

Horisonter og fondsvalg



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 →](#)

Mens mange erkjenner at man må tåle svinger og være langsiktig i forbindelse med et valg om å delta i aksjemarkedet, overser mange at man også må tåle svingninger og være langsiktig i forhold til forvalteres prestasjoner. [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.

Altfor mange kjøper og selger sine fondsposisjoner i takt med endringene i ulike rangeringslister. I denne utgaven av markedsrapporten søker vi å ta folkeopplysningen litt videre rundt fondsinvesteringer.

Alle med overskuddspenger som skal plasseres på en eller annen måte, vil ha en rekke valg. Valgene kan i bunn og grunn kategoriseres etter hvor stor markedsrisiko (hvor mye aksjer/renter) og hvor stor avviksrisiko (aktiv eller indeksforvaltning) man ønsker å ta.

Når det gjelder markedsrisiko er denne gjerne anerkjent i den grad at de fleste som plasserer penger i et aksjefond innser at man må ha en viss horisont på investeringen før man gjør opp status. Aksjemarkedet kan svinge opp eller ned på kort sikt, men de fleste jobber under en hypotese om at det langsiktig vil gi en meravkastning. I følge Verdipapirfondenes forening er til og med norske fondssparere i sum blitt så rasjonelle at de tegner minst like mye i fond etter at markedet har falt.

Innen avviksrisiko, eller forvalterrisiko, har folkeopplysningen kommet langt kortere. For det første er det stilt store spørsmålstegn ved om det å ta slik risiko faktisk gir meravkastning over tid. For det andre er den klare erfaringen at kundene har langt mindre tålmodighet med nedsiden av forvalterrisiko enn av markedsrisiko.

Hva gjelder tålmodigheten er det to typer kunder, de som har et bevisst forhold til avkastningen og de som ikke har det. I den førstnevnte kategorien er tommelfingerregelen, som forvalterlegenden Jeremy Grantham i amerikanske GMO bruker, tre års tålmodighetskvote. Dersom forvaltere har gjort det dårligere enn markedet i tre år blir de som regel sagt opp. Grantham selv har følt dette på kroppen da han mistet store deler av kundemassen sin fordi han gikk ut av aksjemarkedet da det ble uforsvarlig dyrt i forbindelse med dot.com-boblen før årtusenskiftet. At han beviselig hadde rett, hadde liten betydning for inntekten hans. Også nå opererer Grantham og GMO med lave avkastingsforventninger til aksjemarkedet, og også nå har de begynt å merke at kundene begynner å forsvinne. Selv GMOs svært store institusjonelle kunder som har valgt en verdifilosofi med åpne øyne velger altså å forlate en slik strategi i det markedet blir dyrt til fordel for, på papiret, mer innbydende alternativer. Strategien eller mandatet til et fond er ofte hovedårsaken til at det i perioder gjør det bra eller dårlig, ikke nødvendigvis at den ene forvalteren er flinkere enn den andre. I et kunstig regneeksempel publisert i Global Equity Strategy for snart 10 år siden, ble det vist at selv blant forvaltere med 3% årlig meravkastning pr. år vil en tredjedel underprestere hvert år. I tillegg ville over halvparten ha tre sammenhengende år med avkastning lavere enn markedet. Altså ville selv en forvalter som skaper en betydelig «ekte» meravkastning bli sagt opp flere ganger i løpet av en karriere pga. midlertidig mindreakstning.

Siden selv dyktige forvaltere altfor lett mister forvaltningskapital på grunn av at de midlertidig gjør det dårligere enn markedet, har bransjen tilpasset seg. Den enkleste måten å oppnå en avkastning

som ikke avviker sterkt fra markedsutviklingen er å ligge nært opptil indeksen. Mange forvaltere velger derfor å delvis kopiere indeksen, fremfor å utelukkende investere i de aksjene de mener er de beste. Fagtermen på dette er «tracking error», og dette måler i prinsippet karriererisikoen til forvalter.

Med fare for å understreke det åpenbare: De fleste forvaltere og forvaltningsselskaper jobber for å tjene penger til livets opphold, og derfor tar de generelt lite karriererisiko, og belaster det honoraret de mener kundemassen aksepterer og som de etisk kan forsvare (noen uheldige unntak finnes dessverre på dette punkt). Dersom man ligger svært nære indeksen og i tillegg belaster et honorar, skal man ha flaks om man slår indeksen både i enkeltår og over tid. Og her kommer det andre elementet inn som ofte er et debattert tema: er det faktisk noe meravkastning i å ta avviksrisiko. Usikkerheten rundt dette faktum er også trolig en delvis årsak til at fondskundene er så utålmodige med sine forvaltere.

Fra det ortodokse akademiske holdet fremholdes det som regel at markedet er så effisient at det ikke er mulig for fondsforvaltere å skape meravkastning, i hvert fall ikke etter honoraret de belaster. I

denne sammenheng vises det ofte til statistikker som viser at snittet av fondene ikke gjør det bedre enn sin indeks. Men dersom man deler fondene opp i ekte aktivt forvaltede fond og «skapindeks-fond» får man et litt mer nyansert bilde. En studie som ble gjort av Cremers og Petajisto delte opp ulike fond i fire kategorier; om de hadde høy eller lav tracking error og høy eller lav aktiv andel (overlapp av posisjoner med indeks).

Studien viste at begge gruppene med høy aktiv andel hadde betydelig positiv meravkastning, mens de med lav aktiv andel hadde en lavere avkastning enn indeks etter honorarer. Den samme studien anslår at rundt en tredjedel av fondsindustrien i realiteten er forkledde indeksfond. Når en tredjedel av fondsuniverset består av fond som er dømt til å gjøre det dårligere enn indeksen er det ikke så sensasjonelt at gjennomsnittet av fondsuniverset heller ikke gjør det noe særlig bedre.

Den gode nyheten er at fondene med en høy aktiv andel tenderer til å ha høy aktiv andel i lang tid. Derfor vil typisk de forvalterne som har levert god avkastning tidligere også gjøre dette i fortsettelsen. Dette krever at man ikke gir de sparken i mellomtiden, noe statistikken dessverre viser at folk litt for ofte gjør.

	Høy tracking error	Lav tracking error
Høy aktiv andel	Konsentrerte aksjeplukkere	Diversifiserte aksjeplukkere
Lav aktiv andel	Sektor veddemål	Forkledde indeksfond

Norcaps investeringsanbefaling

Aksjer

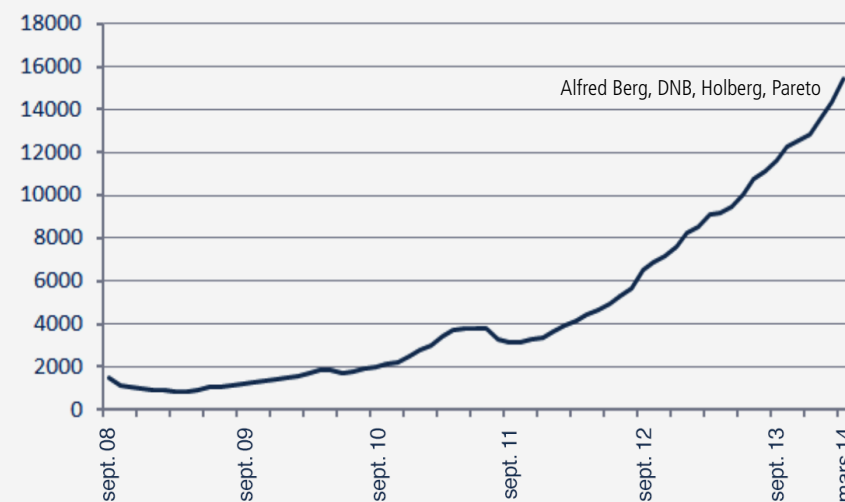
Som en konsekvens av vår grunnleggende mistillit til ethverts menneskes evne til å selge seg ut av markedet akkurat i øyeblikket det begynner å falle, anbefaler vi en undervekt i aksjer. Ut i fra vår grunnleggende verdiorienterte investeringsfilosofi, velger vi heller å gå glipp av en kortsiktig kursoppgang, enn å ta unødvendig risiko med våre kunders penger. Markedet er ikke priset for å levere god avkastning med stor grad av sikkerhet over den neste femårsperioden.

Årsaken til dette er at vi tror profittmarginene vil svekkes, slik de har for vane å gjøre, og at dagens prisnivå i forhold til inntjening ikke kan forsvares på dagens nivåer med et mer normalisert rentenivå. Det eneste som da kan redde aksjeavkastning er et sterkt oppsving i økonomisk vekst med tilhørende omsetningsvekst. Dette virker imidlertid ikke særlig sannsynlig. Veksten har vært svakere enn normalt ut av forrige resesjon, og strukturelle forhold tyder på at vi må venne oss til en noe lavere veksttakt den neste perioden enn i de foregående. Dersom vi likevel skulle få høyere økonomisk vekst, er spørsmålet om effekten av veksten likevel vil utlignes av stigende renter.

Renter

Med et rekordlavt rentenivå og en avslutning av støttekjøpene av statsobligasjoner på trappene, er det ikke tilrådelig å investere i rentepapirer med lang rentebinding. Samtidig ser vi at kredittpåslagene som de siste årene har vært en god kilde til avkastning blir stadig mindre. Man bør med fallende marginer være enda mer skeptisk til å påta seg høy motpartsrisiko. Man har både mindre å gå på dersom noe skulle gå galt, og sannsynligheten for kurstap ved en reprising av risiko er tilsvarende større. Det vi imidlertid observerer er at populariteten til aktivaklassen «high yield» er akselererende. Dette er uten tvil drevet av en slags fallitt-erklæring fra mange som avla et kyskhetsløfte mot risiko på sine sparepenger etter finanskrisen, men som nå ikke holder ut lenger og gir seg hen til risikoaktivaenes varme favn. Hvorvidt dette er et forhold som er ment å vare livet ut eller om det er ren eksperimentering er vanskelig å si på forhånd, men det er ingen tvil om hvor trenden går.

Penger i Norske High-Yield fond



Utvikling sist måned og 2014

	Sist måned (NOK)	Hittil i år (NOK)
S&P 500	0,0 %	-0,1 %
FTSE ALL World	0,1 %	-0,7 %
Oslo børs (OSEBX)	2,9 %	5,4 %
FTSE Emerging	-2,2 %	-5,7 %
Norsk statsrente (3m)	0,1 %	0,5 %

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 nå 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.