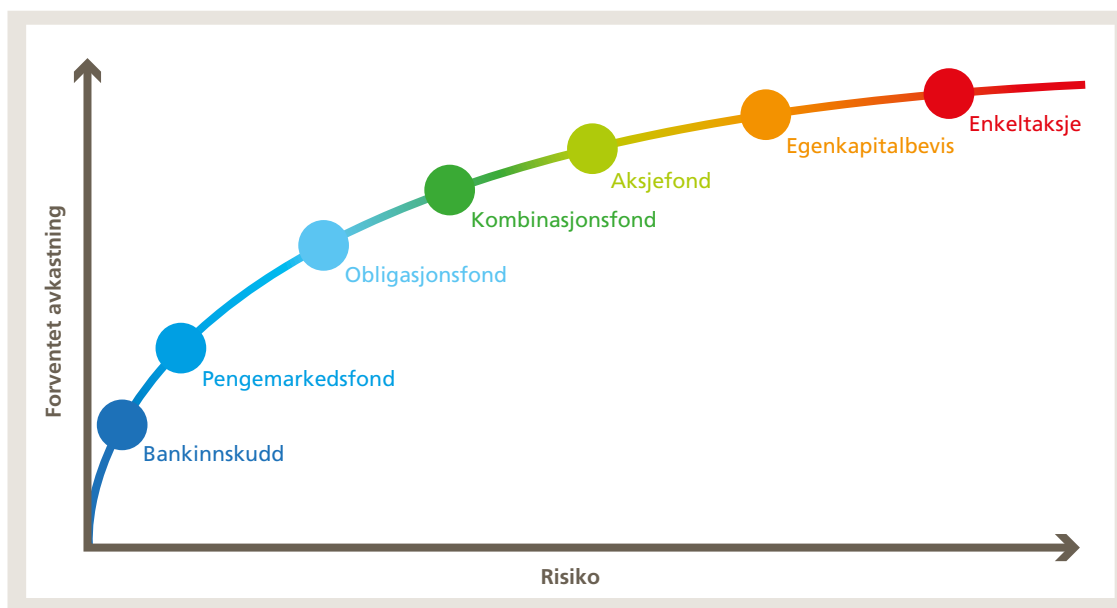


# Det falske ikon



## Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

## Utvikling sist måned og hittil i 2013

[Klikk her for å lese mer →](#)

Verdens mest brukte investeringsgraf er ikke så sannferdig som alle vil ha det til. Virkelighetens verden er alltid mer komplisert enn det en graf kan fortelle. I NORCAPs markedsrapport avsløres risiko-bløffen vi alle liker å like. [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.

Alle som tar turen innom en bank vil før eller siden bli presentert for den velkjente grafen som plottes ulike investeringer på en pen, stigende linje der forventet avkastning øker i takt med risikoen. Denne fremstillingen har blitt så innarbeidet i den kollektive psyken at knapt nok noen stiller spørsmål ved om det den fremstiller faktisk er riktig.

Sannheten er at denne grafen og alle andre fremstillinger som viser at ulike investeringsformer har et slags naturgitt forhold hva gjelder risiko eller avkastning er feil.

Hvis man begynner med avkastningen så er den en funksjon av hva man totalt får tilbakebetalt fra verdipapiret i form av utbytte, renter, hovedstol eller salg, og prisen man betaler for disse kontantstrømmene. Risikoen inngår ikke noe sted i dette regnestykket. Avkastning (eller rettere sagt forventet avkastning) er en funksjon av prisen man betaler for investeringen, altså ikke risikoen.

Argumentet til de ortodokse investeringsrådgiverne er at høy risiko gir en lavere pris, og dermed en høyere avkastning. Dette virker intuitivt riktig, da de fleste foretrekker sikkerhet fremfor usikkerhet. Og i en konstruert virkelighet der alle investorer er rasjonelle og innehar uendelig klokskap blir det også riktig, men slik er det ikke i den virkelige verden.

Et uomtvistelig eksempel finner vi i dag innerst på risikoskalaen (se graf over). Pengemarkedsfond har høyere risiko enn bankkonti. Pengemarkedskreditorer har både prioritet etter innskyterne i tillegg til at innskuddskonti er dekket av statsgarantien opp til 2 millioner kroner. Dermed skulle man tro at man fikk høyere avkastning (rente) i penge-

markedsfond enn på bankkonto, men så er ikke tilfellet i dag. Forventet avkastning i pengemarkedsfond er ca. 2-2,5%, mens avkastning på en anstendig sparekonto ligger fra 0,5 - 1% over dette.

Dette fenomenet får større utslag lenger ut på risikoskalaen. For mens sikre investeringer har en ganske forutbestemt utbetalingsstrøm, gjelder ikke dette for aksjer. Her avgjøres forventet avkastning på prognoser om hva som er utbetalingene i fremtiden. I praksis blir dette utbyttet og salgsprisen frem i tid i forhold til aksjekursen i dag. Siden dette er vanskelig å forutse, velger de fleste å basere sin avkastningsforventning på hva som historisk sett har vært avkastningen i aksjemarkedet over en veldig lang periode. Tallet som det opereres med er typisk ti prosent per år. Disse ti prosentene er en funksjon av startprisen i begynnelsen av måleperioden, historiske hendelser i løpet av samme periode som bestemmer overskudd og utbytte underveis og prisen ved avslutningen av perioden, og er således på ingen måte naturgitt.

Prisingen av aksjer har gått fra høyt til lavt hele tiden, og har ikke stått stille et øyeblikk. Faktisk viser historien at utslagene på prisen er 20 ganger høyere enn endringene i faktiske utbetalinger skulle tilsi. Enhver makter å forstå at det å kjøpe noe billig, er bedre enn å kjøpe det dyrt. Likevel velger mange den falske tryggheten som ligger i å heller tilbe det falske ikonet som sier at avkastningen skal være et eller annet tall, gjerne med tillegget «over tid». Avkastningen i deres hoder må jo være høyere, fordi risikoen er høyere.

Vi mennesker er dessverre svært dårlig utstyrt til å vurdere risiko generelt, og forsøket på å kondensere ned risiko til et tall, er, om noe, misvisende.

Det mest brukte målet på risiko, prissvingninger, vil så godt som alltid si at risikoen er skyhøy når den er som lavest og motsatt. Risikoen er som lavest når forventningene er i bunn, markedet har falt mye og prisingen som en følge er lav. Sannsynligheten for at du da må avhende verdipapirene dine til en lavere pris enn det du betalte for dem er langt lavere enn når markedet er nær toppen.

Å tro at man skal få høy avkastning på noe som er risikofritt, er en fantasi, for alle skjønner når noe er risikofritt. Samtidig er det en fantasi at man får høy avkastning som en følge av å ta høy risiko. Høy risiko betyr kun at man tar høy risiko. Intet mer, intet mindre.

## Norcaps investeringsråd

### Aksjer

Den amerikanske sentralbanken overrasket alle forrige måned da de etter å ha lært opp markedet til at pengetrykningen skulle trappes ned plutselig lot være. Årsakene til dette har vært gjenstand for mye spekulasjon, som at økonomien ikke er sterk nok til politiske spenninger i forbindelse med det forestående byttet av sentralbanksjef. Uavhengig av årsak ble det i hvert fall tolket positivt av markedet, og vil isolert sett være positivt for risikoaktiva på kort sikt.

Forhandlingene rundt det amerikanske gjeldstaket er neste landmine i finansmarkedene. Sannsynligheten for at denne skal detonere vurderer vi dog som lav. Debatten rundt gjeldstaket er dog symptomatisk for den strukturelle økonomiske tilstanden mange steder i verden. Det er bygget opp forventninger om statlig forbruk og økonomisk vekst som vanskelig vil la seg oppfylle. USA, Japan og store deler av Europa har et stort behov for å rette opp i sine statsfinanser, men vil eller kan ikke gjøre dette fordi det vil sende økonomien tilbake i resesjon. Dermed utsettes oppgjørets time mens regningen vokser. Den uunngåelige konsolideringen vil etter hvert være en betydelig motvind for økonomisk vekst og følgelig også aksjemarkedet. Rentevåpenet er allerede brukt til å øke verdsettingene, slik at lavere global vekst herfra må være den primære driveren for videre markedsoppgang.

Innenfor aksjemarkedet er det store forskjeller. Vi ser verdi i aksjer i vekstmarkedene, noe som nå er upopulært. Faren for en krise i disse landene er ikke helt over, men skulle en ny «Asiakrise» inntreffe vil den også skylle inn over de utviklede markedene som en tsunami, og følgelig er forholdet mellom avkastning og risiko bedre i vekstmarkedene etter vår vurdering. Samtidig ser vi tendensene til en boble-utvikling i lavrisiko aksjer som forbruksvarer og helse, spesielt innen forbruksvarer. Vi har tidligere vært inne i begge disse sektorene over lengre perioder. Som en respons på nullrentepolitikken har imidlertid investorer internasjonalt lett etter enhver investering som har en viss avkastning, med mest mulig begrenset risiko. Dette er synlig hvis man ser på utvikling i defensive aksjer som for eksempel helsesektoren. Helseaksjer i S&P 500 indeksen har i år steget ca. 15 % mer enn den generelle indeksen.

Etter en kraftig opptur i helseaksjer velger vi derfor å redusere dette nå. De demografiske forholdene gjør at denne bransjen fortsatt har vekstpotensial, men vi ønsker å være med fra underpriset til nøytral prising. Siden vi først tok en kraftig posisjon i helse for fire år siden har sektoren levert 20% meravkastning i forhold til det generelle markedet, og prisingen har gått fra en rabatt til en premie mot markedet.

Aksjemarkedet er generelt sett også langt fra underpriset etter historiske standarder. Et lavt rentenivå forsvaret prisingen noe, men er forbigående. Det største problemet for risikoaktive fremover vil være når «risikofri» rente øker, hvilket vil skifte avkastningskravene i alle aktivaklasser -og aksjer vil være den aktivaklassen som lider mest.

Vi opprettholder vår anbefalte undervekt i aksjer.

P/E Helse vs. S&amp;P 500



## Renter

Internasjonalt har lange renter så vidt begynt sin ferd tilbake mot normaliteten. Men det er langt igjen til et normalt nivå, og det ligger mye repriseringsrisiko og venter fremdeles.

Et Japan-lignende scenario med svært lave renter i mange år kan dog ikke utelukkes. I et slikt tilfelle vil ikke repriseringsrisikoen detoneres og lange fastrenter vil vise seg å være bedre enn flytende. Men siden renten allerede er lav, vil man ikke kunne nyte prisgevinsten av et slikt scenario. I tillegg fører den flate rentekurven til at meravkastningen i å forlenge utlånene er begrenset. Alt i alt står ikke den forventede avkastningen i stil med risikoen.

Lånemarginene er fortsatt relativt høye, selv om man som utlåner ikke lenger får de drømmebetingelsene man gjorde for et par år siden. Bankenes fortsatte tilpasning til Basel III-regelverket gjør at marginene vil opprettholdes også fremover. Kredittmarkedet gir en av de få mulighetene til å få avkastning betydelig over risikofri rente med en begrenset repriseringsrisiko dersom pengepolitikken skulle ta en annen retning.

Vi opprettholder vår anbefalte overvekt på kredittrisiko, og anbefaler fortsatt en størst mulig grad av flytende eller kort rentebinding.

## Anbefalt lesning:

### Finanstilsynet er den største trusselen mot finansiell stabilitet

[www.telegraph.co.uk/finance/bank-of-england/10334863/It-is-the-regulators-who-now-pose-the-biggest-threats-to-financial-stability.html](http://www.telegraph.co.uk/finance/bank-of-england/10334863/It-is-the-regulators-who-now-pose-the-biggest-threats-to-financial-stability.html)

### Intervju med Øystein Stray Spetalen

[www.na24.no/article3671695.ece](http://www.na24.no/article3671695.ece)

### En uforbeholden unnskyldning til Wolfgang Schäuble

<http://blogs.telegraph.co.uk/finance/ambroseevans-pritchard/100025568/my-grovelling-apology-to-herr-schauble/>

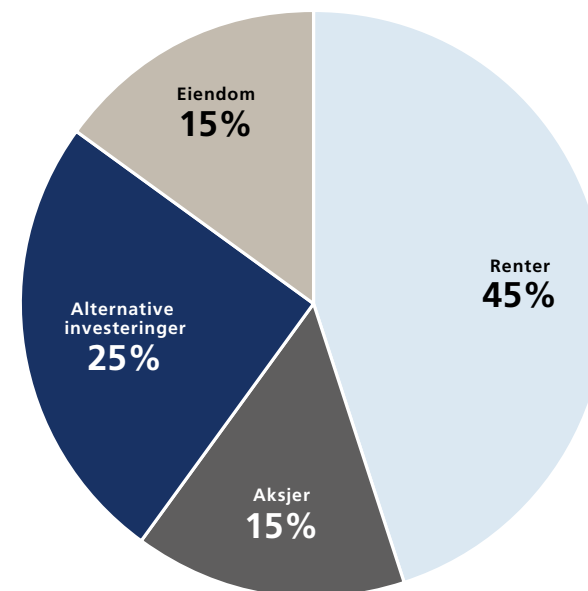
## Eiendom



Næringseiendomsmarkedet er i likhet med aksjemarkedet delt mellom det som oppfattes som trygt og alt annet. På den positive siden begynner det å løsne litt i finansiering av eiendomskjøp, noe som er vesentlig for at det skal være noe som helst omsetning. Prisene på lån er imidlertid fortsatt høye, og bankene driver stor grad av differensiering mellom kunder.

Farene som ligger i høyere renter og en eventuell fjerning eller reduksjon av formuesskatten er imidlertid fortsatt til stede, selv om bedre tilgang på finansiering i hvert fall bedrer situasjonen noe. Men med yieldene på lave nivåer vil et lite skift i avkastningskravet gjøre stor skade på egenkapitalen. Risikoen for at avkastningskravet skal opp fra dagens nivåer er relativt stor, og forventet avkastning fra løpende drift tilsvarende lav. På bred basis er det vanskelig å hente igjen et tap som følge av høyere yieldnivå gjennom økte inntekter.

Vi opprettholder vår anbefalte undervekt mot eiendom



## Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	1,3 %	27,4 %
FTSE ALL World	3,3 %	21,5 %
Oslo børs (OSEBX)	1,0 %	13,0 %
FTSE Emerging	4,3 %	-0,3 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	1,2 %

## 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 aktivaklasser, produkter eller underliggende selskaper.