

Den gedigene saueflokk



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 →](#)

Lave renter fører til at verdens investorer ligner stadig mer på en gedigen saueflokk. Mangel på rentefortjenester overlater nesten alt fokus mot utvalgte deler av aksjemarkedet. Og når alle går i samme retning blir aksjekursene og risikoen bare høyere og høyere. [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.

Flokkatferd

I en verden der relativt få er optimister, har unektelig aksjemarkedet steget sterkt de siste 10 månedene. Men bak oppgangen på de vanligste børsbarometerene ligger det store forskjeller. Siden pengetrykningen har nådd nye høyder har det utviklet seg store skillelinjer flere steder i det globale aksjemarkedet. Dette gjelder mellom utviklede og fremvoksende økonomier og mellom store og mindre selskaper.

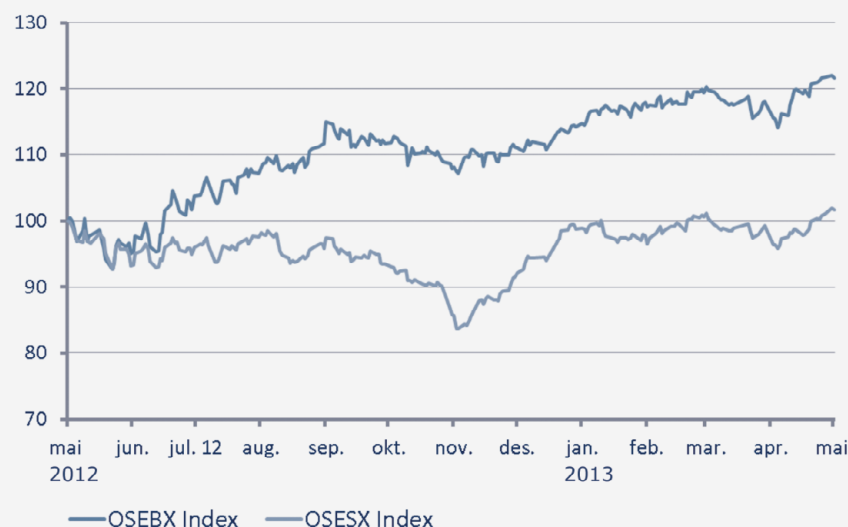
Vekstmarkeder var lenge den store favoritten blant aksjeinvestorer. Investeringsrasjonale den gang var høyere økonomisk vekst som en konsekvens av at det er langt enklere effektiviseringsgevinster, lavere lønninger og bedre demografisk profil i disse økonomiene enn det noen ferdig utviklet økonomi kunne oppvise. Disse forholdene er relativt uforandret og selv om veksten har avtatt også i disse landene i takt med at USA, Europa og Japan stamper i en økonomisk hengemyr, er forskjellen i vekst fremdeles tilstede. Likevel har eksempelvis det amerikanske aksjemarkedet gitt en dollaravkastning på 22 prosent på et år, mens det kinesiske til sammenligning har falt 5 prosent i samme periode.

Vekstmarkedene henger etter



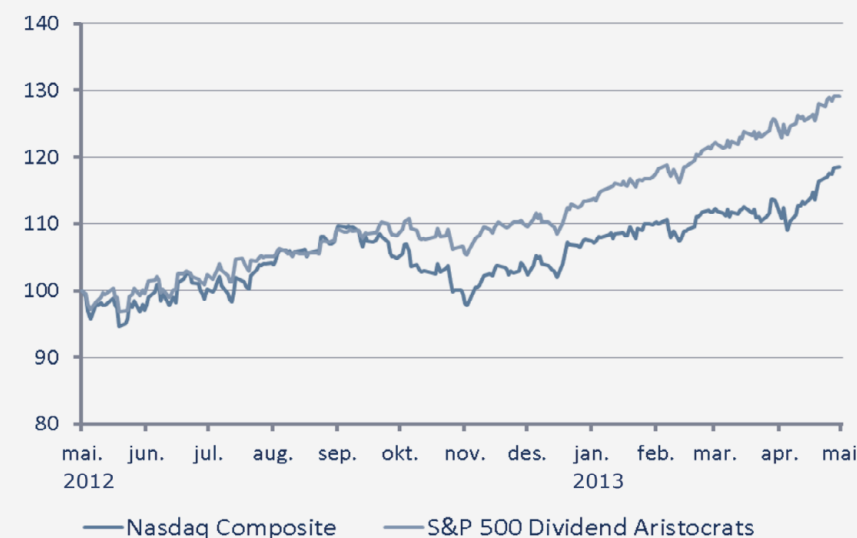
Samme tendens ser man også når man sammenligner bedrifter i SMB-segmentet med de større selskapene. Vanligvis vil en positiv tendens i aksjemarkedet innebære at mindre bedrifter stiger mer enn større, delvis fordi SMB-bedrifter er sammenfallende med vekstbedrifter. Man behøver ikke gå lenger enn til Oslo Børs for å se at hovedindeksen er opp 21 prosent, mens SMB indeksen er opp én mager prosent.

Store selskaper har slått små



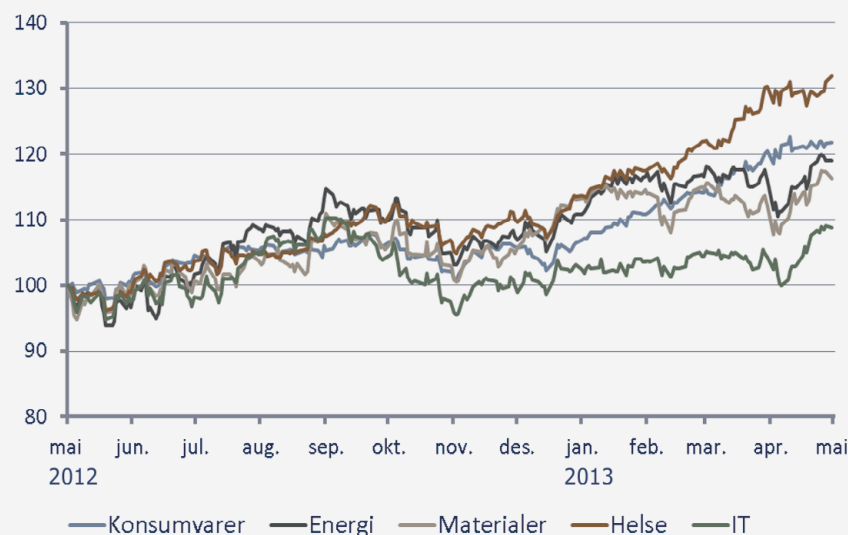
En tilsvarende tendens ser man mellom de mest stabile utbytteaksjene og aksjer i vekstbedrifter. Hvis man sammenligner dot.com-eraens favoritt: NASDAQ Composite med S&P500 Dividend Aristocrats, (som består av selskaper med svært stabil utbyttehistorikk) er forskjellen i avkastning 11 prosent. Innen bransjene i S&P500 indeksen ser man at helseaksjer, en av våre gamle favoritter, har gitt en formidabel avkastning, mens IT har vært den dårligste bransjen.

Traust er trendy



Lignende divergenser i prisutviklingen mellom to aktiva som i realiteten er ganske like har man sett mange ganger tidligere i finansmarkedenes historie. I 2007/08 var «de-kobling» av vekstmarkedene fra de utviklede markedene et mantra som fikk mye sendetid i de internasjonale finansmediene. Den gang endte det med at vekstmarkedene fikk en kraftig korreksjon, og nå observerer vi faktisk den motsatte. Langt oftere enn ellers viser det seg at årsakene til divergensen i beste fall er forbigående og i verste fall egentlig var en luftspeiling. Effekten er den samme: prisen på de to aktivaene blir likere.

Alle må jo kjøpe nødvendighetsvarer



Hva er så årsaken til at så mange flokker seg til de største, mest likvide og «tryggeste» aksjene? Primærårsaken er at det ikke lenger er noen andre alternativer. Rentenivået har lenge vært så godt som null, deretter har kredittmarginene falt og både aktører som har krav på å levere en viss avkastning og de som ønsker det av fri vilje formelig tvinges over i aksjemarkedet, men ikke lenger enn at man ønsker å være i den delen av

markedet som ligner mest på rentemarkedet. Samtidig er det blitt opplest og vedtatt at kursene ikke vil tillates å falle av sentralbankene, som i så fall vil pøse på mer penger.

Denne doktrinen er også ivrig hauset opp av finansbransjen som i realiteten er avhengig av at det gjøres investeringer i andre produkter enn risikofrie renter. Med lave renter forsvinner marginene som er tilgjengelig for honorarbelastning. Dette kombinert med at alle som deltar i «kjøp-trygge-aksjer-strategien» implisitt klapper hverandre på ryggen ved å stadig presse opp kursene, forsterkes opplevelsen av at dette er et riktig valg.

Som alltid vil det fremstå som mest fristende å kaste seg på trenden like før den snur. At aksjer i likvide utbytteselskaper har blitt dyre samtidig som vekstmarkedene for øyeblikket ser ut til å være en tapt sak, gjør det desto viktigere å ta et skritt tilbake og se på det større bildet. Følgende to påstander er ukontroversielle 1) De populære selskapene har blitt dyrere. 2) Det er usannsynlig at store selskaper i ferdig utviklede land i all overskuelig framtid skal kapre en større andel av verdens verdiskapning enn de historisk har gjort.

Dersom man sier seg enig i disse to påstandene vil den åpenbare konklusjonen være å fokusere på de delene av aksjemarkedene som enda ikke har steget, dersom man ønsker å være der.

Norcaps investeringsråd

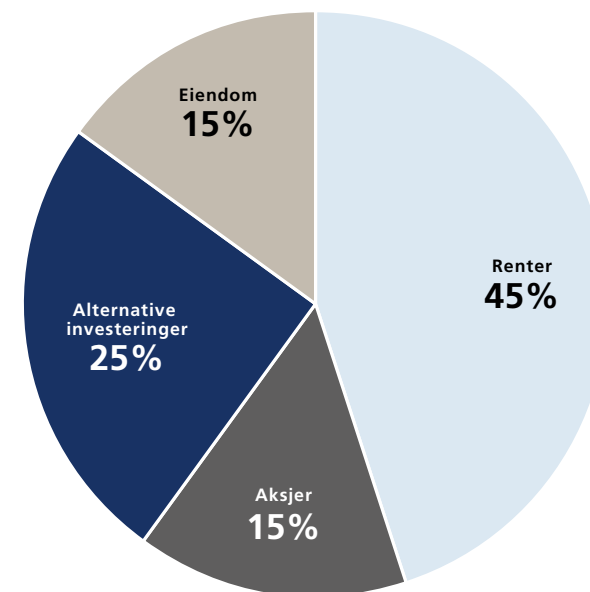
Aksjer

Verdensøkonomien snubler videre i sneglefart samtidig som verdens sentralbanksjefer gjør sitt beste for å fyre opp under veksten og finansmarkedene. Ved å øke verdien av aksjemarkedene er teorien at det vil skape en såkalt formueseffekt der de økte verdiene i balansen skal reflekteres i større forbruk og derigjennom dra i gang de økonomiske hjulene. Tidligere har imidlertid en slik formueseffekt vært av svært begrenset karakter.

Uten at man kan konkludere på hvorfor, har det vært tydelige tegn på bedring i USA. Boligprisene ser ut til å ha passert bunnen og arbeidsmarkedet er i det minste stabilisert. Bedringene er dog allerede priset inn i markedet og de siste års erfaring tilsier at én svale gjør ingen sommer.

Vår anbefaling er derfor å ha fortsatt tålmodighet til å avvente en situasjon der forholdet mellom avkastning og risiko er på et nivå som tilbyr investor en vesentlig sikkerhetsmargin. Man kan med fordel overlate til andre å jage de siste prosentene. Det er ikke tilfellet i dag, og kjøp av aksjer motivert med at man tror at multiplene skal stige til enda høyere nivåer, er spekulasjon og ikke investering.

Vi opprettholder vår undervektsanbefaling på aksjer.



Renter

Samtidig som sentralbankenes politikk verden over gjør renter uattraktive, jobber bankenes forsøk på å oppfylle BASEL III-regelverket i motsatt retning. Så lenge bankene ønsker å stramme inn på sine balanser vil lånekapital være en knapp faktor.

I et marked som Norge, hvor bankene historisk har hatt en stor andel av lånemarkedet, vil denne effekten være større enn i for eksempel USA, der fordelingen over lengre tid har vært likere mellom obligasjonsmarkedet og bankmarkedet.

I kredittmarkedet som alle andre steder, blir betalingen for å påta seg risikoen stadig litt mindre. Likevel tilbyr dette markedet en viss sikkerhetsmargin i forhold til kredittpåslag over historisk norm og at effektene av en negativ prisutvikling er mindre, og ikke permanente tap. Slik sett er dette for tiden det beste alternativet å plasserer pengene i, frem til nye muligheter åpenbarer seg.

Vi opprettholder vår anbefalte overvekt på kredittobligasjoner.



Eiendom

I næringseiendomsmarkedet i Norge kan man observere den samme tendensen som man ser i aksjemarkedet; det er stor etterspørsel etter trygge og sentralt beliggende eiendommer, mens eiendommer i periferien eller med vesentlig innslag av utvikling må man langt ned i pris for å få solgt.

Samtidig er det lite som tyder på at det vil bli lettere å få tak i lånefinansiering for slike investeringer i overskuelig fremtid. Foreløpig er det et stort overheng av lån fra bedre tider med låneutmåling i forhold til eiendomsverdi som langt overstiger det som kan oppnås i dag. Etter hvert som disse lånene utløper eller eiendommene blir solgt, vil kapital

sakte men sikkert dreneres fra dette markedet. Kapitalbasen blir mindre samtidig som eiendommene består. For at ligningen skal kunne løses må eiendomsprisene i sum ned, målt i kjøpers avkastningskrav (yield).

En økning i leieprisene gjennom økt etterspørsel eller inflasjon vil kunne bøte på skaden, men det er ikke noe vi vil anbefale å sette sin lit til. Vi opprettholder derfor vår anbefalte undervekt på eiendom.

Anbefalt lesning:

Økonomisk krise i Nederland:

www.spiegel.de/international/europe/economic-crisis-hits-the-netherlands-a-891919.html#spRedirectedFrom=www&referrrr=http://t.co/44oiTyEtUy

Roger Bootle: Learn from the creators of QE

www.telegraph.co.uk/finance/comment/rogerbootle/10052426/Look-east-and-learn-from-the-inventors-of-QE-what-will-happen-next.html

Spørreundersøkelse om holdninger rundt EU i Europa:

<http://globaleconomicanalysis.blogspot.no/2013/05/social-mood-darkens-in-europe.html>

Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	0,5 %	16,1 %
FTSE ALL World	1,3 %	12,7 %
Oslo børs (OSEBX)	1,9 %	8,1 %
FTSE Emerging	-0,7 %	2,3 %
Norsk statsrente (3m)	0,2 %	0,6 %

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.