

PUNK er tilbake



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 →](#)

Året er 1977. England er et miserabelt sted å være. Den forventede økonomiske veksten etter resesjonen noen år tidligere har uteblitt. Arbeidsledigheten er stigende og inflasjonen spiser opp alle rentene. Alt ser håpløst ut, og det er liten optimisme å spore. Ut av dette fødes en ungdomsbevegelse som dyrker håpløsheten og anarki med mottoet "No Future".

De kalles punkere. [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.

Ved inngangen til 2013 virker håpløsheten tilsvarende overveldende i store deler av verden. Arbeidsløsheten herjer og mange har blitt kastet ut av hjemmene sine. Noen steder virker det som om anarkiet allerede har brutt ut. Alle som er investorer må nå forholde seg til en ny type PUNK: Politikk, Ukonvensjonelle tiltak, Nullrente, Kredittmargin.

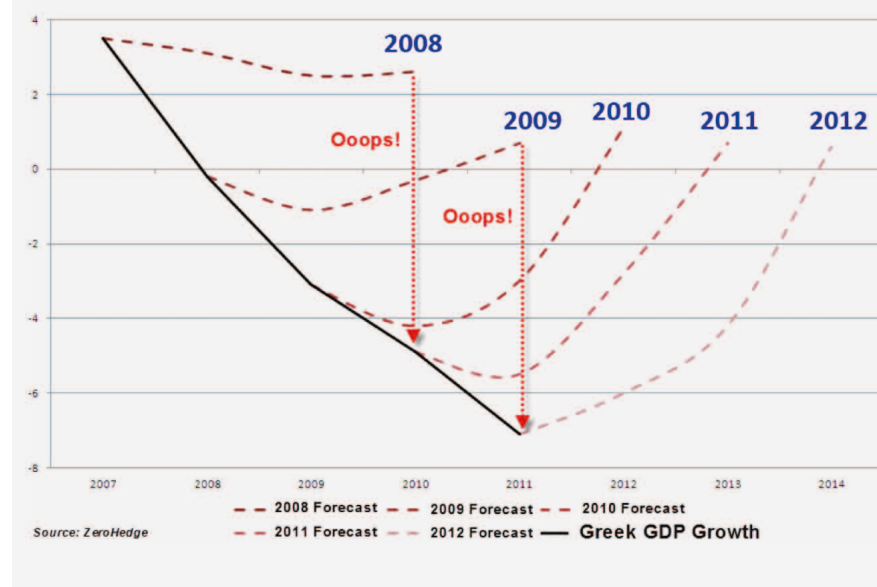
Politikk

På begge sider av Atlanteren har de politiske frontene blitt betydelig spissere siden utbruddet av eurokrisen.

I Europa går skillet stort sett mellom de som ønsker å la investorene betale regningen for å redde euroen, og de som forfekter en politikk som innebærer kutt i offentlige utgifter og økte skatter. Felles for dem begge er at de uttaler seg med sikkerhet om at det snart skal bli bedre og at regningen slett ikke vil bli så stor.

Man kan ikke annet enn beundre denne selvtilliten når man ser på hvilke anslag de tidligere har kommet med for gresk BNP-vekst de siste årene.

Troikas anslag for gresk BNP



Det er klart at hele den politiske eliten har interesse av å fremstille situasjonen bedre enn den er. Lederen for den såkalte Troikaen (kreditorene i eurosone), Jean Claude Juncker, har til og med uttalt at man er nødt til å lyve.

“When it gets serious, you have to lie”

Jean Claude Juncker (April, 2011)
Statsminister i Luxembourg og Troika-sjef

Enhver gruppe av befolkningen har en grense for hvor mye de kan tolerere før de velger å gjøre opprør i en eller annen form. Foreløpig har en stor nok del av velgermassen valgt å tro på at dagens politikk virker, at ting snart blir bedre og at alternativet er verre.

Så lenge store deler av befolkningen er misfornøyde med dagens situasjon vil den politiske spenningen vedvare. Det er vanskelig å vite hva som er dråpen som får begeret til å renne over, og gjør at velgerne faller for løsninger som fremtvinger at betalingen skjer av andre enn dem selv.

Så lenge spørsmålene rundt hvem som til syvende og sist skal betale regningen for alle godene de ulike statene har delt ut gjennom de siste tiårene forblir ubesvart, vil finansmarkedene være svært utsatt for politiske svingninger.



Ukonvensjonelle tiltak

Ukonvensjonelle tiltak, det offisielle navnet på pengetrykking, er ikke bare ukonvensjonelt, men snarere eksperimentelt. Hittil har ikke utfallet av eksperimentet vært helt i henhold til hypotesen.

Formålet er å få mer penger ut i økonomien, for derigjennom å skape vekst og en viss inflatorisk impuls. Siden sentralbanken ikke kan kjøpe varer og tjenester, men kun finansielle instrumenter, må de sette sin lit til at de investorene de kjøper statsobligasjoner fra velger å bruke pengene på enten å kjøpe varer og tjenester direkte, eller låne dem ut til noen som vil det.

Problemet er nettopp at besitterne av statsobligasjoner ikke ønsker å gjøre dette. Mottagerne av sentralbankens pengedryss er stort sett asiatiske nasjonalstater som bruker plasseringene som et verktøy for å kontrollere sin egen valuta og banker.

Bankene er i sin tur blitt underlagt nye og strengere reguleringer som i praksis medfører at de ikke ønsker å låne ut penger. Dermed kommer ikke de nytrykte pengene ut til den allmenne borger.

Så lenge avviklingen av kreditt er større enn trykkingen av penger vil det som oppleves som penger (som for det meste er ulike former for fordringer) i samfunnet bli mindre og penger vil være en knapp ressurs, noe som er hemmende for investeringer, forbruk og følgelig økonomisk vekst.

Selv om det fra sentralbankhold fremholdes som en selvfølge at tiltakene med sikkerhet vil generere vekst, er det i realiteten ingen som kan være sikre på hva som skal til for at global vekst igjen tiltar.

Når de nytrykte pengene endelig begynner å formere seg i økonomien, vil det trolig kunne bli svært vanskelig å få kontroll på den igjen. Den naturlige måten å få kontroll på inflasjon er å sette renten kraftig opp, slik det ble gjort på begynnelsen av 80-tallet. I de høyt belånte økonomiene i Vesten og Japan, vil den eksisterende gjelden innen den tid være så stor i forhold inntektene at en slik renteheving vil medføre store problemer med å betjene gjelden siden rentene allerede på lave nivåer utgjør en stor del av budsjettet.

Men ta det for all del rolig, sentralbanksjefene har sikkert dette under kontroll...

Nullrente

Avhengig av hvordan din økonomi ser ut gir et rentekutt deg to valg. Dersom du er netto forgjeldet kan du benytte de lavere rentene til å bruke mer eller betale ned mer på gjelden. Dersom du er netto formuende kan du tilsvarende velge å akseptere den lavere avkastningen og bruke litt mindre, eller øke risikoen i håp om å opprettholde avkastningen. Felles for begge tilfellene er at den sistnevnte valgmuligheten krever en underliggende optimisme hos den som velger. Japan er et godt eksempel på slik manglende optimisme.

De fleste økonomiske modeller forutsetter at det er en automatikk i at lavere rente medfører mer investeringer og forbruk, noe som ikke fungerer når aktørene i økonomien har mistet troen på fremtiden.

At risikofrie aktiva er dyre er ikke synonymt med at man vurderer prisen på risikoaktiva som attraktivt. Forventninger om fortjeneste er det som styrer prisen på risikoaktiva, noe som er vanskelig å påvirke.

Kredittmargin

For 5-6 år siden var kredittmarginer nærmest et ikke-tema i finanspressen, «alle» fikk lånt penger til en pris som minte om rentene i interbankmarkedet. Obligasjoner med høy motpartsrisiko var mørkt og eksotisk og renteplasseringer var noe finansbransjen helst ikke ville være beheftet med.

Nå har verden blitt snudd på hodet. På grunn av bankenes tilpasning til Basel III med mer, har kredittobligasjoner med god margin vært det hotteste markedet i 2012. Alt tyder på at det vil fortsette inn i 2013.

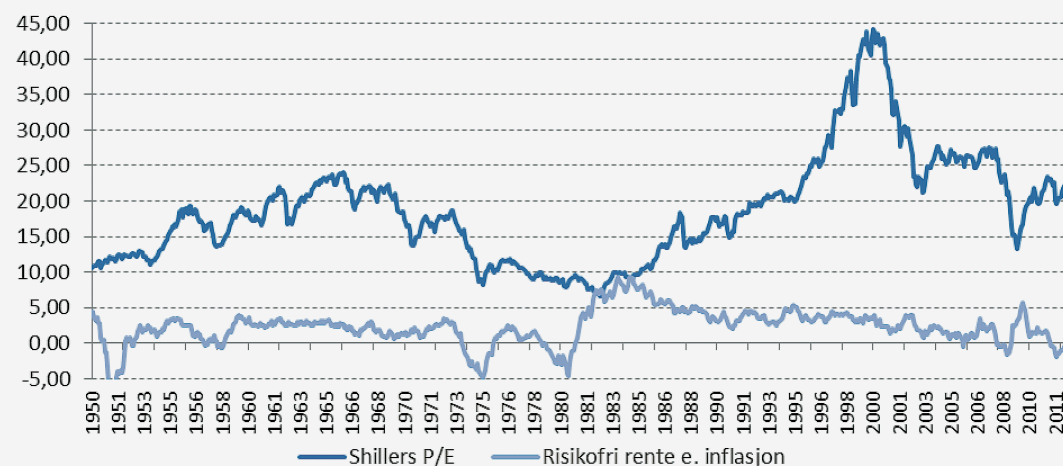
Det er en enorm mengde av lån som må flyttes fra bankvesenet over i obligasjonsmarkedet. Dermed vil tilbudet av obligasjoner som utstedes i markedet være tilstede.

På etterspørselssiden er investorene for tiden vesentlig mindre optimistiske enn tidligere. Dermed er de ute etter en mer forutsigbar avkastning, og de fleste er mer enn villige til å bytte dette mot den potensielle oppsiden som ligger i aksjeplasseringer. Det eneste de fleste ønsker seg til neste jul er høy nok rente til å dekke inntektsskatt, formuesskatt og inflasjon.

I dagens mer eller mindre stagnerende verden, ligger plasseringer i obligasjoner an til å bli en vinnende plassering. Så lenge aksjemarkedet ikke tar av, vil høye renter generere avkastning minst på linje med aksjer. Skulle verden gå fra saktegående i riktig retning slik den er nå, til full revers, vil tapene i denne aktivaklassen begynne å materialisere seg, men tapene vil være mindre enn i aksjemarkedet.

Norcaps investeringsråd

Shillers P/E vs. risikofri rente etter inflasjon



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 midt-dels 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 avkastning over tid fremover, 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 nå er på høye nivåer og at den globale økonomiske veksten kan skuffe betraktelig. På toppen av dette er det, om enn ikke i nær tid, en vesentlig fare for negativ prisutvikling ved en normalisering av rentenivået.

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

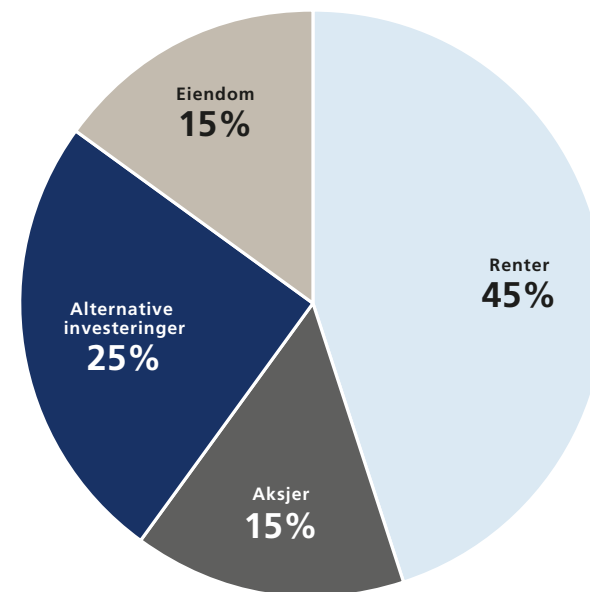
Ettersom nedbyggingen av gjeldsfjellet vil medføre at det blir mindre «penger» tilgjengelig, er renteinstrumenter interessante investeringssjekter av den grunn at de har en begrenset levetid og skal gjøres opp i kontanter. Dermed får man oppgjør i noe som har høyere verdi i fremtiden.

Statsrentene er lave. 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 god mulighet for at vi vil se enda lavere renter på de mest likvide og sikreste statsobligasjonene.

At vi ser for oss at rentene kan bli lavere er dog ikke det samme som å anbefale investering i dette, da det er basert på spådommer og derfor av natur spekulativt og gir liten sikkerhetsmargin. Utgangspunktet er liten eller ingen avkastning med 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.

Nedgiringen 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 negativt påvirke obligasjonsprisene. Av den grunn er vi positive til eksponering mot kredittpåslag som er på gode nivåer, men vil anbefale å være restriktive når det gjelder løpetiden på kreditteksponering.

Vi opprettholder vår overvekt i renter 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 negativ påvirker eiendomsprisene.

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 og at livselskapene vil måtte redusere sin eiendomsseksponering på grunn av det nye Solvens II-regelverket.

Det tredje problemet er etterspørselen etter eiendom som investeringssubjekt dersom formuesskatten fjernes ved et eventuelt regjeringsskifte. Dette fjerner i essensen en fordel eiendom har hatt på øvrige investeringsformer til en årlig verdi av 1,5% 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	-0,2 %	6,9 %
FTSE ALL World	0,6 %	5,7 %
Oslo børs (OSEBX)	0,0 %	14,8 %
FTSE Emerging	0,6 %	6,3 %

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.