

På tide å hoppe av?



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 →](#)

I løpet av et drøyt tiår siden årtusenskiftet har det økonomiske verdenskartet endret seg betydelig. Land som tidligere har vært lutfattige har sett en enorm velstandsvekst. Kina har blitt verdens nest største økonomi og Brasil og India har klatret opp blant verdens økonomiske stormakter. [Klikk her for å lese mer →](#)

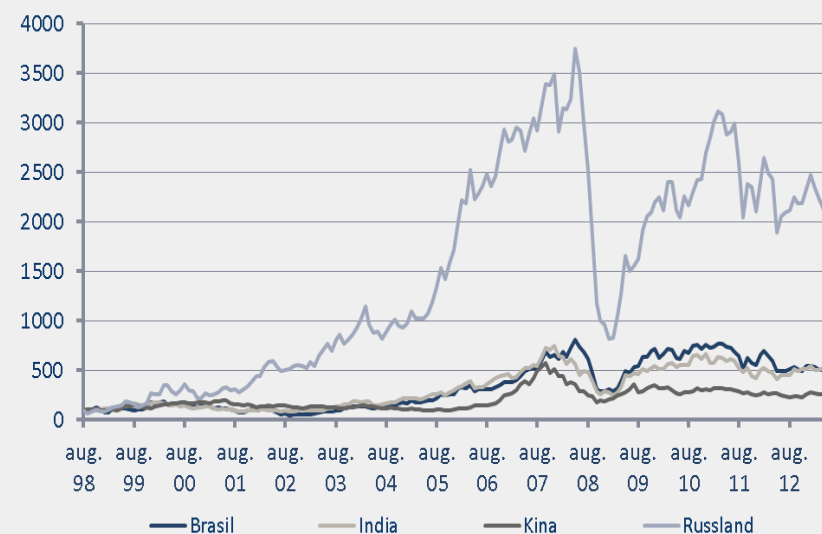
Markedsrapporten til Norcap tar opp aktuelle tema som preger den økonomiske utviklingen, og som Norcap mener vil påvirke investeringsklimaet. Her vil også Norcaps anbefalte aktivaallokering presenteres. Markedsrapporten sendes ut månedlig.

Er vekstmarkedenes tid forbi?

En kombinasjon av reorientering og liberalisering av den kinesiske økonomien kombinert med høy vekst i vesten ga grobunn for en enorm fremgang i Kina. Kinas velstandsvekst og akkumulasjon av kapital skapte igjen en bølge av byggeprosjekter som sendte prisen på olje, stål, kobber og andre råvarer i taket, og dro med seg råvareprodusenter som Brasil, Russland, Norge og Australia.

På ryggen av den enorme økonomiske veksten i land som Brasil, Russland, India og Kina (kjent som BRIC-landene) med flere, fulgte også et enormt oppsving på de lokale børsene. Ikke bare steg resultatene i takt med den generelle veksten, men at vekstmarkedsaksjer gikk fra å være superekstotiske til å bli «vann-og-brød»-innslag i de fleste porteføljer medførte også en betydelig reprising av markedene. Resultatet ble fantastisk avkastning der den russiske børsen mer enn 30-doblet seg, den kinesiske tredoblet seg og det brasilianske og indiske omtrent 7-doblet seg i perioden 1998-2011.

BRIC-avkastning (USD)



Den siste perioden har imidlertid ikke vekstmarkedene vært de avkastningsstjernene de engang var. Tvert i mot har disse markedene stort sett tapt seg i verdi samtidig som investorer i mer modne markeder som USA, Japan og Europa har kunnet innkassere hyggelige gevinster. Mangelen på avkastning har gitt grobunn for en rekke teorier for å forklare dette. Følgelig har man den senere tiden sett en enorm oppblomstring av uttalelser fra økonom og analytikerhold om at vekstmarkedene er et avsluttet kapittel. Veksten er fallende og den lette

innhenting av vesten er allerede gjort, korrupsjonen er fortsatt høy og i tillegg er det problemer med overinvesteringer, boligbobler og underskudd på statsbudsjettene avhengig av hvor man ser. Også hos investorene har vekstmarkedene falt ut av ønskelisten. Statistikk fra handelsplattformen Nordnet viser at av de ti mest netto solgte fondene i juli har fem «Emerging Markets» i navnet.

Det kan heves over enhver tvil at det vil være vanskelig, for ikke å si umulig, for BRIC-landene å gjenskape den økonomiske veksten de har hatt. Dårligere tider i Europa og USA, med tilhørende mindre eksport og mer proteksjonistiske strømninger i politikken fører til svakere eksportvilkår. Samtidig var de fattige landene mye fattigere før, og prisfordelene på lønninger og muligheten til å forbedre seg kraftig ved bruk av teknologi som for lengst var dagligdags i rike land er mye mindre nå enn tidligere. Og siden en enorm mengde veier, jernbaner, fabrikker og bygninger allerede er oppført vil Kinas tilsynelatende umettelige hunger etter råvarer avta, og dermed vil også de råvareproduserende landenes vekst være avmattende i takt med dette.

Samtidig ser man at land som i utgangspunktet er langt rikere, men hvor tidene er dårlige, i større grad konkurrerer om markedsandeler. Med en tydelig svekket valuta har for eksempel Japanske varer igjen blitt konkurransedyktige mot kinesiske og koreanske. Videre ser man at en del amerikanske bedrifter flytter deler av produksjonen hjem fordi kostnadsforskjellen nå er mindre og «Made in USA»-merket gir forbrukerne en god følelse.

De grunnleggende forholdene som tilsier at det vil være en høyere vekst i verdens fattigere land, er likevel til stede, selv om de neste årene ikke vil være like gode som de foregående. BRIC-landene huser 43% av verdens befolkning, men bare 21% av verdens BNP. I tillegg kommer mindre vekstmarkeder med en befolkning på over en milliard mennesker. De fremvoksende landene, med unntak av Kina og Russland, har en langt bedre demografisk profil enn de fleste rikere land, et forhold som mange ignorerer implikasjonen av. Mange av vekstmarkedene har en stor demografisk dividende foran seg (som Europa tok ut i perioden 1960-1990). Og selv om mange av disse landene har sett en enorm standardhevning de siste årene er det fortsatt svært langt igjen til vestlig standard. Som et eksempel blant mange har ikke den jevne Inder enda bankkonto, og den jevne russer har ikke boliglån, en potensielt stor vekstkilde. Å avskrive vekstmarkeder som et avsluttet kapittel blir derfor en altfor unyansert slutning. Veksten vil nok bli lavere, men den globale utjevningen av velstand vil nok fortsette enda noen år.

Lavere vekst i den fremvoksende verden fører også til lavere vekst i andre deler av verden. Siden finanskrisen har det aller meste av global vekst skjedd i nettopp Sørøst-Asia og Sør-Amerika. Med mindre fyr på disse lokomotivene vil det være vanskelig for USA og Europa å levere nok vekst til å komme seg ut av gjeldsproblematikken man nå sliter med. Paradoksalt nok vil derfor en total oppbremsing i BRIC-landene faktisk være vel så skjebnesvanger for Europa, siden veksten da vil snu til negativ i alle andre scenarier enn ved en guddommelig inngripen. Når veksten passerer den viktige nullstreken blir dynamikken vesentlig forskjellig, særlig kombinert med høy gjeld.

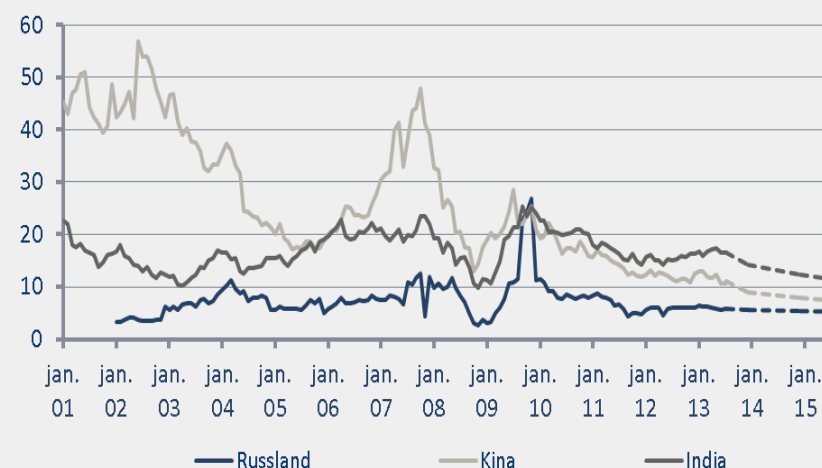
Markedsrapport august 2013

Er man bekymret for en rask og hard oppbremsing i Kina, og følgelig søker ly i vestlige aksjemarkeder, er det som å løpe inn i et brennende hus fordi man er redd for pyromane. Skal man søke ly må man ut av risikoaktiva, ikke inn i andre, dyrere risikoaktiva.

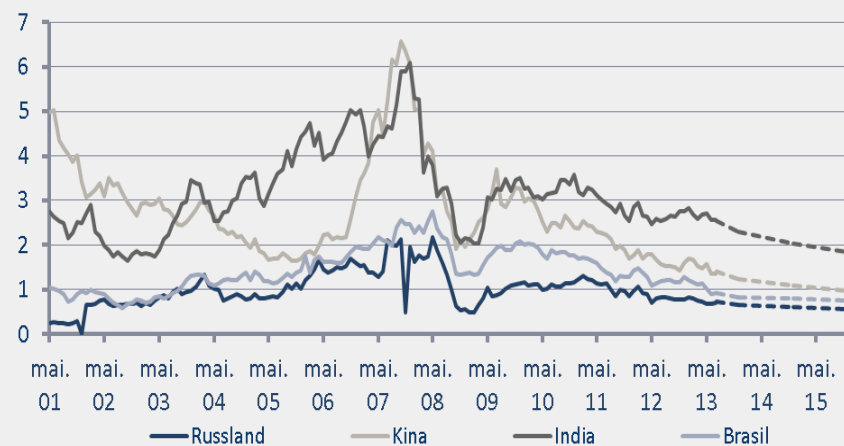
For investorer burde imidlertid ikke vekst i seg selv være interessant, selv om det viser seg at mange i høyeste grad synes det. Det som burde være interessant er veksten i forhold til prisen man betaler for veksten. Dessverre er det slik at menneskets forkjærlighet for en god historie gjør at man stort sett betaler for mye for vekstaksjer. Fenomenet medfører at man stort sett ikke kan påvise noen sammenheng mellom BNP-vekst og aksjeavkastning. Inngangsprisen er avgjørende for avkastning uansett hva slags sektor det er snakk om, og betaler man en for høy premie, blir resultatet aldri bra.

Slik prisbildet ser ut u dag er det dog lite som tyder på at man nå betaler for mye for veksten. Mens S&P 500 har en P/E på 16,5, tilsvarende den indiske indeksen, har den kinesiske børsen en P/E på 11 og den russiske er på vanvittig lave 5,8. Med en relativ prising i forhold til vestlige markeder som er den billigste siden før vekstmarkedsbølgen skyllet innover finansbransjen, er vekstmarkedsinvesteringer interessante fra et verdiperspektiv, selv om det innebærer at man må leve med de høyere uforutsigbare svingningene som slike investeringer innebærer. Så lenge prisbildet tilsier at en slik investering kan forsvares i forhold til andre risikoinvesteringer, ser vi ingen grunn til å forlate vekstmarkeder som investeringsområde.

Pris / Inntjenning



Pris / Bok

**Anbefalt lesning:****Tapering fra Fed kan fyre opp Eurokrisen**

<http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/10202278/IMF-fears-Fed-tapering-could-reignite-euro-debt-crisis.html>

Ingen synlig bedring i forholdet mellom Kina og Japan

<http://www.bloomberg.com/news/2013-07-31/ties-with-japan-face-grim-test-china-naval-researcher-writes.html>

Selv verdens eldste bransje merker nedgangstidene

<http://www.economist.com/news/britain/21578434-old-industry-deep-recession-sex-doesnt-sell>

Hva sier storbankene

<http://www.economist.com/blogs/schumpeter/2013/07/european-banks>

IMF: Frankrike vil ikke få ned arbeidsledigheten

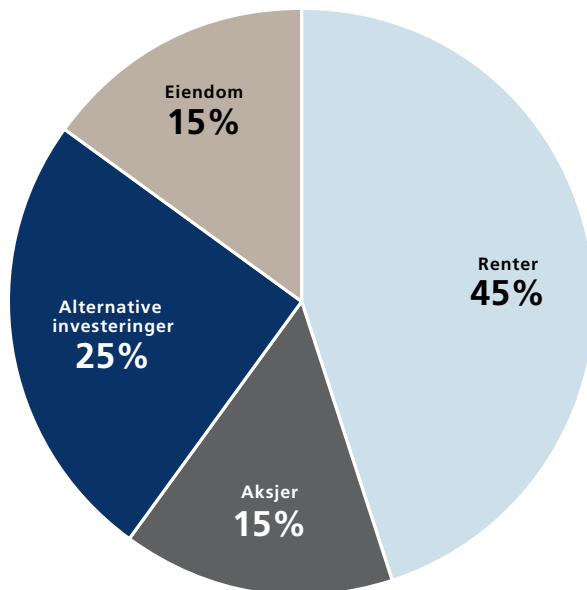
<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/10224099/IMF-sees-no-end-to-French-jobless-crisis-this-decade.html>

Norcaps investeringsråd

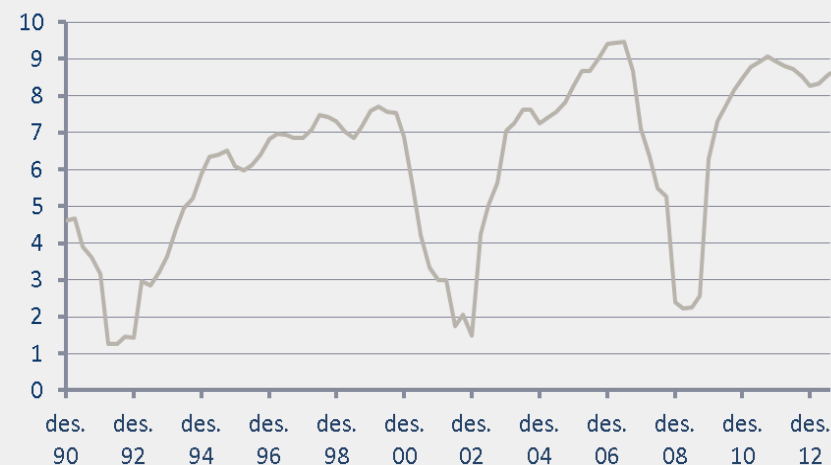
Aksjer

Verdens toneangivende aksjemarked fortsatte å stige gjennom sommeren etter en turbulent periode.

Turbulensen var forårsaket av kun et lite hint fra den amerikanske sentralbanksjefen om at dagens manipulasjon av finansmarkedene ville kunne opphøre. De tilsiktede effektene på realøkonomien har uteblitt, og det er grunn til å tro at muligheten for at sentralbankene kan presse



Profittmargin S&P 500



finansmarkedene ytterligere bort fra virkeligheten på bakken fremover er begrenset. Dette skaper en vesentlig fallhøyde i aksjemarkedet fordi det både ligger en forventning om at tidene blir bedre og evig utdeling av lykkepiller fra Mario Draghi og Ben Bernanke.

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, som nå er godt over gjennomsnittlig.

Årsaken til at aksjemarkedet er såpass populært ligger snarere i mangelen på alternative steder å plassere pengene sine, uten å være dømt til negativ avkastning etter inflasjon. Norske privatinvestorer har det i så måte noe bedre enn andre, siden det her til lands faktisk eksisterer en rente.

Vi opprettholder vår undervektsanbefaling på aksjer.

Renter

En normal forutsetning i porteføljeforvaltning er at obligasjoner er negativt korrelert med aksjemarkedet. Det vil si at når aksjemarkedet faller, er det gjerne på grunn av svakere konjunkturer, og følgelig faller også rentenivået. Når rentenivået faller, stiger obligasjoner i kurs.

Dette er, i likhet med mange forutsetninger som er vanlig i finansindustrien, i beste fall en forenkling av virkeligheten. Særlig ble dette klart da både aksje- og obligasjonsverdiene falt delvis kraftig i tospann. Årsaken til dette er igjen koblet til sentralbankens manipulasjon av finansmarkedene. Uten det ville det ikke vært forenlig med et så lystig aksjemarked kombinert med et så dystert rentenivå. Dermed får man en repriseringsrisiko på hele porteføljen dersom man ligger i aksjer og lange obligasjoner.

Med en slik repriseringsrisiko gjelder det å begrense durasjonen i porteføljen, både på rentesiden og i andre aktivaklasser. Med begrenset durasjon kan man også tillate seg å høste noe risikopremie uten at man skal plukke opp femtiøringer foran en dampveivald.

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 til risikoen.

Vi anbefaler fortsatt at man opprettholder en undervekt i eiendom.

Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	1,9 %	25,2 %
FTSE ALL World	1,6 %	16,0 %
Oslo børs (OSEBX)	5,7 %	11,5 %
FTSE Emerging	-1,9 %	-5,2 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	0,9 %

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.