

Å lene seg på renter



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 →](#)

Når kredittmarginene er gode og egenkapitalmarkedet er svakt, da er det på tide å lene seg tilbake og sette renter på investeringsmenyen. Aksjemarkedet er derimot i en fase der kun de korte veddemål kan gi avkastning. I NORCAPs markedsrapport for juni kan du lese mer om en forunderlig europeisk penge-dans og at aksjeforvaltere gjerne bløffer om Oslo Børs' fortrefelighet. [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.

Nå tømmes bankene

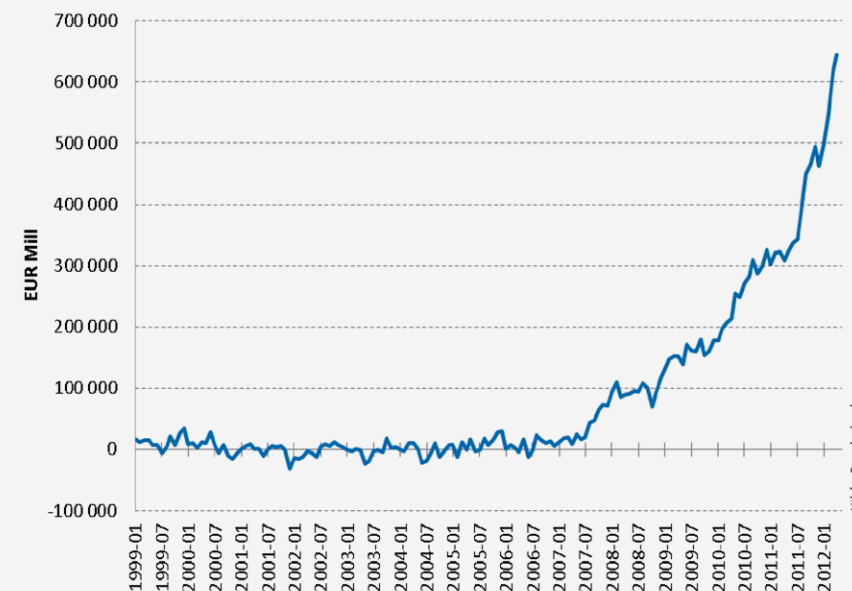
Den britiske sentralbanksjefen bemerket i 2008 at dersom man ser et bankrun utfolde seg (at bankkunder flytter sine sparepenger i frykt for at banken kan gå overende), er den eneste rasjonelle løsningen å delta selv. I både Spania og Hellas rammes nå bankene hardt av et bankrun, selv om det i dagens nettbank-verden går stillere for seg enn i gamle dager. Innbyggerne i disse landene lukter at banken deres kan være usikker, og flytter selvsagt pengene sine ut av spanske og greske banker og plasserer dem i tyske banker eller i madrassen.

Hullet i balansen til de spanske bankene blir således større og større og for å forhindre at et skred av uttak vil velte hele banksystemet, må en troverdig part steppe inn og garantere for innskuddene. Problemet nå er at en statsgaranti for innskuddene utstedt av staten i landene dette gjelder har ingen verdi, og hvem skal da tette hullet?

Det paradoksale i det hele er at den som nå finansierer uttakene til grekerne og spanjolene fra greske og spanske banker, er den tyske sentralbanken. Dette skjer via det såkalte Target2-betalingsystemet. Når euro flytter ut av et land, vil sentralbanken låne disse pengene av mottagerlandets sentralbank. Dermed går pengene i en herlig runddans ut av greske banker, inn i tyske banker, inn i den tyske sentralbanken, deretter inn i den greske sentralbanken og tilbake til de greske bankene. Normalt har de greske bankene gjort opp det utestående fortløpende ved å ta opp lån i markedet, men siden det ikke har vært mulig den siste tiden har utestående vokst.

Kronen på verket er at mens grekere og spanjoler får byttet sine høyst usikre bankinnskudd i relativt sett trygge tyske bankinnskudd, må tyskerne pøse på med tilsvarende nye lån til Hellas og Spania, noe man kan lese ut av Bundesbanks Target2-utestående under.

Tysklands tilgodehavende i Target2



Siden nesten hver eneste greker med et minimum av økonomisk sans har flyttet pengene sine til utenlandske banker eller tatt midlene ut i kontanter, spiller det da noen rolle om Hellas går tilbake til drakmer? Kanskje det i realiteten er Tyskland som har mest å tape på et slikt scenario.

Dette er et klassisk eksempel på den amerikanske oljemagnaten J. Paul Gettys berømte sitat om at hvis du skylder banken \$1 million er det ditt problem, men hvis du skylder banken \$100 millioner er det bankens problem. Inkluderer man det utestående beløpet i Target2 (som nå garantert har vokst fra de siste publiserte tallene) kommer den tyske regningen for direkte tap i en gresk utgang fra euroen opp i EUR 930 mrd. I tillegg kommer selvsagt smitteeffekter, tap av eksportinntekter med videre. Slike tap vil også dra den tyske gjeld/BNP graden over 100% og slik sprer risikoen seg gradvis til de trygge havnene.



Er livet for kort til å være «langsiktig»?

Alle som har vært innom en bank eller lest noe som helst om investering av penger har fått innprentet at alt går opp, bare man er langsiktig. Bakgrunnen for dette er, som man også får forklart, at man får betalt for å ta risiko, og denne betalingen vil over tid bli stor nok til at man med god sikkerhet kan si at det lønner seg kontra sikrere plasseringer.

Forlengelsen av dette argumentet er følgelig at dersom man har «lange briller på» (et uttrykk som er en gjenganger på diverse

salgspresentasjoner) trenger man ikke å gjøre vurderinger om markedet er dyrt eller billig, noe som visstnok er særdeles vanskelig. For fem år siden var lang sikt stort sett definert som fem år eller lenger av bransjen selv. Men etter de katastrofale tapene og den manglende gjeninnhenting som har fulgt siden, har bransjen moderert seg og «six to ten is the new five».

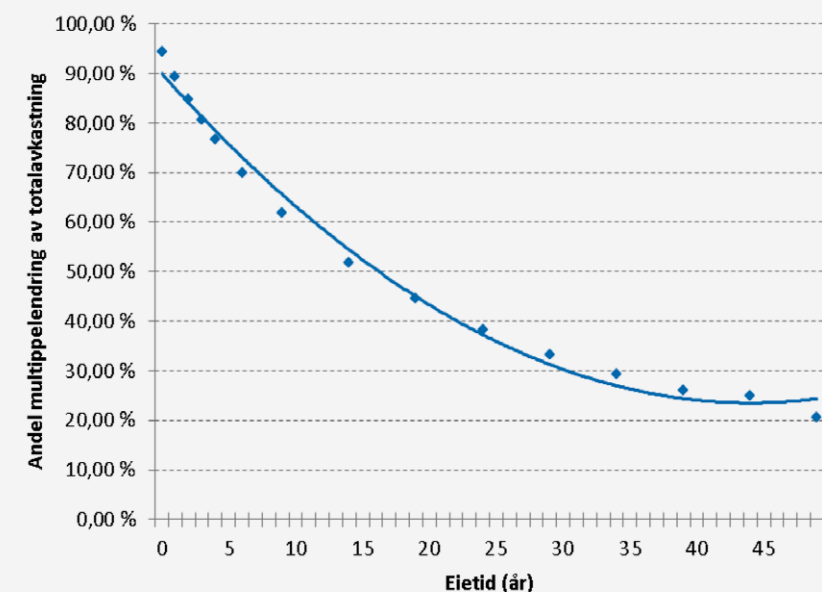
Utsagnene er selvfølgelig støttet opp av statistikk som viser avkastningen i aksjemarkedet i ulike intervaller. Disse statistikkene viser at historisk har de aller fleste 10-års perioder gitt positiv avkastning, så historisk er dette helt korrekt.

Men hva har skapt den historiske avkastningen? Er det utbytter og underliggende verdiskapning i bedriftene, altså den langsiktige belønningen for å ta risiko, som har sørget for avkastningen? Eller er det spekulative elementer, som at prisen for en enhet i overskudd har endret seg i eiertiden?

Langsiktighet er i denne sammenheng å være så langsiktig at det spekulative elementet blir en neglisjerbar andel av totalavkastningen, slik at man ikke behøver å ta stilling til om markedet er dyrt eller billig på henholdsvis inngangs- og utgangstidspunktene.

For å finne ut av dette har vi sett på professor Robert Shillers data fra det amerikanske aksjemarkedet tilbake til 1880, og målt hvor stor den spekulative effekten, målt ved endring i P/E nivået, er i forhold til den totale realavkastningen (utbytter er ikke reinvestert i analysen).

Betydningen av «timing»



Ikke overraskende, er aksjekjøp med ett års horisont en rent spekulativ øvelse. Historisk kan ca. 95% av avkastningen på ett års horisont bestemmes av om aksjer blir dyrere eller billigere (ikke verdiskapningen i de underliggende bedriftene). Denne andelen faller etter hvert som investeringshorisonten utvides, men likevel utgjør det spekulative elementet 60% ved 10 års investeringshorisont.

Denne observasjonen burde være svært forstyrrende for de som har en buy and hold strategi for sine aksjeplasseringer. Timing er viktigere enn verdiskapning på en 10 års horisont.

Faktisk må man ut på 30 års horisont før man kan slappe litt av i forhold til å vurdere markedet, men selv da utgjør det spekulative elementet 30% av totalavkastningen.

Dette betyr at man bør glemme den vedtatte sannheten om at tidevannet vil løfte pengene dine i havn såfremt du har 5-10 års horisont.

Passiv forvaltning med statisk vekt mellom aksjer og renter passer for pensjonskasser, forsikringsselskap og andre med «evig» liv. For oss vanlige dødelige er det bedre å vurdere om man kan selge en krone i overskudd til en høyere pris på et senere tidspunkt eller ikke. Livet er ikke langt nok til å vente på å bli betalt for å ta blind risiko.

Norcaps investeringsråd

Aksjer

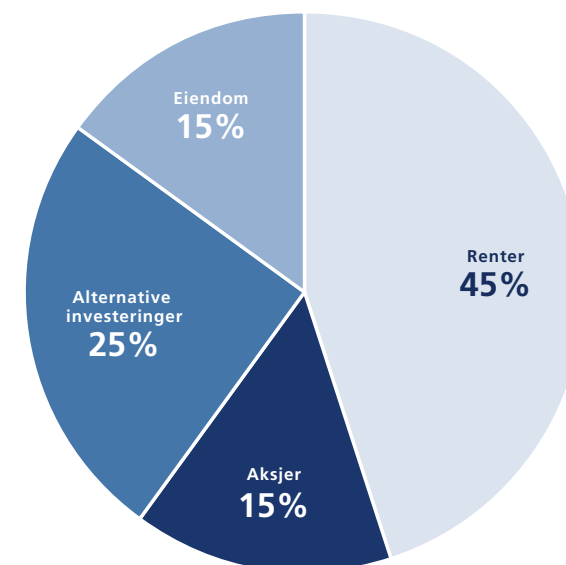
For de som har lest rapporten over går det klart frem at vi ikke har tro på en tradisjonell «kjøp og hold» strategi, og i hvert fall ikke i dagens marked med verdsettelse av aksjer på et middels nivå.

Verden er i en situasjon der mye av gjeldsoppbyggingen som har skjedd over en generasjon eller to må avvikles, hvilket medfører at forventningene til økonomisk vekst over en utstrakt periode må reduseres og påvirke aksjemarkedene negativt. I tillegg til dette påtar man seg som investor i aksjemarkedet en vesentlig risiko for fremtidig endring i realrentenivået (se Norcaps markedsrapport for mai på www.norcap.no). Selv om det er lite i dagens situasjon som tyder på at rentenivået vil endre seg vesentlig, er det farligste man gjør som investor å basere seg på spådommer i for stor grad.

Fremover vil aksjeinvesteringer fra vår side være konsentrert rundt kort-siktige eierperioder (fra noen måneder til 1-2 år) når panikken råder og det følgelig kan påregnes at markedet vil ta seg opp igjen når panikken avtar noe. Et eksempel på dette er at vi valgte å vekte opp vår aksjevekt etter fallet i fjor sommer, og reverserte det i januar i år.

Etter at markedet totalt manglet fokus på risiko i starten av året har risikoaversjonen økt noe de siste månedene. VIX-indeksen, som måler prisen på forsikring mot nye fall, har steget fra svært lave nivåer, men er stadig langt under det vi vil definere som et panikk-nivå.

Anbefalingen vår er derfor å fortsatt holde en del av kruttet tørt, og avvente gode kjøpsmuligheter, altså opprettholder vi vår anbefalte undervekt.



Renter

I store deler av verden er bankvesenet i en fase der de ønsker å redusere sin lånebalanse.

Dette medfører at bankene i liten grad låner ut penger, og følgelig blir en stor del bedrifter presset ut i obligasjonsmarkedet. Denne situasjonen må påregnes å vare minst et par år til.

For investorene vil det medføre at man kan høste høye risikopåslag over statsrentene i en utstrakt periode. Rentemarginene som allerede er relativt høye vil være under et oppadgående press, men denne tror vi

dempes av ny kapital som søker seg til obligasjonsmarkedet på bekostning av et upopulært aksjemarked.

Vi anbefaler derfor å ha en overvekt mot kredittobligasjoner i vår renteportefølje.

Når det gjelder rentebinding ser vi stor nedside og liten oppside med å ha lang rentebinding, og anbefaler et størst mulig innslag av flytende renter.

Kombinasjonen av gode kredittmarginer og svake utsikter for aksjemarkedet gjør at vi anbefaler overvekt innen renteinvesteringer.

Eiendom

Som en konsekvens av at vi mener at markedet for lånefinansiering fortsatt vil være vanskelig fremover, med høye lånekostnader for bedriftene og liten låneutmåling fra bankene, har vi undervekt i eiendom. Sanering av den lett tilgjengelige kreditten som har flytt rundt eiendomstransaksjonene vil, når støvet legger seg, medføre et høyere yield-krav hos kjøperne og dermed lavere priser på eiendommene.

Foreløpig ser eiendomsmarkedet ut til å være i delvis fornektelse av de nye forholdene som råder i kapitalmarkedet. Yielddifferansen mellom sentrale lavrisiko-bygg og mer «normal» næringseiendom er stigende, og avkastningen på sentral beliggenhet er nå så lav at det er nærmest meningsløst å lånefinansiere slike kjøp. Samtidig blir levetiden på syndikater og eiendomsfond utvidet i påvente av at det skal være mulig å selge byggene, i hvert fall til prisen ledelsen/forvalteren hevder de er verdt.

Alternative investeringer

Vi opprettholder vår overvekt innen alternative investeringer. Lave renter, som er positivt for mange fond i denne klassen, samt fødselen av en ny generasjon kostnadseffektive og transparente hedgefond (gjerne UCITS fond) er to av årsakene til det.

I tillegg er dette en av de få kildene man har til plasseringer som ikke er betinget av en bedre makro-virkelighet enn den vi ser.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500 (USA)	-0,1%	6,5%
FTSE All World	-3,3%	1,8%
FTSE Emerging Markets	-6,7%	1,2%
OSEBX (Oslo Børs)	-8,8%	-0,2%

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 produkter eller underliggende selskaper, og kan kjøpe eller selge slike produkter.