

Høstlige scenarier



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned & 2012

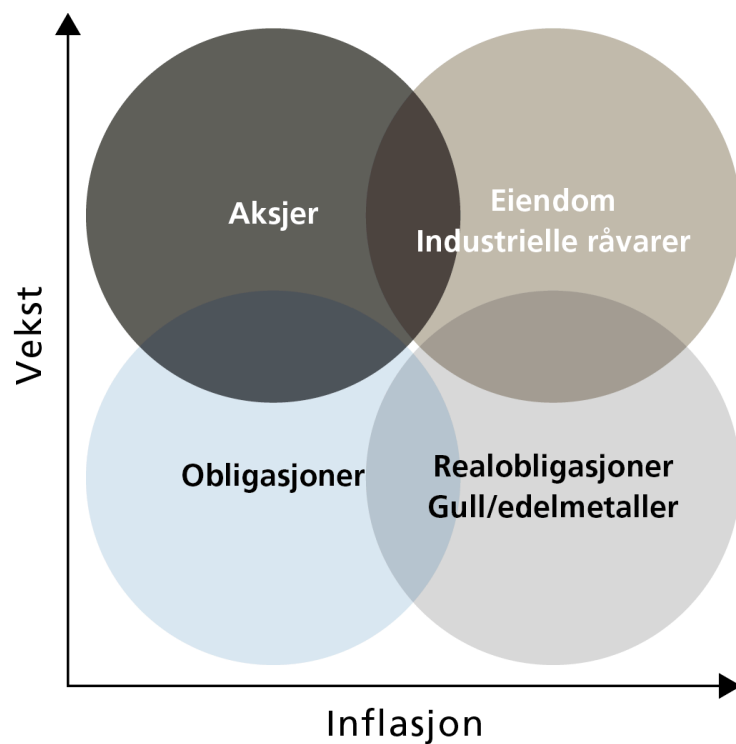
[Klikk her for å lese mer →](#)

I denne markedsrapporten tar NORCAP deg med på et dypdykk i hva som kommer til å skje i finansmarkedene utover høsten. Vi har liten tro på fest i aksjemarkedet og retter en sterk advarsel mot å begi seg «blindt inn» i de mange tilbud om kredittobligasjoner.

[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.

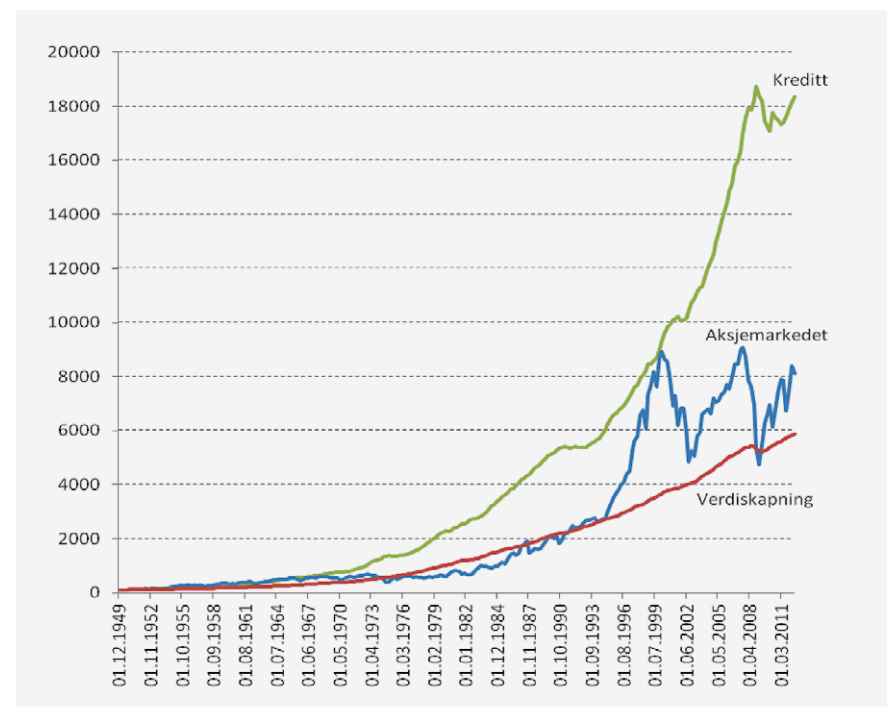
Forhold som styrer porteføljen de neste årene



Årsak 1:

Gjeldsnedbygging sakker veksten

Siden 50-tallet og frem til 2008 var verden i en tilsynelatende evig akkumulering av mer gjeld. Gjelden vokste mer enn inntektene som gjorde at man brukte mer enn inntekten. Den enes forbruk er en annens inntekt, og således skapte dette selvforsterkende effekter på økonomisk vekst.



Effekt nummer to av en slik gjeldsvekst er at det effektivt sett blir flere penger i sirkulasjon. Bakgrunnen for dette er at transaksjoner kan enten gjøres opp med gjeld eller penger. Hver gang en transaksjon gjøres opp med kreditt oppstår disse «pengene», som egentlig er et løfte om fremtidig betaling, ut av løse luften. Mesteparten av det som i samfunnet oppfattes som penger er dermed ulike former for fordringer. Når det skapes flere penger og det finnes en begrenset mengde «plasseringsenheter», stiger prisen på disse, det være seg aksjer, obligasjoner, eiendommer eller annet. Penger blir med andre ord billigere.

Etter at gjeld har vokst forttere enn verdiskapning en periode blir gjelden så høy at den blir problematisk å betjene, samtidig som rentene ikke lenger kan senkes for å lette betjeningen. Da begynner avviklingen av gjelden. Finanskrisen i 2008, eurokrisen og den manglende gjeninnhenting er symptomer på en overbelånt global økonomi.

Gjeldsnedbygging er naturlig nok gjeldsoppbyggingens rake motstykke, og virker negativt på økonomisk vekst og er deflatorisk. Den jevne greker, spanjol eller italiener kan nå alt om hvordan en slik økonomisk fase oppleves.

Det er to underliggende årsaker til at gjeldsnedbygging på globalt nivå er mer eller mindre uunngåelig i de kommende årene. Den ene grunnen er kreditorsiden, tilbyderne av kreditt. Tilbudet av kreditt har blitt merkbart mindre; grunnet bankenes innskrenking av sine balanser. At den europeiske økonomien har vært alt annet enn strålende hittil i år, er knapt nok overraskende. Mer overraskende var det at til tross

for uttalte målsetninger om det motsatte, økte europeiske banker sin balanse i første halvår ifølge Bank of International Settlements. Dette kan være en effekt av LTRO-programmet fra i vinter, men uavhengig av årsak kan man grøsse av hva som skjer hvis den dårlige økonomiske veksten vi allerede har sett i Europa var uten nevnte banknedbygging.

Den andre årsaken er at en høyt belånt økonomi er ustabil av natur. En høyt belånt økonomi kan på mange måter sammenlignes med å balansere en linjal på et knappenålshode. I teorien mulig, men det minste vindpust kan velte det hele. Siden etterspørrene av kreditt etter hvert oppfatter hvor ustabil systemet er slutter de å etterspørre nye lån, og forsøker å konsolidere sine økonomier.

I en verden der veksten i gjeld i forhold til inntekt er fallende, vil veksten etter alle solemerker være plassert i den lave enden av skalaen de neste årene. Dersom vi kommer oss gjennom dette uten å oppleve en kraftig resesjon eller depresjon bør vi prise oss lykkelige.

Årsak 2: Pengetrykking er ikke nok

Motsatsen til kredittnedbygging er trykking av penger. I en teoretisk modell er det mulig at man øker mengden penger akkurat tilsvarende reduksjonen i kreditt, slik at mengden betalingsmiddel forblir uendret. Spørsmålet blir således hvordan balansen mellom de to kreftene blir.

Historisk har pengetrykking/devaluering vært en favoritt for å ende kredittnedbyggingsspiralen. Starten av pengetrykkingen har også i flere kriser vært sammenfallende med bunnen i aksjemarkedene.

Men pengetrykking i moderne form er beheftet med en rekke utfordringer. For det første; når sentralbanken kjøper en statsobligasjon fra en eier av et slikt papir, er det slett ingen selvfølge at vedkommende kjøper risikoaktiva eller varer og tjenester for salgsprovenyet. Tvert i mot er det formodentlig en grunn til at han eier et slikt papir, og vil følgelig kjøpe noe som ligner på dette papiret. Atferden til bankene de senere år er et godt eksempel på dette. Følgen er at pengetrykkingen kun påvirker prisen på finansaktiva.

For å få nytrykte penger ut i omløp må man da tradisjonelt sett gå via staten, som kan bruke de nytrykte pengene til å kjøpe varer og tjenester og således skape et inflatorisk press. Det store spørsmålet er om denne taktikken også vil fungere tilstrekkelig godt til å motvirke den deflatoriske gjeldsnedbyggingen.. Med allerede press på de ulike nasjonalstatenes gjeldssituasjon, er det ikke like sannsynlig at pengetrykking gir den forløsende effekten den har hatt i tidligere tider. Med press for å redusere budsjettunderskuddene er kanskje den største effekten av å trykke penger allerede tatt, siden en innskrenking av statsbudsjettet er en motkraft til pengetrykkingen.

Et springende punkt for sentralbankenes pengetrykkingsplan er derfor hva obligasjonseierne gjør med pengene de mottar. Basert på historikken fra de foregående tiltakspakkene har de i hvert fall ikke kjøpt varer eller tjenester. Prisbevegelsene tyder heller på at de har tatt pengene fra salget av statsobligasjoner og kjøpt nye statsobligasjoner. Risikoaktiva som aksjer har steget, men det kan være like mye på grunn av lavere diskontering av inntjening fremfor at det har kommet en enorm bølge av kjøpsinteresse. Volumene har vært magre over hele linjen.

Faktisk kan man når man gjennomgår listen over kreditorer se at store deler av gjelden er hos kreditorer som har helt andre motiver for sine plasseringer enn avkastning. De tre største eierne av amerikansk statsgjeld er med god margin sentralbanken, Kina og Japan. Totalt utgjør Kina og Japan ca. 25% av all amerikansk gjeld som ikke er eid av sentralbanken. Disse beholdningene er resultat av en politikk for å redusere egen valutakurs, og sannsynligheten for at aktører som dette skal bruke salgsprovenyet til noe annet enn gjeldsinstrumenter er omtrent den samme som at det blir en varm vinter i Sibir.

Så lenge de nytrykte dollarene og euroene ikke lekker ut i den generelle økonomien, ligger det ikke an til at man får et inflatorisk høytrykk med det første, selv om dette fort kan snu. Foreløpig er de deflatoriske kreftene som ligger i gjeldsnedbygging og finanspolitisk innstramning så sterke at sentralbanken fortjener ros for foreløpig å ha holdt oss unna en dødelig deflatorisk spiral tilsvarende den greske erfaringen.

Virkning 1:

Lave renter, men ikke for alle

De deflatoriske kreftene som beskrevet over, kombinert med at sentralbanken kjøper statsobligasjoner, vil holde rentene lave. Dette er fordi inflasjonen ikke blir høy nok til å gjøre en nullrente-investering fullstendig uakseptabel og fordi de fleste som er på mottager-siden av sentralbankenes kjøp ikke er opptatt av avkastning. Dette har de klart demonstrert ved at de sitter på amerikanske statsobligasjoner i utgangspunktet.

Dette innebærer at rentenivået på i det minste amerikansk stat (og sannsynligvis et par andre) vil falle ytterligere. 1% rente på 10-åringen, som er der 7-åringen ligger nå, er absolutt innen rekkevidde. Kjøperne av disse papirene vil fortsatt være der, selv om sikkerheten i blir dårligere og dårligere.

Men selv om prisen på «ekte» penger holdes nede ved at man trykker penger, faller mengden kreditt. Slik blir «effektive penger» dyrere. Så selv om rentenivået offisielt er lavt, vil ingen kunne låne til noe i nærheten av denne rentesatsen. Oversatt til finansspråk vil kredittmarginene fortsette å være høye, og trolig stige.

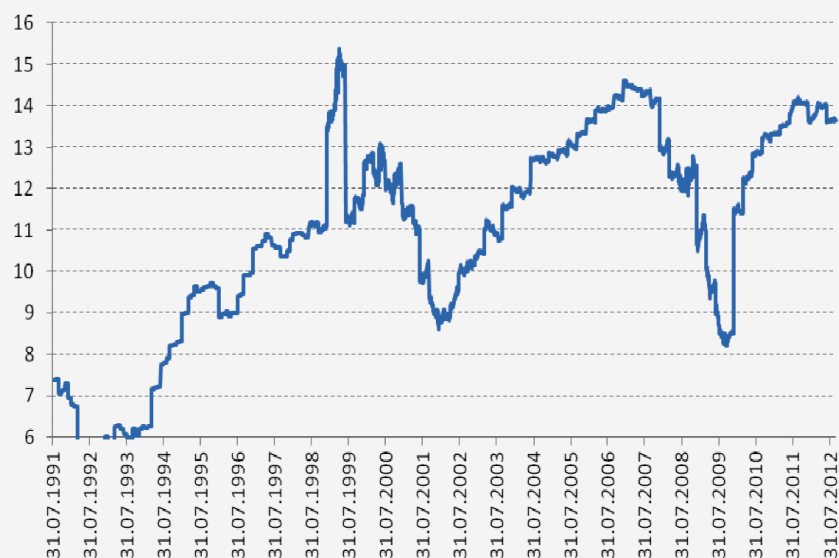
Virkning 2:

Stagnerende aksjemarkeder

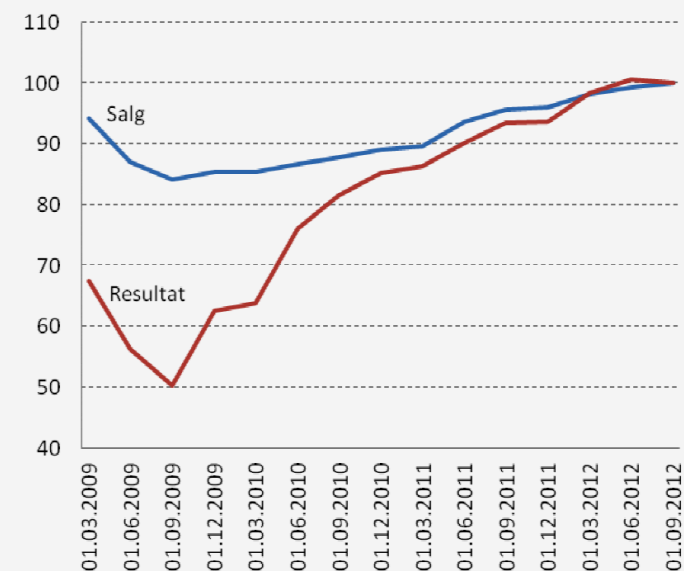
En naturlig bieffekt av at penger reelt sett blir dyrere, er at aksjer og andre kontantstrømgenererende eiendeler blir billigere. For aksjer betyr det i praksis at man betaler mindre for hver krone selskapet gir av overskudd, altså en lavere P/E-multippel. Med høye renter i selskapskreditt, er det konkurranse om kapitalen mellom aktivaklassene. Med en syklisk justert P/E på 22 (basert på 10 års rullerende gjennomsnittlig overskudd) er det lang vei ned til gjennomsnittet på 16, uten at det finnes noe magisk gulv.

Fallet i aksjeprisingen kompenseres i hvert fall delvis av økning i resultatet. De siste årene har selskapene vist relativt god resultatvekst, noe som har gjenspeilet seg i kursene. Men mye av resultatveksten har ikke kommet på grunn av økt salg, men på grunn av reduserte kostnader. Dette gjenspeiler seg i en profittmargin som i S&P 500-indeksen er på all-time-high. Men siden den enes kostnader er den andres inntekter vil ikke denne strategien kunne gjentas på bred basis.

S&P 500 Profittmargin



S&P 500 salg vs. resultat



Med mindre gjeldsnedbyggingsprosessen pågår over en svært lang periode vil det vanskelig gjøres å ha en resultatvekst som er høy nok til å både kompensere for at prisingen blir lavere og levere kursøkning. Dermed vil det bli mange skuffede aksjonærer som har blitt lovet både utbytte og kursgevinst som kun får en av delene.

Ikke kjøp hva som helst



Vi har nevnt gjentatte ganger at vi for tiden er positive til kredittobligasjoner som investeringsklasse i dagens økonomiske klima. Flere og flere investorer har fått med seg attraktiviteten av slike plasseringer og markedet er nå hetere enn noensinne.

Men populariteten av slike obligasjoner, som tidligere var de mer eller mindre profesjonelles domene, blant en bredere gruppe investorer

kombinert med at en rekke bedrifter ikke får banklån skaper også en dødelig cocktail for de som ikke er påpasselige.

Mekanikken er slik at de mindre bedriftene som ikke får lån i banken nå må henvende seg til det private markedet. Disse trenger ikke lån i 100-millionersklassen og oppover, men i størrelsesorden 10-30 mill. Disse lånene vil generelt ikke de største og mest rutinerte tilretteleggerne ta i. Effekten av dette er at mindre meglerhus og rådgivere som opererer i gråmarkedet villig strukturerer lånet og markedsfører det til alle med puls mot et friskt honorar.

Ukentlig observerer vi slike låneutstedelser, gjerne med «garanterte» renter over 10 prosent, minimumstegning på en halv mill., og powerpointpresentasjoner som viser en hockeykølle-formet utvikling i selskapets inntjening og resultat. Mottakerne er etter det vi observerer i stor grad vanlige privatpersoner med litt formue. Disse har som regel ingen erfaring med å vurdere selskapets regnskaper, ingen forutsetning for å etterprøve forutsetningene for tallene som presenteres i materialet, ingen erfaring for å vurdere det juridiske rammeverket for lånet og i hvert fall ingen forutsetning for å kunne vurdere om dette er et lån som har en «fair» pris på 8, 10 eller 20% rente. Slike små høyrentelån kommer til å bli den nye melkekua for ulike finansmiljøer på samme måte som strukturerte produkter og eiendomsprosjekter har vært det tidligere.

For det første kommer dette til å innebære at mange lån som utstedes nå ikke kommer til å få nødvendig oppfølging eller rapportering. Betalingen til tilrettelegger gjelder for transaksjonen/salget, ikke for oppfølging. Spesielt kommer dette til å gjelde når noe går galt. Skogen

av eiendomsprosjekter som ligger mer eller mindre brakk burde være en god referanse for hvordan dette vil se ut om 3-5 år.

For det andre vil disse lånene, siden de er så små, ha dårligere sikkerhet enn større lån. Dette er fordi de markedsføres mot et klientell som ikke er i stand til å vurdere covenants, tillitsmann og andre vesentlige forhold. Dermed er risikoen for svindel, tapping og lignende adferd fra selskapets side som svekker kreditorene langt høyere enn i et mer profesjonelt marked.

For det tredje vil lånets totalstørrelse og formodentlige spredning på flere kreditorer gjøre det praktisk talt ugjendrivelig. Advokatregningene vil være så store at det ikke vil være tjenlig å ta kampen for å få tilbake en sum som kanskje ikke en gang overstiger regningene.

Investorer som ikke har særkunnskap, men som ønsker eksponering mot kredittobligasjoner bør følge et av disse enkle rådene (i prioritert rekkefølge) for å unngå å bli offer for useriøse aktører:

1. Putt pengene i et regulert verdipapirfond som investerer i slike papirer. Stort sett lave kostnader, god diversifisering og kvalifisert kredittseleksjon.
2. Dersom du ønsker å investere direkte; engasjér en ekspert som **ikke er betalt av utsteder.**
3. Hold deg til de store og kjente navnene med «kurante» lån. Disse er som regel priset i et marked med profesjonelle motparter, har bedre informasjonstilgang og likviditet. Dermed er sjansen for å bli lurt langt mindre.
4. Legg på røret hver gang en megler ringer.

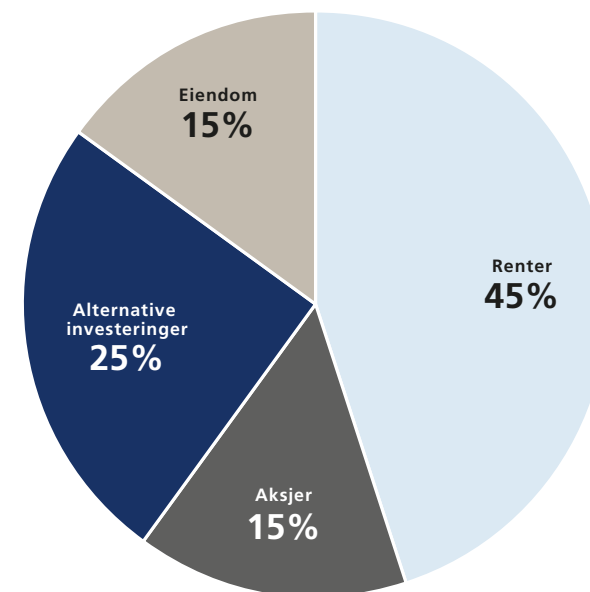
Norcaps investeringsråd

Aksjer

Oppgangen i aksjemarkedene basert på den amerikanske sentralbankens seneste pengepolitiske eksperiment har ikke gjort aksjeinvesteringer mer attraktivt i våre øyne.

Behovet for inflasjonbeskyttelse er minimalt, verdsettelsene i aksjemarkedet er høye sammenlignet med selskapsgjeld, og den negative priseffekten av gjeldsnedbyggingen vil vanskelig la seg stagge. Samtidig ligger det vesentlig risiko i en eventuell normalisering av profittmarginen (som normalt er konvergerende mot sitt gjennomsnitt) og en, mot alle odds, økning i realrenten.

Vi opprettholder derfor vår undervekt i aksjer.



Renter

Ettersom nedbyggingen av gjeldsfjellet vil medføre at det blir mindre «penger» tilgjengelig er renteinstrumenter interessante investeringsobjekter 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 som nevnt over en kjøpergruppe av enkelte statsobligasjoner som vil fortsette å kjøpe disse mer eller mindre uavhengig av hva forventet avkastning på investeringen er isolert sett. 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 kreditt 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.

Men 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

De fleste eiendomsaktører har allerede merket at bankene har strammet til skruen på nye lån. Foreløpig har dette etter vår mening hatt oppsiktsvekkende lite effekt på prisbildet. Etter hvert som de allerede inngåtte lånene utløper og fornyes vil nok hverdagen bli en annen.

Et paradoks er at dersom formuesskatten fjernes etter neste valg, slik Høyre og FrP har programfestet, vil dette fjerne fordelene eiendom har hatt i forhold til andre finansielle aktivaklasser. Det er sannsynlig at næringseiendom vil få en større negativ effekt av dette isolert sett enn bolig, som har et vesentlig forbrukelement i seg. Dermed burde de med store formuer, som ofte i stor grad er plassert i eiendom være forsiktig med hva de ønsker seg. Formuesskatten kan fort bli en liten utgift sammenlignet med alternativet.

Vi opprettholder vår undervekt i eiendom.

Alternative investeringer

Avkastningspotensial uten direkte sammenheng med verdensøkonomien kan ikke være annet enn attraktivt i en verden som i beste fall sniler seg videre, og alternative investeringer kan tilby nettopp dette. I tillegg har aktivaklassen modnet betydelig over de siste årene med likvide spesialfond og honorarstrukturer som ikke gjør at all avkastning havner på forvalterens konto.

Derfor opprettholder vi vår overvekt innen alternative investeringer.

Utvikling sist måned & 2012

	Sist måned (NOK)	2012 (NOK)
S&P 500	1,1 %	9,8 %
FTSE ALL World	1,7 %	6,2 %
OSEBX	2,5 %	15,8 %
FTSE Emerging	6,0 %	4,7 %

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.