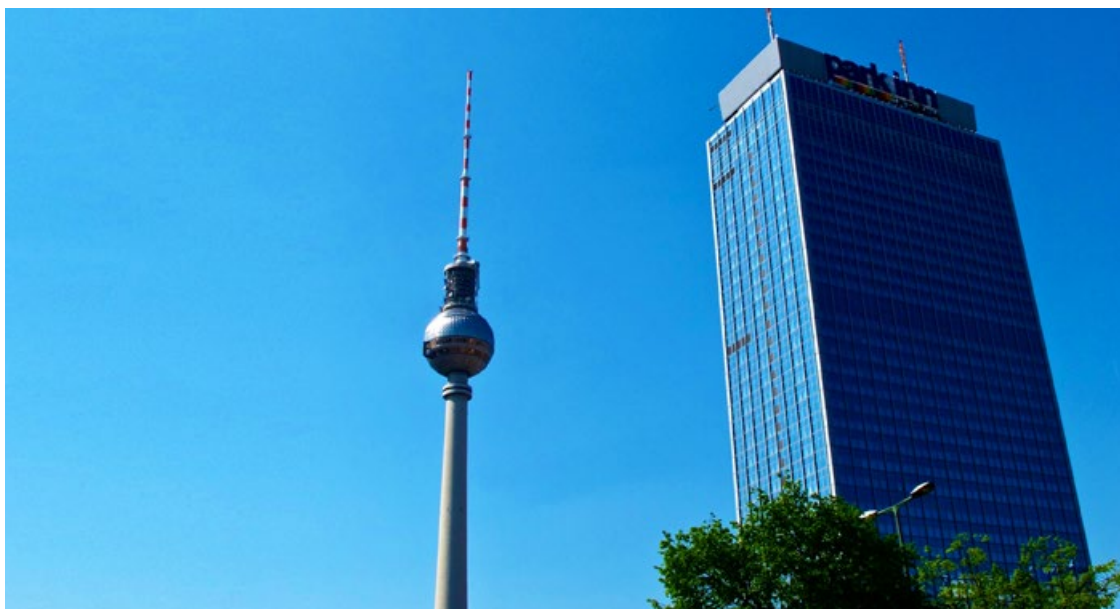


Høyere inflasjon i vente?



Norcaps investeringsråd

Les mer om hva NORCAP mener i forhold til investeringsråd

[Klikk her for å lese mer →](#)

Utvikling sist måned og hittil i 2014

[Klikk her for å lese mer →](#)

Den tyske stat kan være nær en beslutning om å slippe inflasjonen løs for å redusere gjeldsbyrden. Er hyperinflasjon løsningen? Og hva skiller investorer og spekulanter? Vi ser nærmere på «The greater fool theory». [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.

Sentralbankene verden rundt gjør alt som skal til for å få økonomien på fote igjen. Stadig flere spekulerer i om det endelige utfallet av vår tids økonomiske hengemyr er en massiv økning av inflasjonen.

Dette er for så vidt ingen ny teori, men de siste månedene har den igjen fått stadig mer oppmerksomhet. Særlig er det spekulasjoner om at Tyskland til slutt vil tolerere en høy inflasjon for å redde euroen.

Argumentasjonen er god, og det er slett ikke usannsynlig at vi må gjennom en periode med høyere inflasjon for å få vasket det store gjeldsoverhengen ut av systemet. Hvordan vil markedene reagere på et slikt scenario? Mye av årsaken til at verden har sett fallende inflasjon til tross for superlave renter er at omløpshastigheten på pengene har falt, og falt, og falt, fordi bankene ikke låner ut nok av pengene. Hva skjer hvis dette snur og bankvesenet oversvømmer markedet med penger?

Konsekvenser for obligasjons- og aksjemarkedet

Samfunnets kreditorer er de som er ment å straffes med en inflasjonspolitik, og de vil bli straffet. Etter hvert som markedet øker sine inflasjonsforventninger stiger fastrentene på lengre løpetider og obligasjonsprisene sendes nedover. Avhengig av om forventningene endrer seg langsomt over tid eller hurtig, vil opplevelsen av krise være vesentlig forskjellig. Tar det lang tid vil obligasjonseierne årelates uten at de merker det selv, dersom forventningene skifter fort vil rusket mot døren sende ristninger gjennom finansverden.

Den vanligste hypotesen er at høyere inflasjon er ganske positivt for aksjemarkedet. Aksjer representerer tross alt en realverdi som stiger når pengenes verdi blir mindre. Historien viser dog et litt mer blandet bilde. For eksempel var ikke 70-tallet en spesielt god aksjeperiode, selv om inflasjonen var relativt høy. Faktisk var det ikke før etter at inflasjonen i USA ble nedkjempet at aksjemarkedet påbegynte sin glansperiode. Mye av årsaken ligger nok i at de nominelle rentene da typisk er høyere, noe som gir lavere verdsettelse av aksjemarkedet.

Hvordan aksjemarkedet reagerer er således langt fra sikkert. Hvorfor og hvor fort inflasjonen stiger er vel så viktig som at den faktisk stiger. Veddemål på økt inflasjon er både betinget av om det skjer, hvordan det skjer og hvorfor det skjer.



«The greater fool theory» og jakten på den neste spekulant

I vår bok er det et klart skille mellom spekulasjon og investering. Investering handler om å plassere en del av sin formue i et objekt som i fremtiden genererer et overskudd (avkastning) som man synes er tilfredsstillende i forhold til risikoen for at noe går galt. Jo høyere pris objektet påtar seg, desto lavere blir avkastningen fremover i forhold til alternativet, som er å selge (eller ikke kjøpe). Spekulasjon er å plassere penger i et objekt basert på troen om at andre menneskers atferd frem i tid vil endre prisen på objektet i seg selv. Spekulasjon innebærer av natur alltid et element av spådom. De som kommer med spådommer, enten de bruker krystallkule, håndflate eller grafer er ikke verdt å bruke for mye tid eller penger på.

Finansbransjen har over tid utviklet seg til å bli en spekulasjonsrettet bransje. Det faktum at det tilbys analyse og rådgivning i stor skala på kortsiktige aksjebevegelser, valuta, råvarer og til og med kunst er bevis på dette. Det er absolutt mulig å tjene penger på spekulasjon, men summen av alle spekulanter kan umulig tjene penger. Det er et nullsumspill, og med de honorarene som tas for å tilby ulike tjenester til spekulasjonen, blir det et svakt «negativsumspill».

Det som gjør spekulasjon mer populært enn investering er menneskets medfødte hang til umiddelbar tilfredsstillelse. Spekulasjon skjer gjerne på korte tidshorisonter og oppleves derfor som morsommere av de fleste mennesker.

Sentralt i spekulantenes trosbilde er den sagnomsuste siste «idioten», derav «The greater fool theory». Dette er personen som skal kjøpe ut alle investorer til summer som man aldri kan forsvare utfra normale økonomiske prinsipper. Det er troen på «den siste idioten» som gir spekulanten troen på at spekulasjon er lønnsomt.

Problemet med å investere basert på denne teorien er at det ikke er gitt at man finner en spekulant som er villig til å betale en høyere pris for investeringen. Det forutsetter at markedet fortsetter å stige stadig høyere.

Det er to hovedprinsipper som letingen etter den siste, eller i hvert fall en større spekulant eller «idiot» skjer på. Det vanligste og mest åpenbare er å anskaffe seg åte i form av et verdipapir. Denne legges så ut i en salgsfelle til en høyere pris i håp at noen kjøper. Kjøperen i dette tilfellet har akkurat samme plan som forrige eier, bare at prisen er litt dyrere.

Det er mulig å tjene penger på spekulasjon. Noen, som f.eks. George Soros, er helt åpne på at de er spekulanter og opptrer deretter. Men det er et spill hvor de fleste ikke tjener penger, og du vet ikke om «den siste idioten» noen gang kommer frem til bordet, og det kan like gjerne være deg selv som får tittelen.

De gangene spekulasjon kan forsvares er når det er sammenfallende med å investere. Hvis man spekulerer i at noe som generer en faktisk kontantstrøm i dag, ikke langt inn i fremtiden er priset for lavt, er dette også en investering. Den store forskjellen er at man da ikke gjør seg avhengig av en som kjøper investeringen til en høyere pris, men kan få tilbakebetalt ved å høste overskuddet over tid. Skulle «idioten» dukke opp er det en hyggelig bonus, ikke en forutsetning.

Norcaps investeringsanbefaling

Slik dagens marked priser de fleste investeringsmuligheter, er det vanskelig å være investor. Det lave rentenivået har presset de fleste utover risikoskalaen og det er ikke lavhengende frukt igjen.

Aksjer

Med mindre man faktisk mener at «this time is different» er det vanskelig å se for seg god betaling for å legge penger inn i de utviklede aksjemarkedene. Dersom man faktisk mener det bør man revurdere sine forutsetninger. Årsaken til dette er i stor grad knyttet til at profittmarginen, overskuddet pr. omsatt krone, nå er svært høy i de utviklede markedene og særlig i USA. Profittmarginer har aldri vært stabile tidligere, og det virker utenkelig at de plutselig skal bli det. I det profittmarginen normaliseres må omsetningen øke kraftig, ellers vil aksjene fremstå som svært dyre.

Samtidig mener vi at vekstmarkedene stort sett er billige, både i forhold til sin egen historiske prising og, ikke minst, i forholdt til de utviklede markedene. Selv om de siste månedene stort sett har vært positive for vekstmarkeder som helhet, har de siste årene vært dårlige, og det er fortsatt et stort potensial for ytterligere oppgang.

Renter

Når rentenivået er nær null er det lite fristende å investere i obligasjoner med lang løpetid og fastrente (5 år eller mer). Da får vi en investering med «avkastningsfri risiko», slik Yngve Slyngstad uttrykte det, noe som ikke kan bli særlig lønnsomt. Vi anbefaler derfor å plassere mest mulig i obligasjoner med flytende rente, og gjerne relativt kort løpetid.

Hva gjelder grad av kredittrisiko på obligasjonsutstederen, observerer vi at det blir stadig mer populært med High Yield-obligasjoner, godt hjulpet av den gode avkastningen denne klassen har hatt de siste årene. Populariteten har dog akselerert mye, og betalingen for å ta risikoen en slik investering innebærer er stadig mindre. Slik sett er dette ikke tiden for å øke engasjementet i denne type obligasjoner, men heller være årvåken.

Utvikling sist måned og 2014

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	4,6 %	7,1 %
FTSE ALL World	4,5 %	6,1 %
Oslo børs (OSEBX)	2,1 %	12,6 %
FTSE Emerging	4,7 %	5,1 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	0,7 %

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 rapporten. NORCAP, selskapets ansatte samt ansattes og selskapets nærstående kan ha eierinteresser i nevnte aktivaklasser, produkter eller underliggende selskaper.