

Ikke liv laga



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 norske livselskaper trikser og fikser så kundene blør, er det europeiske arbeidsmarkedet i en lang dyp dal der «den tapte generasjonen» skapes. Norcap anbefaler i denne markedsrapporten å ta det forsiktig innenfor eiendom og lange renteinvesteringer. [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.

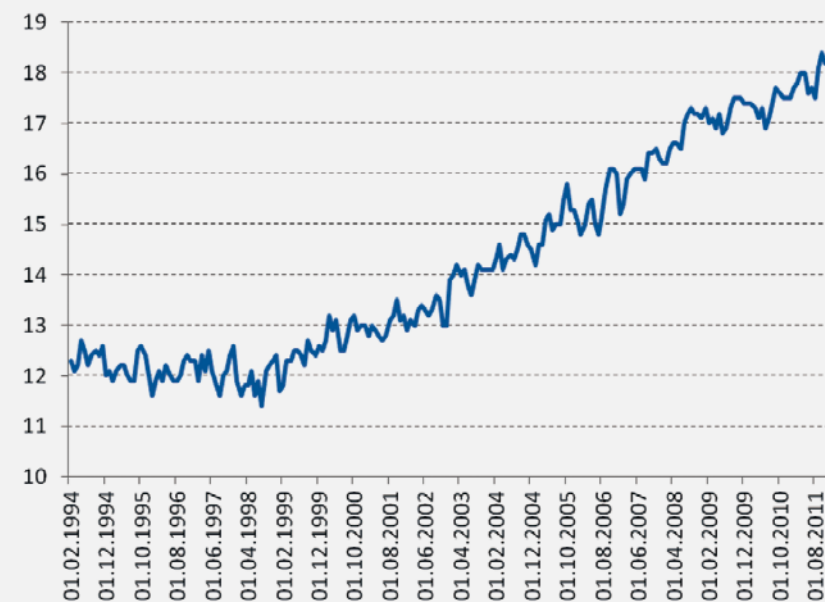
Den tapte generasjonen

Det sies at lediggang er roten til alt ondt. Mens arbeidsløsheten i Europa og USA er på historisk høye nivåer, er inngangsbarrieren for unge til arbeidslivet blitt nærmest uoverstigelig i mange land. Dette vil sette varige og trolig farlige spor i den økonomiske utviklingen i årene fremover. De verst utsatte landene kan bli satt 30 år tilbake i tid.

Det er lett å forstå hvordan arbeidsgivere reagerer på dårligere tider. Man forsøker i det lengste å bevare de ansatte man allerede har, og unnlater heller å ansette nytt. Eldre arbeidstakere har gjerne erfaring, og vil derfor alt annet likt foretrekkes for de få ledige stillingene som finnes. I land som Hellas heves pensjonsalderen på grunn av svake statsfinanser, mens i USA er mange tvunget til å stå lenger i arbeid på grunn av at pensjonsmidlene er tapt i dot.com-kollapsen, kollapsen i eiendomsmarkedet og aksjekollapsen i finanskrisen. Legger man dette til den generelt bedrede helsen i alderdommen og økt levetid betyr det flere eldre som enten vil eller må jobbe. Effekten er uansett den samme, jo færre eldre som går ut av arbeidsmarkedet, desto færre yngre kommer inn.

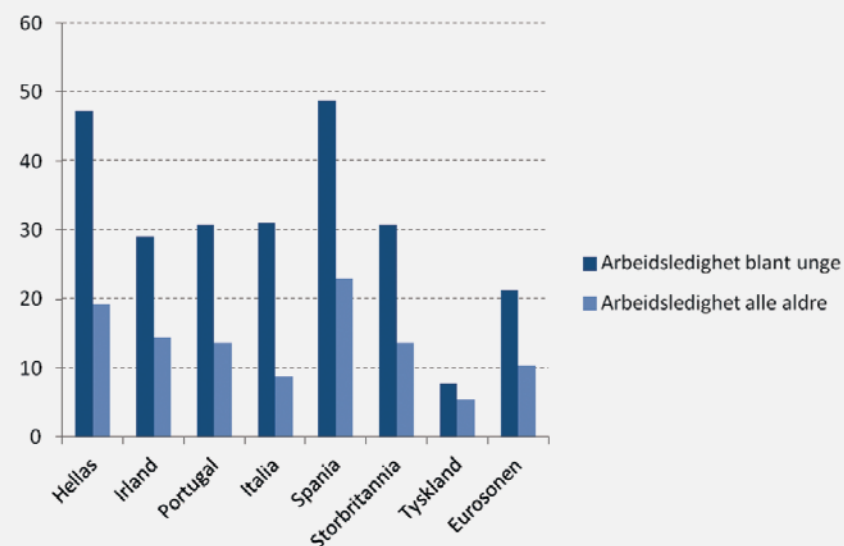
I Sør-Europa er arbeidsløsheten nå på historisk høye nivåer. I sønderskutte Hellas var den generelle arbeidsløsheten ved utgangen av fjoråret på ca. 21 prosent, mens blant unge var arbeidsledigheten på ca. 50 prosent. Forholdene har neppe blitt bedre siden. Dette er heller ikke et enestående eksempel. I Spania er arbeidsledigheten ca. 20 prosent og 50 prosent for unge, i Irland er tallene henholdsvis 14 og 47 prosent og i Portugal og Storbritannia 14 og 31 prosent.

USA: Andel over 65 i arbeidsstyrken



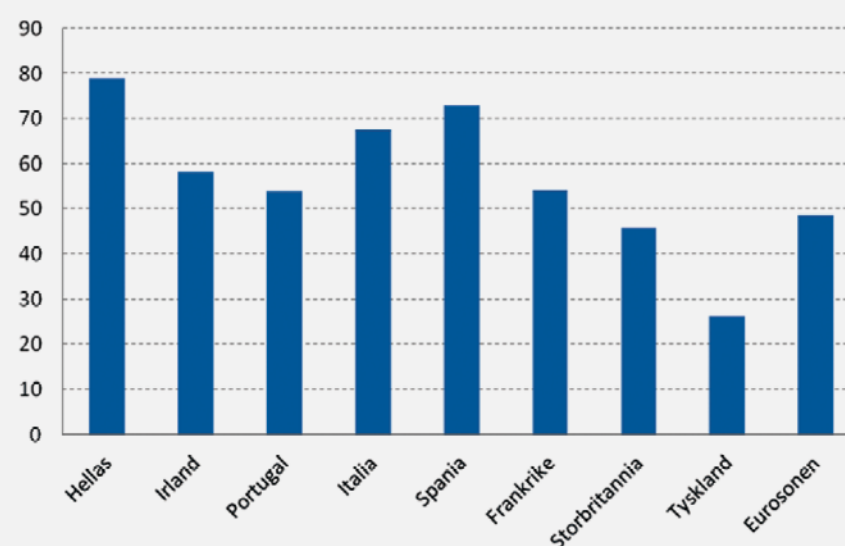
Disse tallene er ille nok, men tar kun med de som aktivt leter etter en jobb. Tar man med de som av en eller annen grunn lar være å lete, og heller f.eks. studerer, blir tallene langt verre. Basert på gjennomsnittlige deltagelsesrater, kan man estimere seg til at mellom 60 og 80 prosent av unge ikke er i arbeidslivet.

Offisiell arbeidsledighet



Antallet stillinger er heller ikke alt, men også kvaliteten på de nye stillingene. Den amerikanske økonomien har for eksempel skapt 2,2 millioner nye jobber det siste året. Dette er positivt, men ser man på hvor mye skatt som er på skattetrekk-konti, har beløpet falt. Dette betyr at det kanskje er flere i jobb, men lønningene faller. Dette kan forklares på to måter: For det første at lønningene er generelt fallende. Men viktigst i denne sammenheng er at jobbene som skapes er

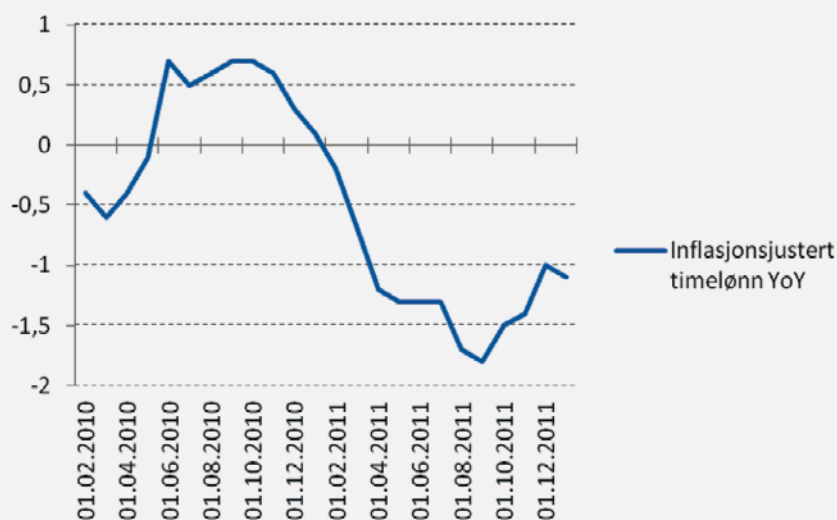
Andel unge ikke i arbeid



innenfor lavlønnsyrker. Dermed er det en mager trøst for myriadene av universitetsutdannede unge mennesker som enten må sjaue eller servere for å tjene til livets opphold.

Tragisk som det engang er kan man likevel tenke «hva så?». At mange er arbeidsledige er noe alle vet, det er reflektert i markedet, og sysselsettingen endrer seg med konjunktorene. For det første kan den

USA: Reallønnsutvikling YoY



høye arbeidsledigheten sette varige spor i økonomiens vekstpotensiale. Fødselsratene tenderer til å falle ettersom man mangler økonomisk sikkerhet for å stifte familie og mange velger å bo hjemme hos foreldrene lenger. En annen vesentlig faktor er «brain-drain». De mest ressurssterke forlater landet til fordel for bedre jaktmarker. Dette er i dag spesielt aktuelt i Sør-Europa, hvor man kan relativt lett flytte til en annen del av EU. Disse to faktorene senker den potensielle veksttakten,

og vanskeliggjør ytterligere muligheten for de mest gjeldstyngede økonomiene til å vokse seg ut av sine problemer.

Selv om strukturelle forhold som dette til sist siver inn i finansmarkedet er ikke dette noe som vil påvirke prisingen i nevneverdig grad de neste årene. En annen faktor er langt mer interessant i et slikt perspektiv: de sosiale skillelinjene. Når en gruppe i samfunnet føler seg utstøtt nok og blir stor nok vil kravene om likhet komme. Disse kravene kan bli fremmet gjennom det eksisterende politiske systemet eller ved opprør og i ytterste instans revolusjon. Særlig unge menn er tilbøyelige til sistnevnte. Disse har fra før større sannsynlighet for å begå lovbrudd (som slike handlinger pr definisjon er), og uten jobb eller fremtidshåp har de lite å tape.

De aller fleste store politiske omveltninger i historien har hatt sine røtter i at enkelte grupper av samfunnet har vært for fattige og fått for liten del av velstanden. Tidligere har de fattige vært uuttannet, uorganiserte og med relativt få verktøy. I dag er imidlertid en stor del av de arbeidsløse høyere utdannet, og med kunnskap om og tilgang på internett og sosiale medier. Dette gjør slike grupper langt mer potente enn sine forgjengere. Der Blitz demonstrerte i gatene og kastet stein, massemonstrer Anonymous på nettforum og hacker ulike nettsteder, med det greske justisdepartementet som et aktuelt eksempel.

En stadig polarisering av velstandssjiktene vil radikaliserer ulike interessegrupper som skaper muligheter for store endringer i den økonomiske politikken i perioden fremover. «Occupy Wall Street»-bevegelsen har for eksempel til alt overmål fått delvis støtte fra

Tea Party på den ytterste høyrefløyen i USA. Selv om bakgrunnen for misnøyen er vidt forskjellig er begge grupper enig om at de er misfornøyd med dagens situasjon. Slike odde allianser kan skape sjokk i markedet fremover, der mange sentrale stater allerede er i en presset økonomisk situasjon. Triggeren vil være dårlig økonomisk utvikling over tid for store deler av samfunnet.

Livselskapenes årelating

Det finnes mange illusjoner i investeringsverdenen, og noen er mer stuerene å benytte seg av enn andre.

Innen livsforsikring (garantert spareforsikring, pensjon mm) og i noen av storbankenes «private-banking» -avdelinger benyttes et «bokføringstriks» som kundene til alt overmål faktisk setter pris på, uvitende om at de i samme moment blir utarmet.

Dette trikset kalles anleggsobligasjoner (også kjent som hold-til-forfall-obligasjoner eller lignende). Anleggsobligasjoner er rentepapirer som man pr. definisjon priser i regnskapsbøkene til pålydende uavhengig av markedsforholdene. Det vil si at uavhengig av hvordan rente og kredittmarkedet er, velger man å si at obligasjonen er verdt det man kjøpte den til, uavhengig om markedsprisen er 80 eller 110 prosent av dette. Altså; putter man et verdipapir i kolonnen det står «anlegg» på, er den alltid verdt f.eks. 100, mens putter man det samme papiret i kolonnen med «omløp» vil prisen hele tiden svinge med markedet. De

fleste hadde nok reagert dersom man hadde innført «anleggsaksjer», mens på obligasjoner er det færre som reagerer.

Hvorfor er dette et problem for kunden? I private banking eller andre investeringsrådgivningssammenhenger er ikke problemet større enn at avkastningen (den høye løpende renten) på papiret fremstår som risikofri og kunden er følgelig såre fornøyd med sin rådgiver (inntil et eventuelt mislighold inntreffer). Det har blitt relativt populært å legge inn 3 - 5 høyrisiko-obligasjoner som anlegg i porteføljene (Voilà! Risikofri høyrisikoavkastning...).

I livsforsikring er problemet alvorligere. Det er fordi livselskapet er forpliktet å gi sine kunder en årlig minimumsavkastning. Dersom avkastningen et år er lavere enn garantiavkastningen må livselskapet bla opp differansen. Slik sett er kundene tjent med at livselskapets portefølje har svingninger. I gode år får de gevinsten, går det riktig dårlig et år må livselskapet ta regningen. Men ved å stadig øke andelen av livporteføljen som ligger i ikke-markedsprisede aktiva (anleggsobligasjoner og til en viss grad eiendom), forringes verdien av garantien som er utstedt til kundene, og avkastningen over tid beslaglegges nærmest umerkelig. Ved utgangen av 2011 hadde Storebrand en andel av anleggsobligasjoner på 38 prosent og DNB Liv (Vital) hadde en andel på 35 prosent, og intensjonen er klar på at dette er et «satsningsområde» fremover. Jo høyere andel av porteføljen, jo mindre verdi har garantien, ettersom avkastningen (i hvert fall på papiret) er forhåndsbestemt.

Men historien slutter ikke der. Fra og med første januar 2013 skal alle europeiske livsforsikringselskaper og pensjonskasser overholde

et nytt EU-direktiv som heter Solvens 2. I praksis innebærer dette direktivet at livsforsikringsselskaper må massivt øke sin eksponering innen obligasjoner med lang løpetid. For det første innebærer dette at livselskapene kjøper opp lange rentepapirer på et tidspunkt hvor rentene er på historisk lave nivåer, og låser inn lav avkastning i 10-30 år. I tillegg betyr det at (rente-) risikoen i porteføljen økes drastisk.

Når man øker renterisikoen, vil svingningene stige. Overgangen til Solvens 2-verden vil slik sett kunne være en forretningsmessig katastrofe for livselskapene, siden de må dekke opp et betydelig tap hvert år hvis rentenivået stiger kraftig i årene som kommer. Regningen for aksjonærene i forsikringsselskapet vil da være enorm. Løsningen er selvfølgelig å skjule denne risikoen ved å dekke opp mest mulig av behovet for lange fastrenteplasseringer i anleggs-kolonnen.

Solvens 2-reglene er nok et eksempel på at myndighetenes inngripen og finansbransjens incentiver skaper en giftig kombinasjon for den parten myndighetene mener å beskytte; kunden. De utilsiktede konsekvensene ved disse reglene gjør at Insolvens 2 hadde nok vært et mer dekkende navn.

Norcaps investeringsråd

Renter

Vi velger å øke vår anbefalte eksponering innen kredittobligasjoner fra undervekt til nøytral. Kredittmarginene er på et såpass høyt nivå at rentene selskapene betaler gir en god sikkerhetsbuffer mot et eventuelt mislighold av hovedstolen. I tillegg har ECBs intervensjon i kapitalmarkedene gjort at innskrumpingen av bankvesenet skjer i et lavere tempo enn det ellers ville, noe som er positivt for aktørenes mulighet til å refinansiere sine lån (altså lavere misligholdsrisiko).

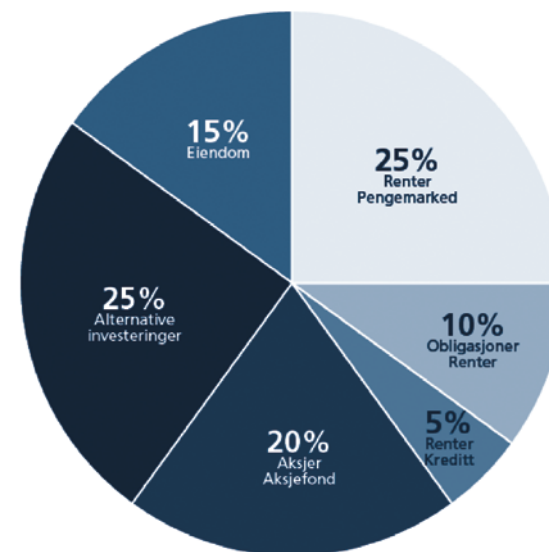
Innen lange renter velger vi å opprettholde en svak undervekt, ettersom rentenivået er lavt og forskjellen mellom flytende renter til faste renter er liten. Mye av den renteforskjellen man faktisk observerer mellom obligasjonsfond og pengemarkedsfond er et høyere kredittpåslag for lengre løpetider som man heller kan plukke opp ved å investere i obligasjoner med flytende rente.

Plasseringene i pengemarked vektet ned til svak overvekt for å gi plass til den økte kreditteksponering.

Aksjer

Vi opprettholder vår anbefaling om undervekt innen aksjer. Vi er fortsatt av den oppfattelsen at gjeldssupersyklusen er over, og følgelig vil den gjennomsnittlige inntjeningsveksten blant de børsnoterte selskapene være lav fremover.

Med dette som grunnsyn, er aksjer middels verdsatt i dag. Vi velger å være litt forsiktig og opprettholder vår anbefaling om svak undervekt.



Eiendom

Som en konsekvens av at vi mener at markedet for lånefinansiering fortsatt vil være vanskelig, med høye renter og liten låneutmåling, 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 (gjærne UCITS fond) er to av årsakene til det.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500	-0,8%	1,6%
FTSE All World	0,0%	3,9%
FTSE Emerging Markets	1,2%	12,0%
OSEBX	8,2%	11,7%

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.