

Tilbake til virkeligheten



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Stressede investorer i full fart mot sommer og sol førte til en solid justering av stemningen i finansmarkedene. Den gikk fra det positive til det negative.

[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.

Potensiell bankkrise i Kina

Mye fokus har blitt dedikert en potensiell bankkrise i Kina, indikert ved en kraftig og hurtig oppgang i rentene i interbankmarkedet, ikke helt ulikt det man så i oppkjøringen til finanskrisen i 2008.

Det er ikke til å stikke under en stol at situasjonen i Kina er alvorlig. Belåningen i privat sektor er, når man inkluderer det såkalte skyggebank-systemet, svært høy. Politikken med massive realinvesteringer (div. utbygginger), både vellykkede og mislykkede, forskutterte en del av kinas økonomiske vekst. Høy vekst kombinert med statlig kontroll av bankinnskuddsrenter på et kunstig lavt nivå har gitt perfekt grobunn for et illegalt gråmarked for utlåns- og finansprodukter. På toppen av dette kommer det faktum at bankene ble tvunget til å oppfylle utlånskvoter i 2009, med tilhørende slepphendt kredittvurdering.

I skyggebankmarkedet har det florert av «investeringsrådgivningsprodukter». Dette er typisk investeringer som garanterer en høy rente, hvor utsteder typisk har brukt pengene på å investere i risikoplasseringer. Det er selvsagt bare et spørsmål om tid før slike konstruksjoner kollapser og utsteder ikke kan oppfylle sine garantier.

Situasjonen med en for stor belåning og en skog av lån som er i ferd med å misligholdes, er lik den vi har sett andre steder i verden. Tyngdekraften gjelder også i Kina, og den nødvendige kredittnedbyggingen som må finne sted der vil være en motvind mot økonomisk vekst og følgelig også avkastning i finansmarkedene.

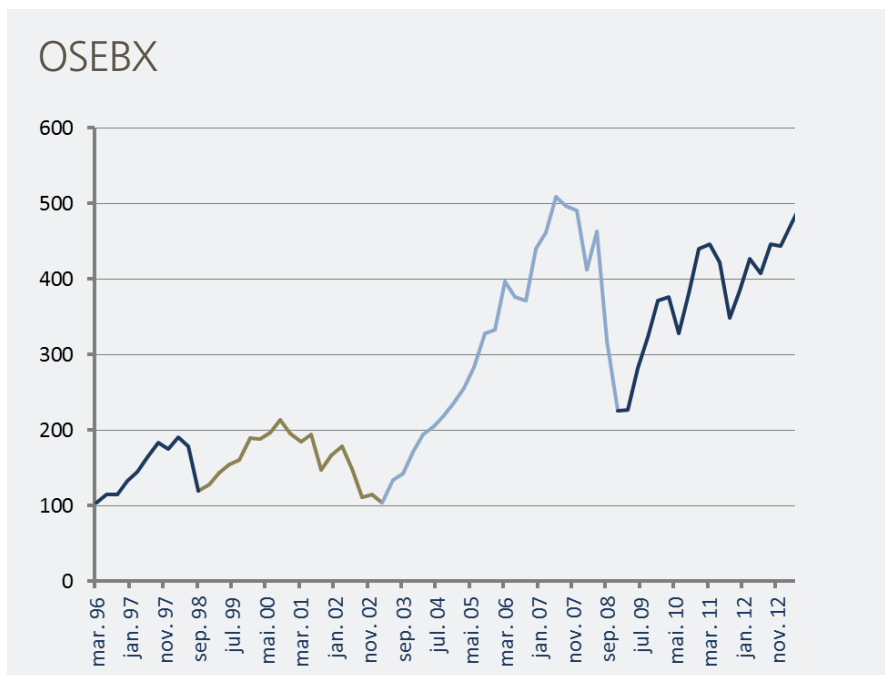
Likevel er ikke et akutt sammenbrudd i Kina det øverste på vår lange bekymringsliste. Den kinesiske staten har tross alt både ressurser og politisk mandat til å gjøre nettopp det USA og Europa har gjort de siste fem årene; utsette krisen og legge til rette for langsom seigpining.

I tilfelle det skulle komme en krise vil imidlertid den eksponeringen de fleste har direkte i kinesiske aksjer (og andre vekstmarkedsaksjer) tross alt være et lite problem. Hvis et av de siste landene som skulle dra verdensøkonomien videre snur fra positiv til negativ bidragsyter vil det dra med seg alle finansmarkeder. Altså er det et problem for risikoaktiva generelt, ikke bare Kina.

At risikoaktiva har tatt en nedjustering av prisen, er fullstendig rimelig. De svake økonomiske resultatene som oppnås på bakken står i sterk kontrast med den sterke utviklingen på børsene det siste året. I våre øyne er kredittproblemet i Kina et større problem med tanke på fremtidig vekst og resultater fremfor akutte markedsfall.

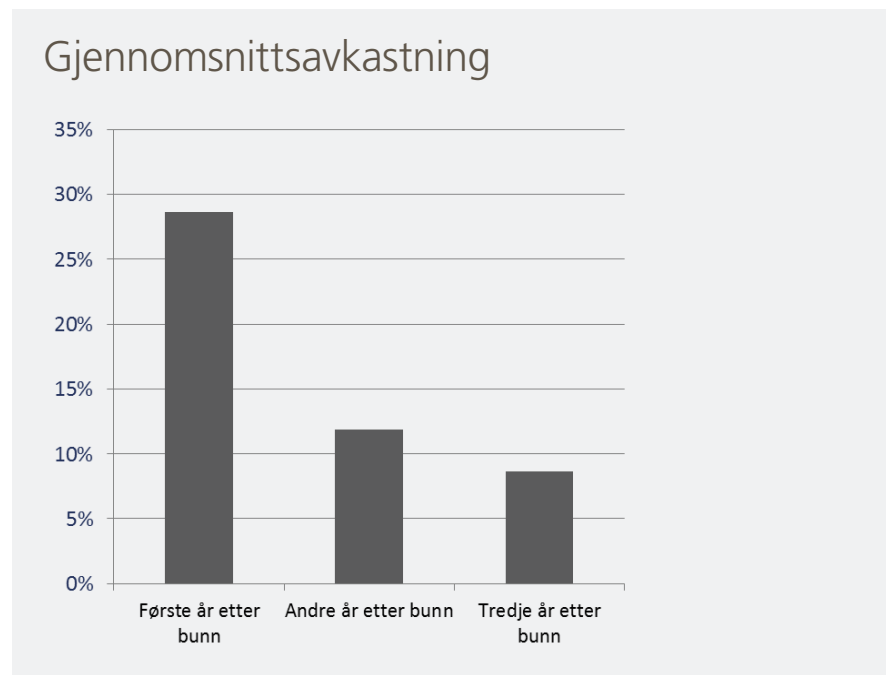
Optimismen er avkastningens fiende

Det er ingen hemmelighet at aksjemarkedet er syklisk, i likhet med svært mange ting her i livet. Det pussige er imidlertid hvor mange som glemmer dette etter bare noen få år, hvilket medfører at troen på store gevinster er størst når sannsynligheten for å oppnå dem er minst.



På Oslo børs har det siden 1996 vært fire klare sykluser; 96-98, 98-2003, 2003-2009 og fra 2009 frem til i dag.

De tre avsluttede syklusene har gitt 5,8% årlig gjennomsnittlig avkastning. Det som er påfallende (og som ikke vises godt i en prisgraf) er hvor mye av avkastningen som kommer i starten av syklusen. Første året etter bunn er avkastningen 28%, mens dette tallet faller til 13% i det andre året. Det tredje året faller avkastningen til under 9%.



Altså er den mest interessante avkastningen allerede unnagjort mens de fleste fortsatt slikker sårene etter forrige heisatur. Det paradoksale er at da er også risikoen lavest. Dette er fordi når et aktiva faller mye i pris forandres egenskapene drastisk. Forventet avkastning stiger, og risikoen faller fordi det da er langt mindre sannsynlig at man må selge investeringen for mindre enn man ga for den. Dette er et poeng som de aller fleste later til å forstå konseptuelt, men som svært få har den følelsesmessige balansen til å etterleve. Årsaken er kort oppsummert at

mennesket er et flokkdyr som ønsker å tilpasse seg og få aksept av andre mennesker. Faktisk har adferdsforskningen vist at hjernens reaksjon på sosial avvisning er den samme som fysisk smerte. Denne flokkadferden gjør at alle ønsker å ta høy risiko for å klemme ut de siste prosentene av aksjemarkedet, mens få ønsker å plukke den lavthengende frukten i etterkant av et kraftig fall.

De avsluttede syklusene har vart i gjennomsnitt 4,25 år. Fra markedet endelig snudde i mars 2009 og frem til i dag har det gått nettopp 4,25 år...

Å ta slike enkle sammenhenger bokstavelig og løpe ut og korte aksjer er ikke noe vi anbefaler, men det er et klart signal om at den markeds- syklusen vi nå er inne i er moden, og at de lette gevinstene for lengst er tatt ut. I sommersola bør man i tillegg til solkrem smøre seg med tålmodighet.

Norcaps investeringsråd

Aksjer

Verdens mest toneangivende sentralbanker holder i dag på med systematisk manipulasjon av markedspriser i finansmarkedet. Dette skjer helt åpent og med en god intensjon, nemlig å få fart på økonomien igjen.

Prismanipulasjonen fungerer primært gjennom to kanaler. Den ene er å gjøre realinvesteringer (alle slags produksjonsmidler) og forbruk mer attraktive ved å senke renten. Den andre er ved en formueseffekt ved at en økt pris på finansaktiva vil gjøre at folk føler seg rikere og dermed forbruker mer.

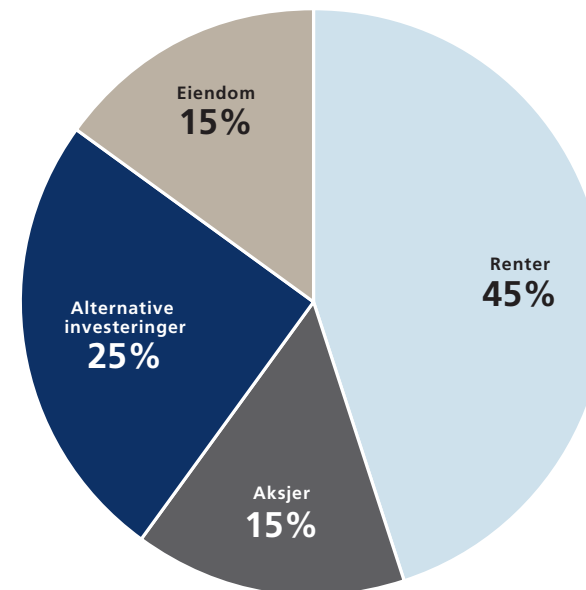
Problemet er imidlertid at de gode effektene på økonomien av slike tiltak er begrensede og avtagende i effekt. Tiltakspakkene gjorde mye for å avverge den dype avgrunnen i 2008/2009, men for hver dollar som trykkes får det mindre og mindre virkning. I tillegg er bankvesenet som overførselsmekanisme mellom sentralbanken og økonomien ute av funksjon. Selv om renten er lav, setter strenge lånevilkår en effektiv stopper for realisering av en rekke investeringer.

Samtidig som effekten av tiltakene på realøkonomien har vært begrenset de siste årene, har effekten på finansmarkedet, særlig det siste året, vært sterk. Dette skaper i seg selv et annet problem, hvor markedsnivået på finansaktiva er over der det egentlig burde ha vært, og gapet mellom prisingen i finansmarkedet og realiteten øker.

Dette øker fallhøyden for hva som skjer når sentralbanken skal manøvrere seg ut av situasjonen de har satt seg selv i. En avslutning av stimulansene vil alt annet likt medføre at de aller fleste finansielle aktiva må revurderes, noe som vil føre til en lavere pris. Håpet for aksjeinvestorene er at den effekten skal oppveies av at inntjeningen blir bedre, for ellers ville ikke stimulansene blitt avsluttet. Det er dog slik at bunnlinjen i bedriftene ikke nødvendigvis sammenfaller med vekst i den generelle økonomien. Over tid henger disse nært sammen, men på kort sikt kan verdiskapningen fordeles skjevt. Hvor mye bedriftene greier å karre til seg av samfunnets verdiskapning måles i profittmarginen.

Kapitalismen virker, og dermed er profittmarginen en av de mest sykliske variablene i økonomien. Hvis man tjener nok på noe vil enten konkurrenter, kunder, leverandører eller arbeidstagere forsøke å karre til seg en større del av verdiskapningen, hvilket gjør at profittmarginen faller. Dermed er postulatet om at den negative effekten en nedtrapping eller avslutning av de ulike pengetrykkingspakkene har på aksjeprisene vil bli kompensert gjennom økt resultat i bedriftene ikke like sikkert som populærvitenskapen vil ha det til. For det første er det betinget av at QE-pakkene faktisk forbedrer den økonomiske situasjonen (noe som kan diskuteres), dernest at resultatene følger den generelle økonomiske utviklingen (noe endring i profittmarginen ødelegger).

I en situasjon hvor avkastningskravet er manipulert kunstig lavt (og følgelig prisen på finansaktiva er kunstig høy) gjelder det å begrense eksponeringen mot skift i avkastningskravet. Innen obligasjonsforvaltning betegnes dette som «durasjon», et begrep som sjelden overføres til egenkapital, men som fullt ut er relevant også for alle typer plasseringer.



I og med at aksjer (selskaper) har tilnærmet «evig» levetid, har aksjer lang durasjon. Denne grunnen alene er i utgangspunktet nok til å velge andre risikoaktiva. Kort sagt er de investeringene som har steget mest i pris pga. QE-pakkene de som vil falle mest i verdi når musikken slutter og festen er over.

Vi opprettholder vår undervektsanbefaling på aksjer.

Renter

Renteplasseringer er episenteret for sentralbankenes prismanipulasjon. Flere steder i verden (som f.eks i Japan, se over) handles statsobligasjoner til renter som gir garanterte tap. Dette er et globalt fenomen, og selv om ikke alle statsobligasjoner gir garanterte tap, er det liten grunn til å vurdere å påta seg renterisiko. Dermed bør man holde seg mest mulig i flytende og korte rentepapirer. Renten kan stort sett bare gå opp herfra.

Innen kredittrisiko har premien (rentepåslaget) for high yield-obligasjoner for første gang i post-finanskrisen falt under gjennomsnittsverdien. Dette tilsier at kredittrisiko ikke er den åpenbare kjøpsmuligheten det var. Riktignok kan bildet justeres litt for at kvaliteten på «lavkvalitetsobligasjoner» er høyere nå enn før finanskrisen. Kall det gjerne at kravet for «minimumskvalitet» har blitt høyere, hvilket taler positivt for denne aktivaklassen.

I en vurdering opp mot andre risikoaktiva drar imidlertid kredittrisiko det lengste strået. Selv om prisingen i dette segmentet også begynner å bli skarp, er det fortsatt en positiv forventet avkastning. Videre har kredittobligasjoner en begrenset levetid, hvilket gjør at man kan høste risikopremie uten å ta stor eksponering mot avkastningskravet, en essensiell egenskap i dagens finansmarked.

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

Eiendom

Eiendom har i tillegg til lang durasjon også en relativt statisk inntektsside. Dermed er det lite sannsynlig at man får kompensert en utgang i avkastningskravet med høyere leieinntekter, i hvert fall på tradisjonelle yield-eiendommer.

På toppen av dette vil en utjevning av formuesskatt-behandlingen av eiendom vs. andre investeringer, for eksempel ved en fjerning eller reduksjon av formuesskatt, være et nådestøt for etterspørsel etter eiendomsinvesteringer.

Gjennom vellykkede utviklingsgrep er det selvsagt mulig å få god avkastning (med den risiko det medfører), men for ferdig utviklet eiendom står ikke avkastningen i stil med risikoen.

Vi anbefaler fortsatt at man opprettholder en undervekt i eiendom.

Anbefalt lesning:

Italiensk bank: Italia trenger hjelpepakke

www.telegraph.co.uk/finance/economics/10139939/Italy-could-need-EU-rescue-within-six-months-warns-Mediobanca.html

The Economist: Mer om kina-kreditt

www.economist.com/news/finance-and-economics/21579445-chinas-credit-boom-has-got-people-worried-should-they-be-taking-credit

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.