

Jernkvinnen slår tilbake



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 →](#)

Det er bare å forberede seg. Angela Merkel fortsetter trolig som tysk forbundskansler etter valget 22. september. Jernkvinnen vil da gå nådeløst mot gjeldsettergivelse, kreve beinhard budsjett disiplin og det blir ingen pengetrykking. [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.

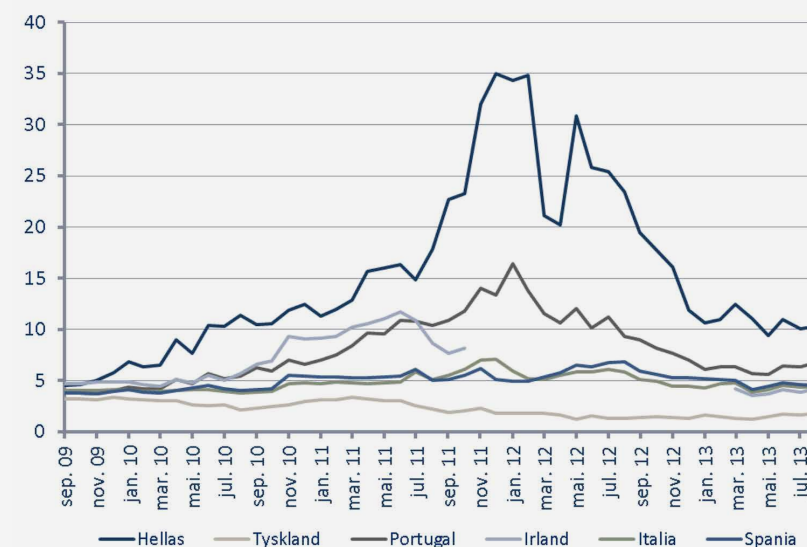
Euro-krise på vent

Siden forvirringen som hersket i etterkant av Kypros-redningen har det vært relativt stille på den europolitisk fronten. I motsetning til de siste årene der toppmøter ble avholdt nærmest ukentlig, har allmennheten for alle praktiske formål vært forskånet fra «eurostøy» de siste månedene. Dette til tross for store uløste problemer i eurosamarbeidet og en rekordhøy arbeidsledighet sør for alpene.

Kombinasjonen av fravær av negative nyheter fra den politiske arenaen og enkelte datapunkter som tyder på at fallet i økonomisk aktivitet kan være over, har vært en vidunderkur for finansmarkedene. Obligasjonsmarkedene priser nå inn lav risiko for ikke-tysk statsgjeld, og aksjemarkedene har fått seg et realløft.

Mens valgkampen har pågått på hjemmebane har den tidligere stålharde tyske kansler vært langt mer imøtekommende overfor sine sør-europeiske kollegaer. Både Francois Hollandes manglende evne til å balansere budsjettet og Enrico Lettas reversering av fjorårets skatteøkninger har blitt forbigått i stillhet. Disse signalene, eller snarere fraværet av signaler på det motsatte, har gitt grobunn for et gryende håp om at uenighetene i eurosonen er avtagende, og at man kan komme til en mer permanent løsning for det europeiske prosjektets fremtid. Det som er langt mer nærliggende å tro er at stillheten rundt europolitikken har gjort det mulig å henlede oppmerksomheten på hjemmebane til andre områder enn den betente euro-saken. Euro-saken er alt annet enn en stemmesanker for den sittende regjeringen uansett hvilket standpunkt som formidles til

10 års statsrenter



velgerne; enten må man betale for «alle de late sør-europeerne» eller så må man motarbeide det europeiske felleskapet.

Når Angela Merkel etter alle solemerker går på en ny termin som den tyske sjef etter valget 22. september, vil jernkvinnen være tilbake i kjent stil: ingen gjeldsettergivelse, beinhard budsjett disiplin og ingen pengetrykking.

Utfordringene står også i kø fremover. Hellas har behov for en ny hjelpepakke senest i 2014 og samtidig har Portugal store problemer. Siden alle de private kreditorene nå mer eller mindre er ute av gresk statsgjeld etter en runde med nedskrivninger, vil en ny restrukturering innebære at Tyskland og de andre som har bidratt for å holde Hellas og euroen flytende må krystallisere et tap i sine bøker. Et slikt tap vil være den første kostnaden tilknyttet hjelpepakkene, og være en stor kamel å svelge for det tyske elektoratet. Særlig når historikken tilsier at det vil være den første i rekken av slike kostnader. For å unngå at tyskerne setter seg på bakbena av denne grunn jobber eurokratene på spreng for å komme unna problemet. Et forslag er i følge engelske medier at midlene heller skal komme over EU-budsjettet, noe som vil innebære at også land utenfor eurosone som Storbritannia, Sverige og Danmark skal betale. Det er intet å utsette på kreativiteten, men det skal godt gjøres å overtale et stadig mer euro-skeptisk Storbritannia til å gå med på noe slikt.

Det er ikke bare britene som er skeptiske til EU om dagen. Det blåser en antiintegrasjonsvind over hele kontinentet. Mye av grunnen til dette er, akkurat i øyeblikket, de dårlige økonomiske forholdene, men det er uansett det som er grunnlaget for stemmegiverne omkring på kontinentet. Basert på en undersøkelse utført av PEW Research Center i våres er det kun i Tyskland at flertallet mener at økonomisk integrasjon er bra. Det er for så vidt ikke så rart, med tanke på at Tyskland har foreløpig vært den som har tjent på eurosamarbeidet.

Fewer support European Economic Integration

% European Economic Integration strengthened country's economy

	1991	Fall 2009	2010	2012	2013	09-13 Change
	%	%	%	%	%	
France	31	43	37	36	22	-21
Italy	43	31	--	22	11	-20
Spain	53	53	51	46	37	-16
Poland	--	53	68	48	41	-12
Britain	44	29	32	30	26	-3
Czech Rep.	--	31	--	31	29	-2
Germany	--	50	48	59	54	+4
Greece	--	--	--	18	11	--

In 1991, the question asked "In the long run, do you think that (survey country's) overall economy will be strengthened or weakened by the economic integration of Western Europe?"

PEW RESEARCH CENTER Q31.

Etter en periode med en slags terrorbalanse blant EUs statsledere, er det duket for at konfliktnivået vil eskalere utover høsten. Finansmarkedene har den siste perioden vært priset for en mer harmonisk verden enn det den virkelig er, og en viss priskorreksjon, særlig innen statsrenter, vil være nærliggende.

Investorene har blitt malt inn i hjørnet

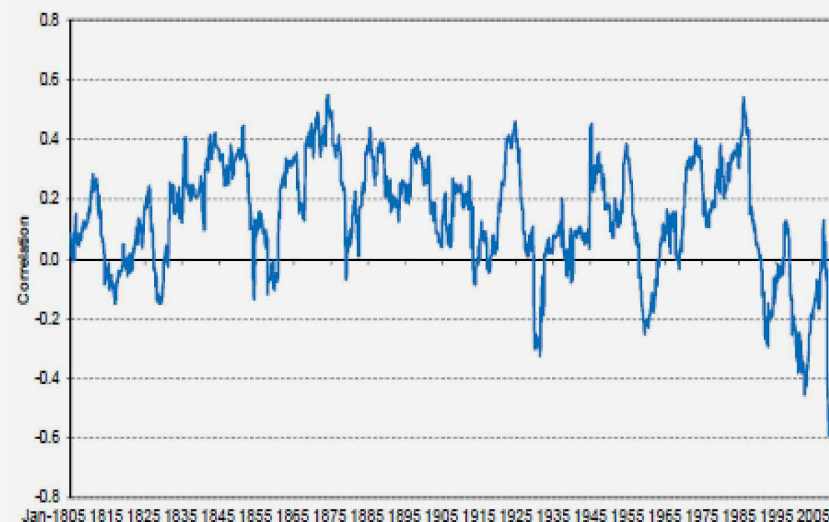
Innen tradisjonell finansforvaltning, som fortsatt er dominerende hos pensjonskasser, forsikringselskaper o.l., har man to kort å spille på: obligasjoner og aksjer. Disse to aktivaene har, hvis vi ser bort fra bløffen rundt hold-til-forfall obligasjoner, hatt den fortreffelige egenskapen at de balanserer hverandre ut. Når aksjemarkedet faller kraftig er det gjerne sammenfallende med svak økonomisk utvikling, som også tilsier rentefall, hvilket er bra for obligasjonsprisene. Altså kompenser gevinst på obligasjoner i stor grad fall i aksjemarkedet. Uttrykt på statistisk fagspråk heter det at de to aktivaklassene har negativ korrelasjon.

At aksjer og obligasjoner (med lav kredittrisiko) er negativt korrelert har vært konsistent så lenge at det i finansbransjen i stor grad er oppfattet som en naturlov. Men hva hvis det ikke er så enkelt? Er det en faktisk vedvarende årsakssammenheng eller bare forbigående?

I dagens QE-drevne finansmarked har aksjer og obligasjoner steget i takt. Altså har det vært en positiv korrelasjon, mot «normalt». At det motsatte kan skje er til dels allerede demonstrert ved at markedet falt da det nye finansbegrepet «tapering» ble oppfunnet i mai.

Correlation of Bond and Equity Returns

Rolling 5-Year / Source: GMO



Som det har blitt drøftet i denne markedsrapporten før er alle avkastningskrav nå nedjustert pga. a) at den risikofrie renten er nedjustert og b) fordi risikopremiene er nedjustert grunnet jakt på positiv realavkastning pga. pkt. a). Hvis renten stiger vil begge disse logisk sett gå i revers og prisene på både aksjer og obligasjoner falle samtidig, alt annet likt. Spørsmålet er da om inntjeningsveksten demmer opp for tapet som oppstår pga. renteoppgangen.

Øker rentene, eller nærmere bestemt avkastningskravet, hurtig vil inntjeningen uansett ikke ha sjanse til å holde følge. Det vil være vanskelig å få nok fart i resultatene til at avkastningen blir høy nok med en motgang i verdsettelsen. Profittmarginen kan vanskelig ekspanderes og med en nedkjøling i den fremvoksende verden, skal det mye til at vestlig vekst blir mer enn svakt positiv.

Investorer som er låst til en aksje/obligasjons-strategi blir fanget i en posisjon som vil innebære en svak avkastning fremover. Det er umulig å få god avkastning i obligasjoner når rentene er i gulvet, samtidig som at renteoppgang gir liten grunn for aksjeoptimisme. I grafen som er utferdiget av GMO fremgår det tydelig at det historisk har vært vanligere at aksjer og obligasjoner stiger og faller i verdi samtidig enn motsatt, slik de aller fleste blindt forutsetter. I investeringsverden kan ingen ting tas for gitt!

Anbefalt lesning:

Den europeiske gjøremålslisten vokser

<http://www.bloomberg.com/news/2013-08-14/europe-muddles-to-german-vote-as-to-do-list-grows-euro-credit.html>

Full fest for finansfolket

<http://www.dn.no/forsiden/borsMarked/article2663242.ece>

Gibraltar-strid skaper gnisninger mellom Spania og Storbritannia:

<http://www.telegraph.co.uk/news/worldnews/europe/gibraltar/10267638/Spanish-Gibraltar-invasion-fake-pictures-spark-fury.html>

Fed blåser i den fremvoksende verden

<http://www.businessweek.com/news/2013-08-25/fed-officials-rebuff-coordination-calls-as-stimulus-taper-looms>

Merkel: Hellas skulle aldri vært med i euroen

<http://www.telegraph.co.uk/finance/financialcrisis/10269893/Angela-Merkel-Greece-should-never-have-been-allowed-in-the-euro.html>

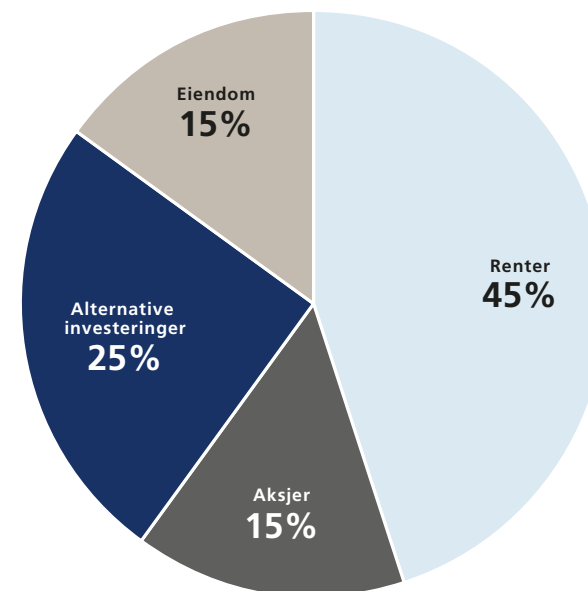
Norcaps investeringsråd

Aksjer

USA og i mindre grad Europa har endelig kommet inn i et slags syklisk oppsving. Arbeidsmarkedet ser ut til å være i bedring, noe som normalt burde dra aksjemarkedet et knepp opp. Men tidene er langt fra normale. Mens våren var preget av at dårlige makro-nyheter var gode nyheter for aksjemarkedet, kan høsten fort by på det motsatte. Årsaken er som tidligere nevnt, kvantitative lettelse. Et scenario der amerikansk vekst er akkurat positiv nok til at sentralbanken kan godtgjøre å kutte ned på stimuliene.

Samtidig er verdensøkonomien i en strukturelt ustabil fase, mye grunnet nettopp kvantitative lettelse. Faren for en ny Asia-krise har dukket opp på radaren, og denne gangen er Asia langt viktigere for verdensøkonomien enn på slutten av 90-tallet. Euro-sonen kan som nevnt også antennes igjen så fort det tyske valget er overstått i tillegg til krig i Syria, nedbygging av bankbalanser og sesongmessige variasjoner. Med et aksjemarked som er full-priset taler det for å ta det med ro.

Vi opprettholder vår undervektsanbefaling på aksjer.



Renter

Med snakk om nedtrapping i kvantitative lettelser har lange renter internasjonalt så vidt begynt sin ferd tilbake mot normaliteten. Men det er langt igjen til et normalt nivå, og det ligger mye reprisingsrisiko og venter fremdeles.

Med en slik reprisingsrisiko gjelder det å begrense durasjonen i porteføljen, både på rentesiden og i andre aktivaklasser. Med begrenset durasjon kan man også tillate seg å høste noe risikopremie uten at man blir utsatt for katastrofale tap dersom skulle rentene komme tilbake til noe som minner om et normalt leie.

Vi opprettholder vår anbefalte overvekt på kredittrisiko, og anbefaler fortsatt en størst mulig grad av flytende eller kort rentebinding.

Eiendom

Næringseiendomsmarkedet er fortsatt delt mellom det som oppfattes som trygt og alt annet. På den positive siden begynner det å løsne litt i finansiering av eiendomskjøp, noe som er vesentlig for at det skal være noe som helst omsetning. Prisene på lån er imidlertid fortsatt høye, og bankene driver stor grad av differensiering mellom kunder.

Farene som ligger i høyere renter og en eventuell fjerning eller reduksjon av formuesskatten er imidlertid fortsatt til stede, selv om bedre tilgang på finansiering i hvert fall bedrer situasjonen noe. Men med yieldene på lave nivåer vil et lite skift i avkastningskravet gjøre stor skade på egenkapitalen. Risikoen for at avkastningskravet skal opp fra dagens nivåer er relativt stor, og forventet avkastning tilsvarende lav ut i fra løpende drift.

Utvikling sist måned og 2013

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	0,5 %	25,8 %
FTSE ALL World	1,4 %	17,7 %
Oslo børs (OSEBX)	0,3 %	11,9 %
FTSE Emerging	0,8 %	-4,4 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	1,0 %

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.