

Alice i eventyrland, pest og risiko



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned & 2012

Vi ser en positiv trend i forhold til markedet i tiden som kommer.

[Klikk her for å lese mer →](#)

Mens investorene virrer rundt på en karusell som Alice i Eventyrland, er den franske sødme blitt både sur og bitter. NORCAP er i markedsrapporten for mai fortsatt negativ til aksjer og eiendom, men heldigvis finnes det gode alternativer der ute.

[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.

Investorer i eventyrland

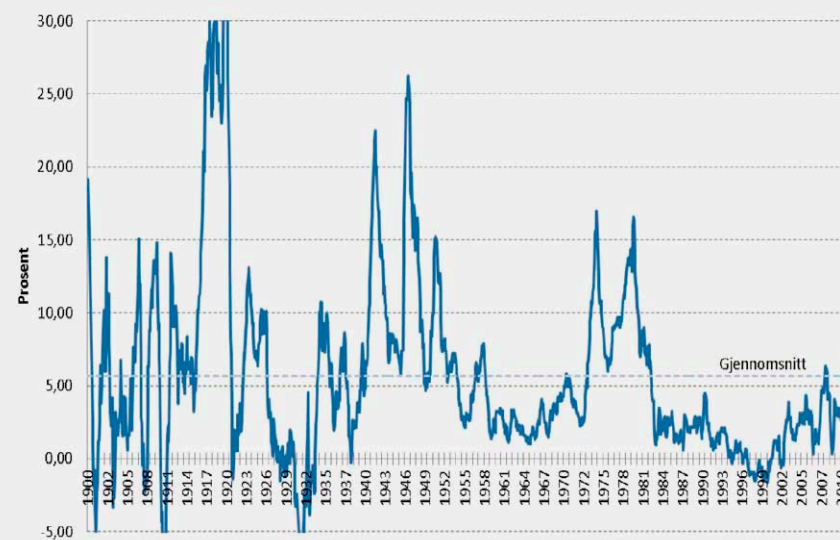
De siste årene har det vært stor usikkerhet i finansmarkedene og hos investorer. Det essensielle spørsmålet som blir stilt er om det nå er et godt tidspunkt for å kjøpe aksjer eller ikke. Eller mer generelt formulert: Er det smart å ta risiko nå? Dagens investeringsklima med unaturlig lave renter takket være sentralbankene, mangel på risikofrie alternativer på grunn av høye statsgjeldsnivåer og retningsløse aksjemarkeder gjør at en investor føler seg som Alice i Eventyrland hvor alt er forskjellig fra det man har sett før.

I større grad enn tidligere er det uenighet om det essensielle spørsmålet, og både bjørnekulten og oksekulten har sine profilerte yppersteprester. Og med svingningene i markedet flyr massene mellom den ene og den andre leiren.

I Norcap har vi vært godt plantet i bjørnekulten siden 2010, men siden det er stadig behov for å oppdatere synet tar vi nedenfor en gjennomgang av de ulike faktorene som påvirker avkastningen i aksjemarkedet.

Kronargumentet for å kjøpe aksjer nå er at man får liten eller ingen avkastning i «risikofrie» plasseringer. En god måte å vurdere den forventede avkastningen i aksjer på er å se på prisen på aksjemarkedet i forhold til overskuddet markedet skaper, justert for sykliske svingninger. Dette gjøres best ved å se på såkalt invertert Shiller P/E (rullerende 10 års overskudd/pris). Professor Shiller ved Yale universitetet har innhentet slike data på det amerikanske markedet så langt tilbake som fra 1880.

Risikopremie i aksjemarkedet vs. risikofri rente



Dataene viser at på dagens aksjemarkedsnivåer er den forventede meravkastningen i aksjer i forhold til risikofri rente (representert ved 10-årig amerikansk statsobligasjon fratrasket inflasjon) ca. 4,5 prosent, godt over gjennomsnittet siden 1980 på 2,5 prosent og litt under gjennomsnittsnivået siden 1900 på ca. 5,7 prosent.

Altså, man kan trekke slutningen om at man får relativt godt betalt for å ta risiko (4,5 prosent pr. år) og dermed at aksjemarkedet er OK priset.

Markedsrapport mai 2012

Hvis vi ser nærmere på de gode og dårlige periodene i aksjemarkedet siden 1980 kommer vi til flere interessante konklusjoner. Nedenfor er de siste store syklene målt fra topp til bunn:

	Total real- avkastning	Årlig real- avkastning	Avkastning fra kursøkning	Utbytte	Avkastning fra resultatvekst	Avkastning fra multipl- endring	Herav Renteendring	Herav Risikopremie
1981 - 1987	159,79 %	17,51 %	126,84 %	33 %	-6,2 %	141,7 %	-1,9 %	146,6 %
1987 - 2000	267,02 %	10,66 %	253,74 %	13 %	19,8 %	176,1 %	110,1 %	31,4 %
1981 - 2000	701,66 %	11,63 %	577,25 %	124 %	28,4 %	465,5 %	83,5 %	208,1 %
2000 - 2003	-44,31 %	-20,87 %	-46,82 %	3 %	7,5 %	-50,53 %	6,8 %	-62,5 %
2003 - 2007	65,24 %	10,95 %	54,06 %	11 %	25,9 %	22,33 %	220,3 %	-61,8 %
2007 - 2012	-6,90 %	-1,67 %	-13,73 %	7 %	1,2 %	-14,74 %	3,8 %	-17,9 %
2000 - 2012	-14,93 %	-1,39 %	-29,32 %	14 %	37,0 %	-48,40 %	56,9 %	-67,1 %
1981 - 2012	600,56 %	6,59 %	378,65 %	222 %	64,0 %	191,80 %	100,0 %	45,9 %

For det første kan vi trekke den konklusjonen at med mindre man har et svært langt tidsperspektiv er timing avgjørende. I samtlige av de gode periodene for aksjemarkedet har endring i prisingsmultippelen bidratt til en stor del av avkastningen. Oppgang i prisingsmultippelen kan komme fra en av to kilder: nedgang i renten eller nedgang i risikopremien. Desto høyere disse er i utgangspunktet desto bedre odds har man for en nedgang, og dermed positiv avkastning på aksjeinvesteringen. Altså er det gode gamle rådet om å kjøpe litt hele tiden fullstendig misforstått, og finansfagets svar på bruk av igler innen medisin.

Vi har tidligere i artikkelen konkludert med at risikopremien er på et historisk middels nivå (4,5 prosent), men hva med rentenivået, den andre viktige bidragskomponenten i prisingsmultippelen? For å få et godt resultat er man avhengig av at rentenivået ikke stiger fra dagens nivå. Etter vår oppfatning er rentene i dag unaturlig lave, manipulert av sentralbank-triks. Et "naturlig" rentenivå bør ligge omtrent på veksttakten til økonomien. Realrentenivået bør derfor ventes å stige til et sted mellom 1-2 prosent fra dagens null.

La oss så gjøre et tankeeksperiment for avkastningen i aksjemarkedet frem til utløpet av 2017. La oss anta at risikopremien holder seg som i dag på 4,5 prosent (dette er jo tross alt nær gjennomsnittet for de siste 111 år). La oss samtidig anta at 10-årsrenten stiger med 1 prosent.

Resultatet av dette blir at aksjemarkedet, representert ved S&P 500, står i snaut 1330 om fem år hvilket tilsier en årlig realavkastning på skuffende minus 0,46 prosent. Til sammenligning stod indeksen i

1405 ved inngangen til mai. I beregningen har vi lagt til grunn at resultatvekst vil ligge på 2 prosent pr. år etter inflasjon.

Hva skal så til for å få en god nok avkastning i aksjer til å forsvare risikoen? Kort oppsummert må man ha klaff både hva gjelder resultatvekst, risikopremie og rentenivå, noe som må betegnes som å gripe etter halmstrå. Det store fokuset på at aksjer nå gir langt bedre betaling enn renter, er tilsvarende å utelukkende fokusere på høyden på bølgene uten å se tidevannet.

Som nevnt er ikke betalingen for risiko problemet, men rentenivået. Det som gjør at aksjer er dårlig i dette scenarioet er at aksjer av natur er investeringer med lang løpetid, og investeringer med lang løpetid er svært følsomme for endringer i rentenivå. Altså må man i størst mulig grad prøve å finne risikoinvesteringer med kortest mulig løpetid og rentefølsomhet.

Innen aksjeuniverset er det aksjer i modne selskaper som betaler gode utbytter som gjelder. Problemet her er at mange har sett dette og mye av gevinstmuligheten er allerede tatt ut.

Et bedre sted å være er etter vår mening gjeldsbrev med kort løpetid og betydelig kredittrisiko, kredittobligasjoner. Her får man høstet risikopremien som nå er middels, samt at disse papirene typisk har levetid på under 5 år, slik at man slipper å bli hardt straffet av en oppgang i rentene.

Pest eller kolera for «the Frogs»

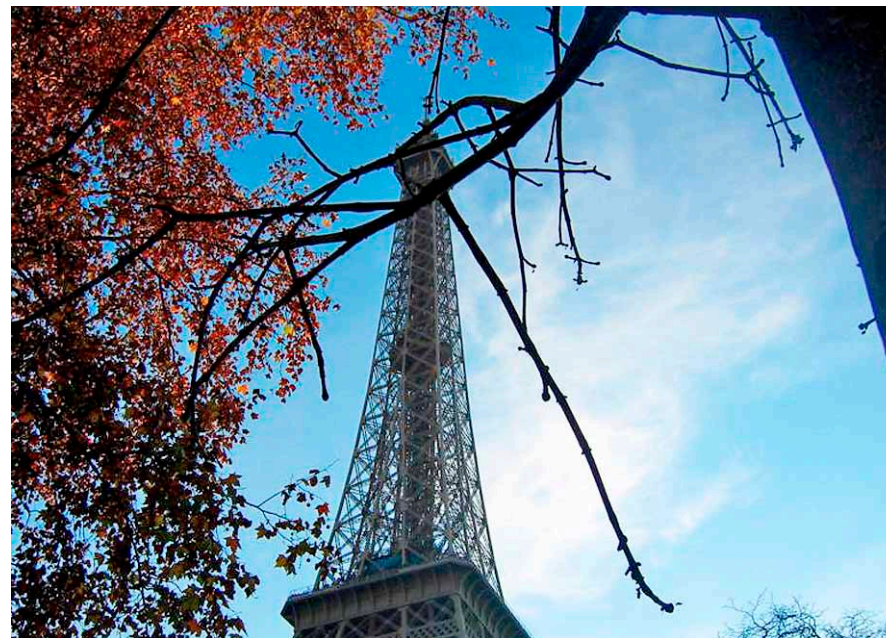
Sosialisten Hollande gikk seirende ut av det franske presidentvalget, men det var uansett ikke mye å velge i heller. Andre runde i det franske valget sto mellom to menn som stikker hodet i sanden: Sarkozy og Hollande.

I et euroland som Frankrike, som fikk sin kredittverdighet nedgradert av Standard & Poor's i fjor, skulle man tro at økonomien var hovedtema i valgkampen. Faktisk, og sikkert bevisst, har økonomi vært helt utelatt fra agendaen til de to hovedkandidatene.

I stedet for å komme med en plan for å fikse landets underskudd før det havner så nær det sorte gjeldshullet at det er umulig å unnslippe, har fokuset vært på immigrasjon, proteksjonisme og å uttrykke avsky mot rike generelt og finansbransjen spesielt.

Frankrike har en statsgjeld på nesten 90 prosent av BNP og et underskudd på statsbudsjettet på 7 prosent av BNP, hvilket isolert sett er verre enn f. eks. Spania. Frankrikes økonomiske historikk er heller ikke spesielt overbevisende, ettersom budsjettet ikke har vært i balanse siden 1974.

Frankrike har også Europas største statlige sektor på 55 prosent av BNP, høye skatter, et rigid arbeidsmarked og en generell skepsis mot kapitalisme som sammen skaper vanskelig grobunn for konkurransedyktighet og økonomisk vekst. I tillegg har det franske



kostnadsnivået steget kraftig det siste tiåret, spesielt sammenlignet med Tyskland. Utviklingen minner faretruende på den man har sett i Hellas, Portugal, Italia og Spania.

Løftene til Hollande i valgkampen gir ikke mye grunn til optimisme. Hollande har lovet å reversere hevingen av pensjonsalderen fra 60 til 62 som Sarkozy nylig innførte for enkelte grupper arbeidstakere. I tillegg ønsker han å heve minimumslønnen, innføre 60 000 nye lærerstiller og reforhandle budsjett disiplin-avtalene med de andre eurolandene

som ble gjort i fjor høst. Sistnevnte blir en interessant øvelse mot Angela Merkel som har sitt eget markeringsbehov på hjemmebane før valget i 2013.

Hollandes løfter høres absolutt ikke ut som et program for å heve Frankrikes status i det internasjonale gjeldsmarkedet. Når forslaget i tillegg er å betale for godsakene ved å heve skatten til 75 prosent (!) for de som tjener mest (over en million euro) samt å beskatte franske skatteflyktninger (har de ikke faktisk flyktet?) virker det som om man må ha inntatt store mengder av Frankrikes mest kjente eksportvare for å tro at budsjettet vil være noe i nærheten av bærekraftig innen 2014.

Med allerede skyhøye skatter er det høyst usannsynlig at tiltakene til den påtroppende presidenten vil virke positivt på økonomien. Snarere er det sannsynlig at provenyet blir langt mindre enn antatt på grunn av skattetilpasning. Det medfører lavere økonomisk vekst fordi skatten øker den lite produktive statlige sektor på bekostning av privat sektor.

Selvsagt må en del av disse utspillene skrives på kontoen for valgkamplofter, og det er god sjanse for at flere av de lovte planene aldri blir satt ut i live. Men full retrett? Det vil bli vanskelig.

Enn så lenge er de smarte pengene på at de ubehagelige budsjettkuttene vil utsettes i det lengste, hvilket i praksis betyr inntil markedet steiler. Frankrike er den naturlige evolusjonen av eurokrisen, når periferien er unnagjort vil krisen nå den svakeste delen av «kjernen». Det vil begynne å brenne under føttene på eiere av franske statsobligasjoner.

Alt tyder på at det avgjørende slaget om euroens fremtid vil utkjempes i Frankrike. Da blir man nødt til å velge mellom oppstyking av valutaunionen eller total utvasking av valutaens verdi.

Vårt ensidige fokus

Før du leser dette, se følgende video:

www.youtube.com/watch?v=IGQmdoK_ZfY

Videoen illustrerer hvordan vi mennesker har en tendens til å fokusere på en ting av gangen, for å legge andre ting mentalt bort. Dette gjelder i høyeste grad også finansmarkedet. I en verden der mange ting skjer samtidig har ikke den menneskelige hjerne kapasitet til å prosessere alle tingene på en gang, og fokuserer da på noen få eller gjerne én viktig ting som man har blitt gjort oppmerksom på.

Et godt eksempel på dette er den europeiske gjeldskrisen. Her har fokuset skiftet fra Hellas til Italia, tilbake til Hellas og senest til Spania, selv om alle landene hele tiden har vært i en gjeldsfelle, og det i grunnen er lite som har skjedd som har medført at noen av kandidatene skulle falle ut av fokus.

Situasjonen i PIIGS-landene fungerer i sin tur som en avledningsmanøver for gjeldssituasjonen i USA og Japan, og delvis for Belgia og

Frankrike. USA har sågar hatt nytte av dette ettersom eurokrisen har bidratt til å drive ned USAs lånerente, noe som er et godt eksempel på hvordan relative sammenligninger kan få dårlige ting til å virke gode.

Verdensøkonomien er til enhver tid full av usynlige gorillaer, både positive og negative, og i mange tilfeller kan det ta mange år før de blir oppdaget. Når man har blitt gjort oppmerksom på dem er det selvsagt uforståelig hvordan det kunne fortsette uten at dette ble spottet. Hvordan kan du unngå å se en gorilla rett fremfor nesen på deg?

Norcaps investeringsråd

Aksjer

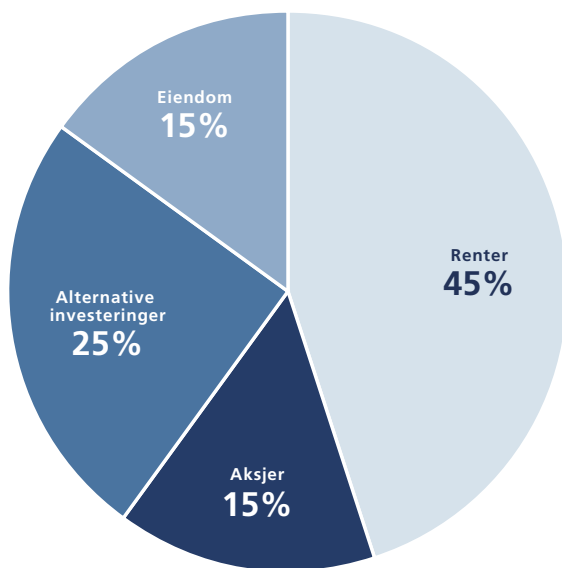
Siden avkastningen i aksjer de neste årene vil være svært betinget av at rentenivået holder seg ekstremt lavt, noe vi ser flere potensielle årsaker til at det ikke vil, velger vi å erstatte den langdaterte risikoen i aksjer med mer kortdatert risiko innen kredittobligasjoner.

Isolert sett er ikke dette basert på et negativt fremtidssyn, men heller en alternativ måte å utnytte den nåværende gode risikopremien på. På toppen av dette kommer mer kortsiktige forhold som potensiell uro med bakgrunn i de europeiske valgresultatene, sesongmessige forhold ("sell in May ...") og andre kilder til generell negativ stemning i markedet.

Vi velger derfor å trimme vår undervekt i aksjer ytterligere, til fordel for kredittobligasjoner. Skulle stemningen snu til det ekstremt negative, vil vi vurdere kortere innrykk med større vekt i aksjemarkedet, men vi har ikke tro på en ny lengre oppgangsperiode i aksjemarkedet med det første.

Renter

Som beskrevet i denne markedsrapporten ser vi på kredittobligasjoner som en måte å høste risikopremie på uten samtidig å måtte ta risiko for en stigning i de lange rentene. Selv om dette segmentet av kapitalmarkedet ikke er ekstremt billig, ser det mer attraktivt ut enn aksjer, og vi overveker derfor kredittobligasjoner i vår renteportefølje.



Når det gjelder obligasjoner med lang rentebinding velger vi å opprettholde undervekt, ettersom rentenivået er lavt og forskjellen mellom lange og korte renter er liten. På et eller annet tidspunkt bør lange renter tendere tilbake til et «naturlig» nivå, selv om man må innse at dette vil ta tid.

Mye av den renteforskjellen man observerer mellom obligasjonsfond og pengemarkedsfond er et høyere kredittpåslag for lengre løpetider som man heller kan plukke opp ved å investere i obligasjoner med flytende rente.

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.

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.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500 (USA)	-0,2%	6,4%
FTSE All World	-0,9%	5,2%
FTSE Emerging Markets	0,3%	8,4%
OSEBX (Oslo Børs)	-1,3%	9,4%

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.