreføre den nåværende uholdbare situasjonen, er nærmest umulig å svare på. Gjeldssituasjonen er nå så fremskreden at det ikke finnes noen behagelige eller enkle løsninger lenger. Konsekvensene av dagens politikk vil vi få svar på om noen år. Det vil i likhet med hva vi har sett i Europa, ikke komme av at politikerne selv avslutter gjeldsdansen, men markedet. Resultatet av et opprør i markedet for amerikanske statsobligasjoner vil nærmest få den fryktede resesjonen i etterkant av budsjettklippen til å se ut som en fortauskant. I mellomtiden er det mulig å adressere problemet, men det vil medføre en betydelig motvind til økonomisk vekst.

Valg av «riktig» fond

Det finnes flere gode grunner til å bytte fra et fond til et annet, men det finnes også noen dårlige. Dessverre opplever vi at svært mange privatpersoner bytter fond av feil grunn, og bare et fåtall gjør bytter av riktig grunn.

Det vanligste og beste argumentet for å bytte fond er endringer i markedet, eller rettere sagt markedsprisene. Investeringer handler om å prioritere en knapp ressurs, kapital. Dermed vil man til enhver tid ønske å investere i det som har best potensial for avkastning fremover, gitt tilhørende risiko. Dersom prisen på de underliggende investeringer i et fond stiger mye, mens de av samme årsaker faller i et annet, vil det være rasjonelt å bytte fra det ene fondet til det andre. Dette vil være uavhengig av hvordan fondene har gjort det i forhold til sine respektive referanseindekser, siden et fonds prestasjoner mot en indeks ikke nødvendigvis vil fange opp endringer og trender i underliggende markedspriser og segmenter.

Å treffe toppen

Dessverre ser vi at denne logikken ofte snus på hodet, dvs. at pengene følger de fondene som kan vise til høyest stigning, slik at investorene i praksis kjøper seg inn i de mest overprisede investeringene. Et godt eksempel på dette er det siste årets ukritiske innflyt av penger i obligasjonsfond. De av disse som kan vise til den beste avkastningen er de fondene med lengst målsatt rentebinding, og således har nytt godt av fallet i



fastrentene. Tilsvarende mønster finner man også for aksjefond, som er på sitt mest populære når aksjemarkedet har steget sammenhengende i flere år på rad. En slik adferd innebærer jo at man kjøper avkastningen bakover, ikke fremover. En stigning som har vært, har vært, og jo større den har vært desto mindre sannsynlig er det at den kan gjentas. Samtidig må man huske at historisk avkastning er relatert til eksponert risiko, noe som impliserer at man ikke bare utelukkende kan basere investeringsbeslutninger på historiske avkastningstall.

Et annet godt argument for å bytte fond er hvis det skjer strukturelle endringer i fondsforvaltningen, noe som typisk kan være at den eksisterende (stjerne-)forvalteren slutter. Selv om de fleste fond har et forvalterteam i dag, blir som regel laget svekket dersom en av de store profilene forsvinner. Et mye omtalt eksempel på dette er Skagen Vekst, som fikk en solid trøkk etter at Kristan Falnes gikk over til å ha ansvaret for Skagen Global

Periodevis mindreavkastning er den vanligste grunnen til at folk bytter fond av feil grunn.

Når man investerer i aksjemarkedet har man en forventning om avkastning, men man er også klar over at periodevis vil denne avkastningen avvike fra forventningen. Det er derfor bred aksept for at tilfeldige svingninger forekommer, og et dårlig år eller to er dermed ikke noe som får de fleste til å forlate aksjemarkedet som sådan.

Tilsvarende resonnement legger investorer til grunn ved investeringer i et aktivt forvaltet fond, siden de forventer en positiv relativavkastning. Denne fondsavkastningen har i likhet med markedsavkastningen tilfeldige forekomster av svingninger, og vil dermed avvike fra forventningen i perioder. Det paradoksale er at de samme investorene, som aksepterer svingninger i markedsavkastningen og som har et langsiktig forhold til dette, ikke aksepterer svingninger i den relative avkastningen. Resultatet blir direkte irrasjonell og avkastningsødeleggende adferd. Særlig gjelder dette når markedsavkastningen ikke kamouflerer dårlig relativ avkastning, det være seg i svake aksjeår eller i hedgefond.

Dårlig bytte

Dersom man har funnet frem til en forvalter som man mener er god, og statistikken tilsier dette, er man ikke nødvendigvis tjent med å bytte verken fond eller forvalter dersom den historiske meravkastningen uteblir i en periode eller to. Selv blant de forvalterne som er best over tid vil stort sett ca. en tredjedel av disse gjøre det dårlige enn referansen hvert eneste år, iht. en beregning utført av James Montier. Dette betyr at hvis en investor bytter fond og forvalter på bakgrunn av dårlig relativ avkastning, vil det likevel være større sannsynlighet for å ende opp hos en dårligere forvalter sammenlignet med den gamle.

Investeringer i aktivt forvaltede fond er både en investering i de underliggende plasseringene samt i forvalterens egenskaper, og begge må behandles med tilsvarende lang horisont.

Anbefalt lesning:

Basel Becomes Babel as Conflicting Rules Undermine Safety

<http://www.bloomberg.com/news/2013-01-03/basel-becomes-babel-as-conflicting-rules-undermine-safety.html>

Schäuble's Secret Austerity Plan for German

<http://www.spiegel.de/international/germany/berlin-plan-hints-future-austerity-measures-for-germany-a-874377.html>

The truth is that politicians are telling lies

<http://www.telegraph.co.uk/news/politics/9762510/The-truth-is-that-politicians-are-telling-lies.html>

The Hyper-Hypothecation Credit Default Swap Time Bomb

http://www.realeclearmarkets.com/articles/2011/12/19/the_hyper-hypothecation_credit_default_swap_time_bomb_99428.html

Norcaps investeringsråd

Aksjer

Vårt syn på aksjemarkedet kan i all hovedsak oppsummeres i to ord: manglende sikkerhetsmargin.

Selv om prisingen i forhold til vår nære historie og rentenivået er middels til lav, viser lengre tidsserier at markedet snarere er på den dyre siden. Den såkalte Shillers P/E, som tidligere har vært en svært god indikator på fremtidig avkastning over tid, er nå over 20, mot rundt 10 på 70-tallet, som var sist realrenten var negativ.

Videre er det en vesentlig fare knyttet til at profittmarginene i bedriftene er på høye nivåer i dag, samtidig som den globale økonomiske veksten kan skuffe betraktelig. På toppen av dette er det en vesentlig fare for negativ prisutvikling ved en normalisering av rentenivået, om enn ikke i nær tid.

Vellykket aksjeinvestering er i stor grad knyttet til en økning av P/E-multippelen. Dersom det viser seg at den strukturelle veksttakten i verden er varig redusert fra de nivåene man har opplevd den siste tiden, skal også hele båndet som P/E multippelen beveger seg i senkes. Det er mye som kan tyde på at vekstpotensialet er svekket, og i så fall spør det når markedet priser dette inn.

Shillers P/E vs. risikofri rente etter inflasjon



Disse faktorene, kombinert med at vi vurderer det som mer attraktivt å ta risiko innen kredittobligasjoner, gjør at vi opprettholder vår anbefalte undervekt i aksjer

Renter

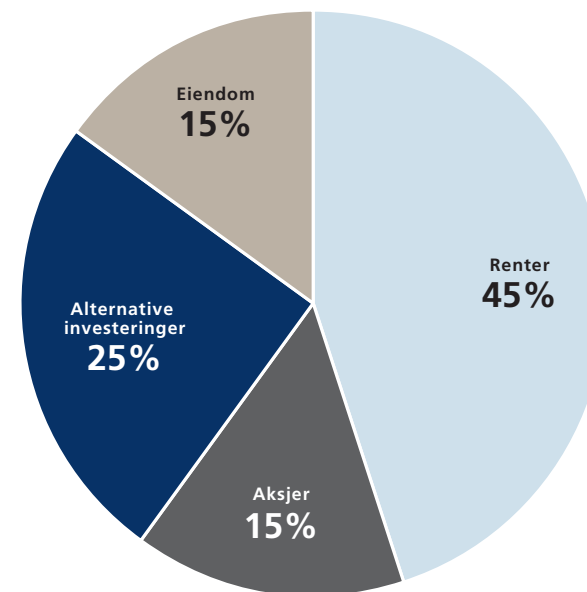
Ettersom nedbyggingen av gjeldsfjellet vil medføre at det blir mindre «penger» tilgjengelig, er renteinstrumenter interessante investeringssubjekter, av den grunn at de har en begrenset levetid og det skal gjøres opp i kontanter. Dermed får man oppgjør i noe som har høyere verdi i fremtiden.

Statsrentene er på lave nivåer i dag. Det er en kjøpergruppe av enkelte statsobligasjoner som vil fortsette å kjøpe disse, mer eller mindre uavhengig av hva forventet avkastning på investeringen isolert sett er. Dermed er det gode muligheter for at vi vil se enda lavere renter på de mest likvide og sikreste statsobligasjonene.

Det at vi ser for oss at rentene kan bli lavere er likevel ikke det samme som å anbefale investeringer i dette, siden det er basert på spådommer og derfor av natur er spekulativt samt gir liten sikkerhetsmargin. Utgangspunktet er følgelig lite eller ingen avkastning gitt en tilstedeværende risiko, og da er det ikke verdt å legge gode penger på bordet.

Innen kredittobligasjoner er marginene stadig på gode nivåer, selv om de har falt litt siden sommeren. At bankvesenet ikke ser seg tjent med å låne ut penger når «alkymien», som ligger i skyhøy belåning i forhold til egenkapitalen, er avskaffet, i hvert fall for næringslån, gjør at man oppnår interessante rentebetingelser som obligasjonseier.

Nedgearingen av økonomien medfører også her at kreditt blir dyrere. Det er en stor mengde låntagere som tidligere har vært bankkunder,



som nå må henvende seg til obligasjonsmarkedet fremover. Dermed vil etterspørselen etter lånekapital være sterk, og kanskje økende, samtidig som tilbudet vil være begrenset. Dette vil legge et press i oppadgående retning på kredittpåslagene og dermed påvirke obligasjonsprisene negativt. Av den grunn er vi positive til eksponering mot kredittpåslag, som nå er på gode nivåer, men vil anbefale å være restriktive når det gjelder løpetiden på kreditteksponering.

Vi opprettholder vår overvekt i renter, spesielt med fokus på kreditt, samtidig som vi er skeptiske til lange løpetider både for kreditter og renter.



Eiendom

Eiendomsmarkedet er beheftet med tre store problemer fremover. Det første er bankmarkedet, hvor utmålingen har falt og marginene stadig øker. Den lavere utmålingen medfører en kraftig prosentuell økning i behovet for egenkapital. Dette kombinert med høyere finansieringskostnader medfører at yieldkravet bør settes opp, hvilket påvirker eiendomsprisene negativt.

Det andre problemet er det latente tilbudet av eiendom på markedet, som ligger i avviklingen av en rekke større eiendomsfond i perioden mellom 2013-2017, samt at livselskapene vil måtte redusere sin eiendomseksponering på grunn av det nye Solvens II-regelverket.

Det tredje problemet er forventningen til utviklingen i etterspørselen etter eiendom som investeringsobjekt, i tilfelle formuesskatten blir fjernet eller sterkt redusert ved et eventuelt regjeringsskifte. Dette fjerner i essensen en fordel eiendom har hatt på øvrige investeringsformer med en årlig verdi av 1,5 prosent (før skatt) av egenkapitalen. Skulle skattesystemet bli lagt om vil dette være ytterligere en stein i sekken på eiendomsinvesteringer.

På grunn av disse tre forholdene velger vi å opprettholde vår anbefalte undervekt i eiendom.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500	-1,2 %	5,6 %
FTSE All World	0,3 %	6,0 %
Oslo Børs (OSEBX)	0,5 %	15,4 %
FTSE Emerging	2,3 %	8,8 %

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.