

BREV TIL INVESTORENE: DESEMBER 2012

Markedsutvikling

I desember steg FDA med 1,3 %, en betydelig bedre prestasjon enn referanseindeksen som steg 0,2 % (utvikling målt i norske kroner). Både verdensindeksen for aksjer og indeksen for norske renter steg marginalt i løpet av desember. Fortsatt sterk utvikling i norske kroner, målt mot dollar og euro, svekket avkastningen fra utenlandske investeringer.

Endring i desember		
	EUR	NOK
FDA	1,70 %	1,27 %
FDA Ref.indeks	0,66 %	0,24 %
Verdensindeksen	0,73 %	0,30 %
Norske renter	0,56 %	0,13 %
EURNOK		-0,43 %
USDNOK		-2,02 %

Fondene i porteføljen viste blandet utvikling i desember. East Capital Russland reverserte den dårlige utviklingen fra november og fondet leverte den beste avkastningen, etterfulgt av Aberdeen Asia SC og Storebrand Vekst. Dårligst avkastning kom fra Vontobel EM og DNB OBX. Norske aksjer var representert både på topp og bunn av resultatlisten og gjenspeiler en måned der det er vanskelig å finne en fellesnevner for vinnerne eller taperne. Fondenes individuelle karakteristikk har vært mer avgjørende for avkastningen i desember enn om fondet er et aksjefond eller et obligasjonsfond, eller om fondet er investert i fremvoksende økonomier eller den vestlige verden.

FDA's Investering	Fokus	Vekt	Endring i NOK
East Capital Russland	Aksjer, EM	5 %	3,22 %
Aberdeen Asia SC	Aksjer, Asia	12 %	1,48 %
Storebrand Vekst	Aksjer, Norge	10 %	0,80 %
Holberg Kreditt	Renter, Norge	19 %	0,58 %
Aberdeen USD HY	Renter, USA	13 %	0,29 %
iShares S&P 400 MC	Aksjer, USA	5 %	0,13 %
Aberdeen EM BD	Renter, EM	12 %	-0,44 %
Invesco Europe Struc.	Aksjer, Europa	12 %	-0,51 %
DNB OBX	Aksjer, Norge	8 %	-0,62 %
Vontobel EM	Aksjer, EM	4 %	-1,05 %

FDA i 2012

2012 var det året alle ventet at verden skulle gå under, men så gikk det ikke så verst til slutt. Hjemlige investorer har notert seg at Oslo Børs steg 15 % og investorer med et internasjonalt fokus har notert seg at verdensindeksen steg 8 % (målt i NOK). FDA ble lansert 5. juli og har på et knapt halvår gitt magre 0,45 % avkastning. I samme periode har verdensindeksen steget 0,4 % og Oslo Børs 8 %. Med andre ord, andre halvår har favorisert norske aksjeporteføljer over globale aksjeporteføljer.

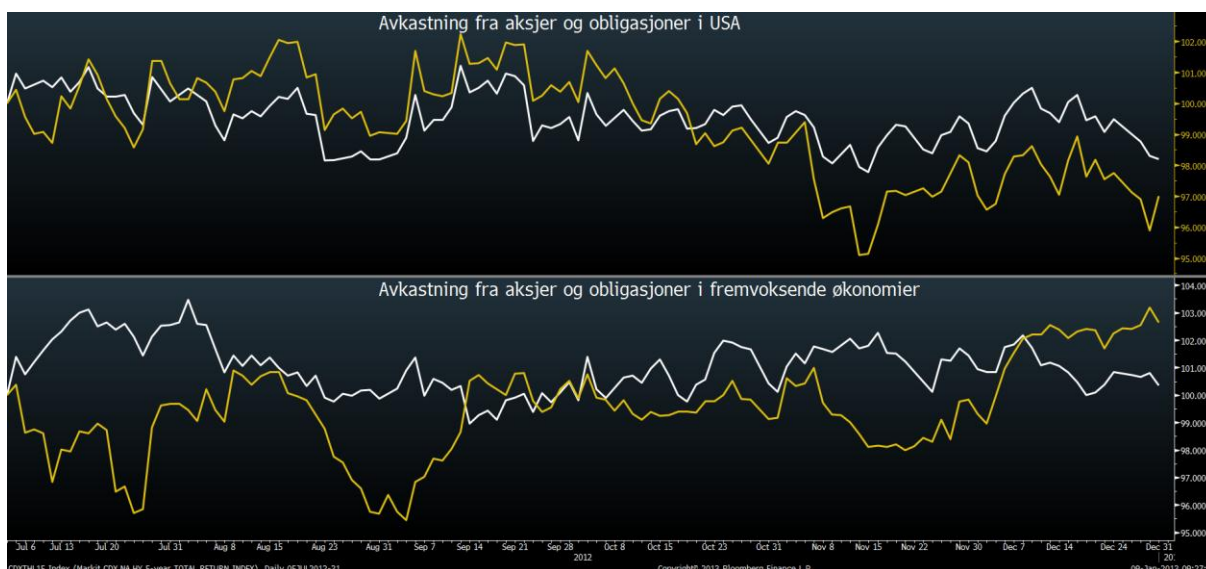
En måte å bli bedre kjent med porteføljen og FDA som investeringsprodukt, er å se på en bidragsanalyse. Tabellen under er en liste over alle investeringer FDA har hatt i 2012 og hvor mye hver investering har bidratt til FDAs avkastning. I første rad ser vi at FDA har steget med 1,21 % i perioden (før kostnader) og Referanseindeksen med 0,45 %. Bidragskolonnen viser at FDAs avkastning stammer 0,71 % fra renter og 0,51 % fra aksjer. På instrumentnivå kommer det frem at største positive bidragsyttere er Holberg Kreditt (0,84 %) og DNB OBX (0,72 %), og de største negative bidragsytterne er Clavis Pharma (-0,52 %) og ISI Latin-Amerika (-0,32 %).

FDA Bidragsanalyse										
	Total Avkast.			Gj.snitt % Vekt			Bidrag			Bidr.(Valuta)
	FDA	Ref.ind.	+/-	FDA	Ref.ind.	+/-	FDA	Ref.ind.	+/-	FDA
FDA	1,21	0,45	0,76	100,00	100,00	0,00	1,21	0,45	0,76	-3,95
Renter	1,72	0,72	1,00	44,18	40,00	4,18	0,71	0,29	0,42	-2,16
Aberdeen USD HY	-0,73		-0,73	11,72		11,72	-0,05		-0,05	-1,03
Aberdeen EM BD	-0,47		-0,47	11,20		11,20	-0,07		-0,07	-1,16
Holberg Kreditt	4,76		4,76	18,03		18,03	0,84		0,84	0,00
ISI Int. Obligasjoner	-0,32		-0,32	3,23		3,23	-0,01		-0,01	0,03
St1x Indeks		0,72	-0,72		40,00	-40,00		0,29	-0,29	
Aksjer	1,11	0,15	0,96	55,82	60,00	-4,18	0,51	0,17	0,34	-1,79
Aberdeen Asia SC	6,13		6,13	7,04		7,04	0,39		0,39	-0,65
Clavis Pharma	-88,00		-88,00	0,03		0,03	-0,52		-0,52	0,00
DNB OBX	8,30		8,30	8,07		8,07	0,72		0,72	0,00
DNB SMB	-0,28		-0,28	0,16		0,16	-0,03		-0,03	0,00
East Capital Russland	2,94		2,94	4,43		4,43	0,24		0,24	-0,04
Holberg Global	2,32		2,32	2,80		2,80	0,09		0,09	0,00
Invesco Europe Struc.	4,41		4,41	10,66		10,66	0,43		0,43	-0,14
iShares S&P 400 MC	-2,45		-2,45	5,18		5,18	-0,13		-0,13	-0,44
iShares MSCI World		0,15	-0,15		60,00	-60,00		0,17	-0,17	
ISI Latin-Amerika	-7,28		-7,28	3,13		3,13	-0,35		-0,35	-0,11
Storebrand Vekst	-3,47		-3,47	9,94		9,94	-0,32		-0,32	0,00
Vontobel EM	0,19		0,19	4,38		4,38	-0,02		-0,02	-0,41

Tabellen viser avkastning og bidrag til FDAs totalavkastning for alle instrumenter som har inngått i FDAs portefølje eller referanseindeksen i perioden 5/7-12 til 28/12-12. Alle tall er i norske kroner. Avkastningen i bidragsanalysen er før FDAs kostnader, men inkludert alle kostnader i de underliggende fondene. De første kolonnene viser hvert instruments totalavkastning for perioden de var i porteføljen, de neste kolonnene viser gjennomsnittlig vekt i porteføljen/referanseindeksen. Bidragskolonnene viser hvert instruments bidrag til totalavkastningen i porteføljen/referanseindeksen. Den siste kolonnen viser valutaeffekten på FDAs avkastning. Referanseindeksen består av to instrumenter, St1x (norsk renteindeks) og MSCI World (Verdensindeksen for aksjer). FDA har vært investert i flere fond, noen i hele perioden og andre i deler av perioden.

Det mest slående med bidragsanalysen er fraværet av betydningsfulle bidrag, både positive og negative. Siden oppstart har avkastningen i FDA vært flat og spredningen i porteføljens investeringer lav. Tilsynelatende er risikoen i porteføljen for lav og det er fristende å øke risikoeksponeringen. Imidlertid er det andre karakteristikk ved porteføljen som taler for at risikoen er høyere enn hva tallene for siste halvår viser oss og vi avstår fra å gjøre endringer i porteføljen på dette grunnlaget alene. Siste kolonne i tabellen viser valutaens bidrag til avkastning for de investeringer som er gjort i andre valuta enn norske kroner. Styrkingen av norske kroner mot amerikanske dollar og euro har trukket avkastningen i FDA ned med 4 %. Flere investeringer gjort i amerikanske dollar har gitt god avkastning målt i lokal valuta, men effekten for FDA har blitt nøytralisert av dollaren som har falt hele 8 % mot norske kroner. Vi forventer at valuta vil fortsette å bidra med verdisingninger i porteføljen, men forventer ikke at valutaen ensidig reduserer avkastningen.

I flere regioner vi var investert har obligasjoner gitt samme avkastning som aksjer. I grafene under er den hvite linjen avkastning fra obligasjonsmarkedet og gul linje avkastning fra aksjemarkedet, USA øverst og fremvoksende økonomier nederst. Hvis vi legger til grunn at obligasjoner har lavere risiko enn aksjer, har FDAs overvekt i obligasjoner vært en riktig allokeringsbeslutning. FDA har fått samme avkastning som ved å være investert i aksjer, men hatt lavere risikoeksponering. Fallende kredittpåslag har bidratt til å bedre avkastningen fra obligasjoner i 2012. Utviklingen er et tegn på økende risikovilje hos markedsaktørene.



Grafen over viser avkastningen fra aksje- og obligasjonsmarkedet i USA og fremvoksende økonomier, gul linje er aksjeavkastning og hvit linje obligasjonsavkastning. Grafen viser at det har vært liten forskjell i avkastningen om investor valgte aksjer eller obligasjoner.

Året 2012

Året har vært preget av avtagende vekst i verdensøkonomien og usikre vekstutsikter. Usikkerheten har først og fremst vært knyttet til politiske beslutninger og ikke normal variabilitet i makroøkonomiske prognoser. Utviklingen i verdensøkonomien ble i stor grad preget av politiske beslutninger i USA, eurosonen og Kina. Dette vil sannsynligvis prege finansmarkedene også i 2013. En av funksjonene til finansmarkedene er å sette en pris på usikkerhet. Politisk risiko kan være vanskelig å definere og kvantifisere, og dermed vanskelig å sette en pris på. Usikkerhet fører til lavere prising i finansmarkedene og lavere økonomisk vekst som følge av at aktørene utsetter investeringer og forbruk. En avklaring av politisk risiko kan virke som en to-trinns rakett på markedet: optimisme fører til økt økonomisk aktivitet, og stabilitet gir høyere prising i finansmarkedene (multipplekspansjon).

Finanspolitiske stup

Amerikanske politikere holder verdens finansmarkeder som gissel i den maktkampen som foregår mellom demokratene og republikanerne. Ingen av partene er tjent med å sende den amerikanske økonomien over den mye omtalte *fiscal cliff*, og dermed inn i en resesjon. Imidlertid vil den av partene som gir inntrykk av å være villig til å ofre alt for å få gjennomslag for sin politikk, trekke det lengste strået i den pågående maktkampen. Den imøtekomende og resultatorienterte parten vil straffes med dårligere forhandlingskort og oppnå mindre gjennomslag for sin politikk.

For utenforstående virker det nærmest ufattelig at en politisk maktkamp i USA, der begge parter har felles interesse i å unngå en fastlåst situasjon, skal være en trussel mot økonomien. Dette vitner om at det amerikanske demokratiske system er tilnærmet handlingslammet og modent for omfattende reformer.

Løsningen som kom på plass ved nyttår omtales som en mini-kompromiss. Det er et lite skritt i retning av et konstruktivt kompromiss, men mange av problemene er utsatt til et senere tidspunkt. Dette er ikke helt ulikt europeiske politikeres håndtering av krisen i eurosone. Amerikanske politikere har yndet å kaste stein i retning europeiske politikere: "too little, too late" og reaktiv istedenfor proaktiv politikk. Det er tydelig at "du skal ikke kaste stein når du sitter i glasshus" ikke er en del av barnelærdommen til amerikanske politikere.

Fiscal Cliff har vært en kjent problemstilling i flere år. Ved årsskiftet ville automatiske innstramninger i økonomien inntreffe med mindre politikerne bestemte seg for å oppheve disse. At forhandlingene trekker ut i tolvte time og medfører en midlertidig utsettelse av flere store problemer må være selve definisjonen på en løsning som er reaktiv og "too little too late". Imidlertid har mini-kompromisset satt fart på finansmarkedene. Det tyder på at forventningene til amerikanske politikeres beslutningsevne har vært på et lavmål. En voldsom vedvarende optimisme har det neppe utløst, da myndighetene i USA slipper opp for penger innen to måneder. Da barker partene sammen for å diskutere nye kostnadskutt, økte skatter og det omstridte gjeldstaket. Det var prosessen vedrørende hevingen av gjeldstaket som medførte nedgradering av USAs kredittverdighet i 2011.

Vi holder fast ved vårt syn om at fornuften vil tvinge seg frem i denne prosessen, men at vi kommer svimlende nære kanten av stupet ved flere anledninger det neste halve året. Det virker som partene står for langt fra hverandre, og frontene er for steile, til at et omfattende kompromiss kommer på plass. Imidlertid vil ingen av partene stå ansvarlig for at myndighetene ikke er i stand til å betale ut lønninger eller overholde gjeldsforpliktelsene (noe som medfører at USA havner i mislighold med de alvorlige konsekvensene det kan få) når kassen går tom. Handlingsmønstre fra 2012 vil fortsette i 2013: ved hver korsvei vil nye mini-kompromisser komme på plass i tolvte time. Noen problemer blir løst, andre blir skjøvet fram i tid. I sum vil effekten være positivt for markedene, men det vil svinge på vei oppover.

Eurosonen

De mest utskjelte statene i periferien av eurosone var vinnerne i 2012. Krisen i eurosone var tiltagende utover våren og renten Spania og Italia måtte betale for sine lån nådde uholdbare nivåer. Spekulasjoner om eurosoneens snarlige kollaps var tiltagende og tilliten til europeiske beslutningstagere på et minimum. Den europeiske sentralbanken svarte med nye tiltakspakker, inkludert støtte til et vakkende spansk bankvesen. Handlingene beroliget markedet og renten på spansk statsgjeld falt på kort tid fra 7.5 % til 5.5 %. Å vedde på kollaps i eurosone var et av de dårligste veddemålene man kunne inngå i andre halvdel av 2012 og mange dommedagsprofeter brant seg på dette.

Den aggressive pengepolitikken og et løfte om å gjøre det som er nødvendig for å redde eurosone, har redusert risikoen for et ukontrollert sammenbrudd. Det har imidlertid ikke hindret landene i periferien fra å falle inn i en dyp økonomisk resesjon. I et forsøk på å lette gjeldsbyrden er harde sparetiltakene innført. Sparetiltakene struper økonomien og forsterker den negative utviklingen.

Pengepolitikken virker ekspansivt og finanspolitikken kontraktivt: som å kjøre bil med en fot på gassen og en på bremsen. I kjernen av eurosonen er økonomien stabil, men veksten er lav, tynget av utviklingen i periferien. Aksjemarkedet har favorisert stabilitet, og Tyskland og Frankrike kan vise til aksjeavkastning på henholdsvis 20 % og 12 %. Til sammenlikning har spanske aksjer falt 9 % og greske aksjer har falt 3 % i 2012 (målt i norske kroner). Obligasjonsinvestorene har vært tjent med å søke etter ekstremrisiko i periferien og aksjeinvestorene har vært tjent med å søke stabilitet i kjernen av eurosonen.

Kina og resten av verden

Kina er også et eksempel på at fokus på dystre makroøkonomiske utsikter ikke nødvendigvis går hånd i hånd med dårlig avkastning i aksjemarkedet. Kina har blitt beskrevet som en utbrent vekstmodell, drevet av sentralstyrt investeringspolitikk. Sentralstyringen har medført overinvesteringer og strukturelle skjevheter i økonomien, spesielt har regionalmyndighetene akkumulert for mye gjeld. Mange makroøkonomer har varslet en "hard landing" i Kina, der årlig veksttakt brått faller fra knappe 10 % til under 5 %. En hard landing vil utvilsom være dårlig nytt for kinesiske aksjer og effekten vil være påtagelig i alle verdens aksjemarkeder, spesielt i markeder avhengig av råvarepriser. På tross av de dystre makroanalysene steg kinesiske aksjer 15 % i 2012, målt i norske kroner.

Aksjemarkedene i stillehavsregionen forøvrig har vist en liknende utvikling og mange asiatiske økonomier fremstår som robuste og med et attraktivt investeringsklima. Regionen har også gitt en diversifiseringseffekt i porteføljen, med gode muligheter for forvaltere fokusert på aksjeseleksjon. Aberdeen Asia SC er et fond som operer i dette markedssegmentet og leverte solide 25 % avkastning i 2012. Det som er interessant å merke seg er at den generelle markedsoppgangen i regionen står for knappe 10 % av avkastningen, resterende stammer fra forvalterens utvelgelse av gode aksjer. I enkelte regioner er det mindre informasjon offentlig tilgjengelig, og markedene fremstår som underanalysert og lite effektivt priset. Dette skaper et stort mulighetsområde for forvaltere som har spesialisert seg på aksjeseleksjon, og vi mener effekten er enda større i *small cap* segmentet.

Pengefloden

Fremvoksende økonomier har vært en region som har vært tjent med at de store sentralbankene har pumpet likviditet inn i finanssystemet. Penger har blitt stilt til bankers rådighet, nesten helt gratis. Bankene har lett etter plasseringer som gir god avkastning til en fornuftig risiko, og en del av kapitalflyten har gått inn i obligasjoner i fremvoksende økonomier. Mange land i denne kategorien har god orden i statsfinansene og betaler samtidig høy rente på statsobligasjonene. En attraktiv mulighet til å øke profitten for kriserammede banker: gratis finansiering i den ene enden, relativ sikker avkastning i andre enden. Skulle verdien av disse statsobligasjonene mot formodning falle mye, er dette ensbetydende med en ny finanskriser. Historien viser at bankene er systemkritiske og eventuelle store tap dekkes av fellesskapet. Eventuell profitt tilfaller bankene, risikoen faller på fellesskapet. I økonomifaget kalles dette *moral hazard*.

Utsikter for 2013

Mye ligger til rette for at 2013 skal preges av de samme problemstillingene som preget 2012. Håndteringen av problemene i eurosonen og USA vitner mer om et ønske om å skyve problemene frem i tid enn villighet til å finne en løsning. Det fører til at i vi i 2013 kan fokusere på en del kjente problemstillinger. Fordelen med dette er at disse problemene ikke kommer overraskende på

finansmarkedene, og er det en ting som sender finansmarkeder i dype fall så er det overraskelser. I 2012 erfarte vi at finansmarkedene håndterer dårlige økonomiske utsikter relativt godt. Gjennom året har de fleste aksjemarkedene steget, i omvendt takt med fallende økonomiske framtidsutsikter. På lang sikt er det selvfølgelig den økonomiske veksten som er avgjørende for avkastningen i aksjemarkedet, men det er rom for betydelig kursoppgang i aksjer uten endrede vekstutsikter. Globale aksjemarkeder er fremdeles relativt lavt priset i et historisk perspektiv og en normalisering av priseringen vil medføre en betydelig kursoppgang i 2013.

Sorte svaner: Det vi ikke vet at vi ikke vet

Nassim Taleb har skrevet en bok om sorte svaner. Inntil sorte svaner ble observert i Australia på slutten av 1600-tallet, var ornitologer overbevist om at alle svaner var hvite. Siden har "sort svane" blitt et uttrykk som beskriver en hendelse som umulig kan inntreffe, men som siden finner sted. Taleb er ikke ornitolog, men filosof og en legende innen fagfeltet risiko. I finansielle termer er en "sort svane" realisasjonen av en svært usannsynlig og uforutsett hendelse som har store økonomiske konsekvenser. Slike hendelser er vanskelig å identifisere og sannsynlighetsberegne før de inntreffer, men ofte enkle å rasjonalisere i etterkant. Kjente historiske eksempler på sorte svaner er oppfinnelsen av PC, utbredelsen av Internett, terrorangrepet i USA 11. september 2001 og utbruddet, og omfanget, av første verdenskrig.

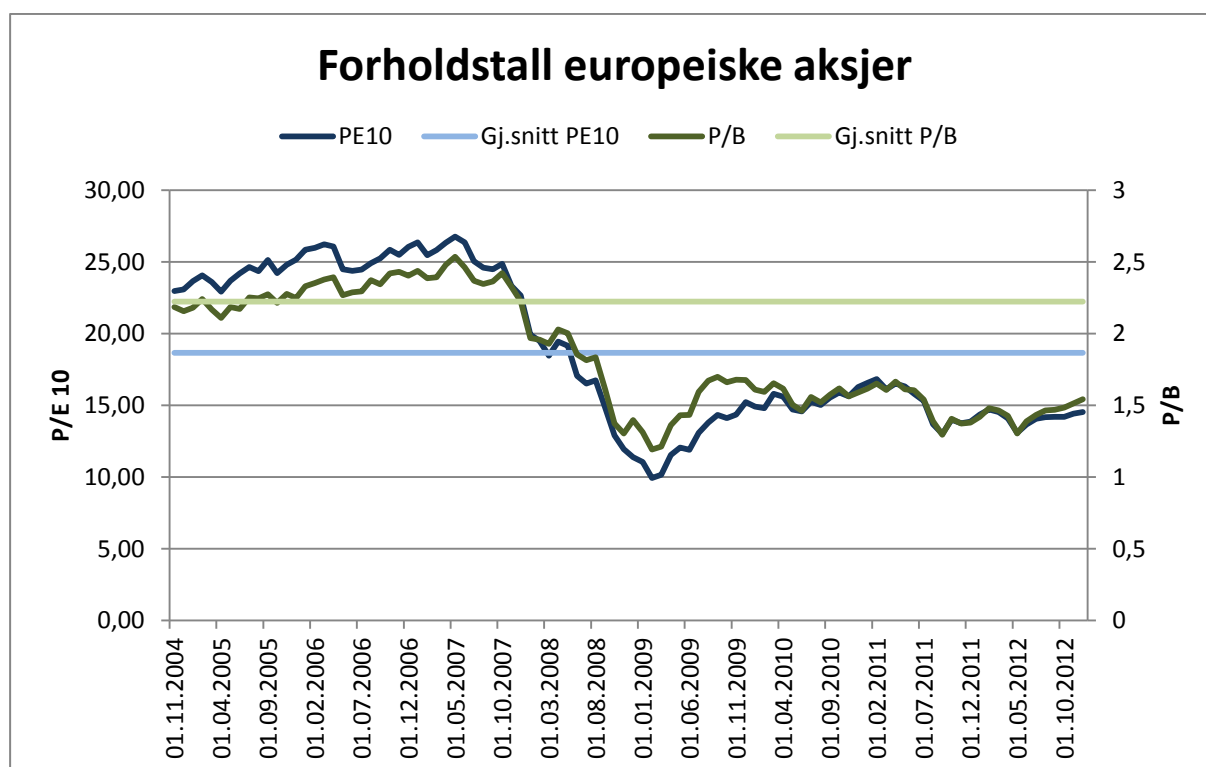
Den største risikoen for 2013 stammer fra det ukjente, hendelser som plutselig inntreffer uten at vi er oppmerksomme på faren. Når 2013 er over og vi ser i bakspeilet vil det største markedsfallet sannsynligvis være utløst av en hendelse vi ikke har i fokus nå. Slik er det nesten alltid. Fallet i markedet blir større og brattere når utløsende faktor på forhånd ikke er identifisert som en risiko. Finanskrisen er et eksempel på dette. Det betyr ikke at ingen hadde identifisert systemrisikoen i finansmarkedet, men markedet som helhet erkjente ikke systemrisikoen. Da bankene startet å gå konkurs og lammet økonomien, kom dette som et sjokk på finansmarkedene og fallet ble tilsvarende kraftig. I ettertid er finanskrisen så gjennomanalysert og rasjonalisert at det virker som en selvfølge at den ville inntreffe. I 2013 bør vi først og fremst frykte det vi ikke vet at vi ikke vet, de ukjente risikofaktorene. For investorene betyr det at porteføljene bør være robuste. En robust portefølje tåler en trøkk, uansett hva utløsende årsak er.

Aksjer

For å danne seg et bilde av om aksjemarkedet er høyt eller lavt priset kan det være nyttig å se på forholdstall der markedsprisen inngår. Markedspris delt på bokførte verdier (P/B) og markedspris delt på inntjening (P/E) er to av de mest brukte. Fordelen med disse forholdstallene er at de er uberørte av om markedet vokser og inflasjon, og vi kan sammenlikne dagens forholdstall med historiske verdier. Et marked der P/E er 5 er lavere priset enn et marked der P/E er 20, tilsvarende for pris over bokførte verdier: P/B = 0,5 er lavere priset enn P/B = 3. For å redusere innflytelsen fra sykliske inntekter kan inntjening beregnes som et gjennomsnitt over en tiårs periode og forholdstallet P/E 10 (syklisk justert P/E) brukes i analysene.

For europeiske aksjer er P/E 10 = 14,5. Det vil si at prisen på europeiske aksjer er 14,5 x årlig inntjening (syklisk justert). Historisk gjennomsnitt er P/E 10 = 18,5. Markedsprisen på europeiske aksjer må stige med nærmere 30 % for at P/E 10 skal nå sitt historiske gjennomsnitt. For at P/B skal komme opp til det historiske gjennomsnitt på 2,2 må aksjeprisene stige med over 40 % (se grafen

under). Disse forholdstallene indikerer at det er en betydelig oppside i europeiske aksjer hvis frykten avtar og markedsprisingen normaliserer seg.



Venstre akse viser syklisk justert pris over inntjening (P/E 10) for europeiske aksjer, representert ved MSCI Europa indeksen. P/E beregnes ofte basert på siste års inntjening. Inntjeningen i de fleste bedrifter varierer gjennom en forretningscyklus og ved å beregne inflasjonsjustert gjennomsnitt over en lengre tidsperiode (10 år) glattes de sykliske variasjonene ut. Prisingen av aksjemarkedet kan da sammenliknes med et normalisert inntjeningsnivå.

En tilsvarende analyse av det amerikanske markedet viser at P/E 10 = 20, omtrent på nivå med det historiske gjennomsnittet. Dette forholdstallet viser at det er mindre potensial for en reprising av det amerikanske aksjemarkedet, men det amerikanske markedet har bedre vekstutsikter. Beregninger for det norske markedet viser at norske aksjer er priset med en rabatt mot historisk P/E 10, uten at vi tillegger det stor vekt. Forholdstall som P/B og P/E 10 er indikatorer som er knyttet til verdibasert investeringsfilosofi, der hovedfokus er å identifisere selskaper som er billige i forhold til underliggende verdier og inntjening. De mest kjente representantene for denne investeringsstilen er Benjamin Graham og Warren Buffet. Verdibasert investering er en traust investeringsmetodikk som har vist seg å fungere godt i USA siden 1800-tallet. Imidlertid viser det seg at verdibaserte indikatorer ikke fungerer like godt i alle aksjemarkeder, og Norge er et av landene med blandede resultater¹. Vi tillegger derfor verdibaserte indikatorer mindre vekt i Norge enn i USA og Europa. Imidlertid er Norge en av verdens mest robuste økonomier og vekstutsiktene er betydelig bedre enn i Europa forøvrig.

Markedssyn: Positivt, lav prising har større innvirkning enn lave vekstutsikter i 2013.

Fremvoksende økonomier, USA og Norge har utsikter til moderat økonomisk vekst.

¹ Dette er dokumentert i Value Matters: Predictability of Stock Index Returns, Angelini et.al. (2012)

Obligasjoner

Selskaper kan finansiere seg i kapitalmarkedet, enten ved å utstede obligasjoner (låne penger) eller utstede aksjer (selge andeler av selskapet). En investor som låner selskapet penger ved å kjøpe en obligasjon mottar renter, enten fastrente eller fast påslag over en referanserente (for eksempel LIBOR eller NIBOR). Hovedstolen betales tilbake til investor ved obligasjonens forfall. En obligasjon har begrenset potensiale for kursgevinst, men i verste fall kan hele investeringen gå tapt. Den asymmetriske risikoprofilen er i investors disfavør og for å kompensere for dette må selskapet tilby en høyere rente.

Aksjer har en symmetrisk risikoprofil. Både positiv og negativ utvikling i selskapet påvirker investors avkastning. Sammenliknet med en obligasjon vil investor kreve lavere direkteavkastning (utbytte) for å investere i aksjer.

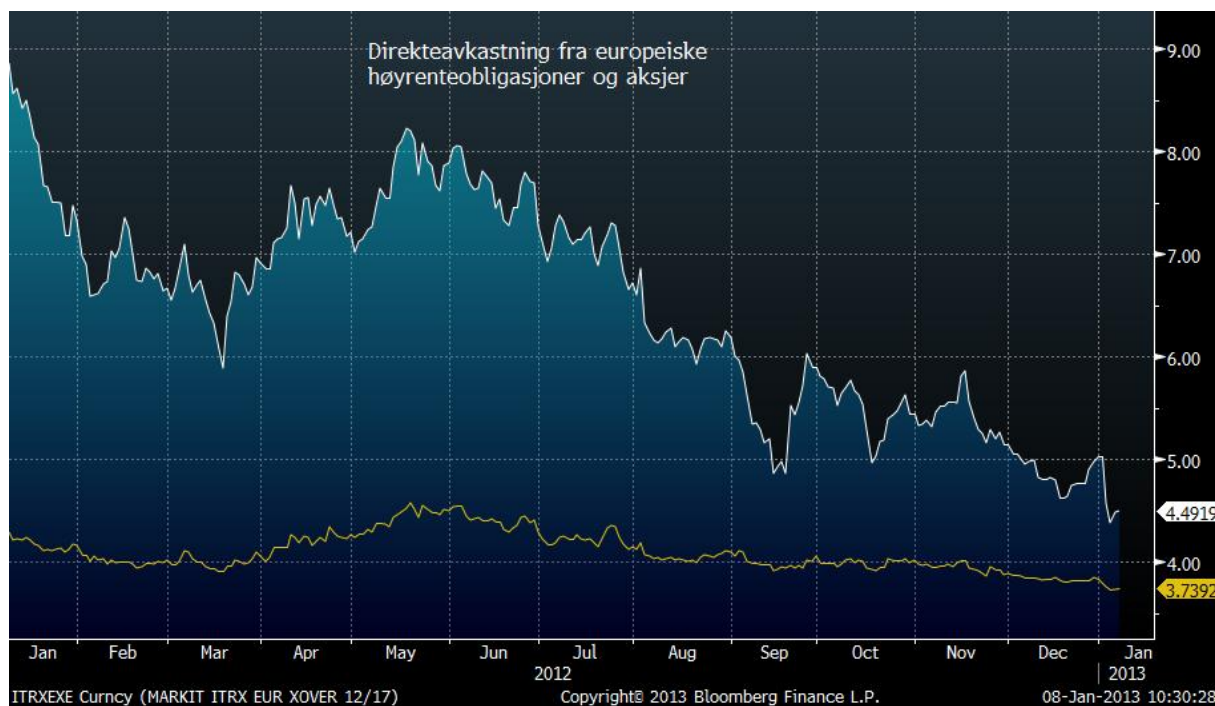
Forholdene ligger til rette for fortsatt fallende kredittpåslag og dermed kursoppgang i obligasjonsmarkedet. I høyrentesegmentet er fremdeles kredittpåslaget attraktivt, men den totale renten bedriftene betaler på obligasjonene er historisk lav (bedriftene betaler referanserente + kredittpåslag, referanserentene er rekordlave). Dette kan gjøre det attraktivt for bedrifter å låne billig i obligasjonsmarkedet for å kjøpe tilbake egne aksjer eller betale utbytte. En slik handling vil fremstå som aksjonærvennlig og obligasjonsfiendtlig. Etablerer denne adferden seg er det et signal om å selge obligasjoner og kjøpe aksjer.

Markedssyn: Positivt, fortsatt god tilgang på gratis penger fra sentralbankene gir fallende kredittpåslag (= prisoppgang i obligasjoner). Attraktivt forhold mellom avkastning og risiko i høyrenteobligasjoner.

Obligasjoner versus aksjer

Ved å sammenlikne direkteavkastningen fra obligasjoner (renter) og aksjer (utbytte) kan vi få en indikasjon på hvilken aktivaklasse som er mest attraktiv. I løpet av 2012 har obligasjonsrenten vært fallende (fallende kredittpåslag). Det er ensbetydende med stigende obligasjonspriser og investor har fått kursgevinst i tillegg til renteutbetalingen. Imidlertid betyr lavere kredittpåslag at fremtidige renteutbetaling blir lavere og differansen mellom direkteavkastning fra obligasjoner og aksjer har falt i 2012 (se grafen under). Enten har aksjer blitt en relativt sett mer attraktiv investering, eller så skal avkastningen fra aksjer falle. De makroøkonomiske prognosene predikerer lav økonomisk vekst og tilsier fallende direkteavkastning fra aksjer. Vi anser imidlertid den relative prisingen for å ha endret seg mer enn de makroøkonomiske prognosene tilsier og anser aksjer som en mer attraktiv aktivaklasse nå enn for ett år siden.

Markedssyn: Fortsetter utviklingen blir aksjer mer attraktive enn obligasjoner.



Grafen viser prosentvis årlig utbetaling fra en investering i høyrenteobligasjoner (rentebetalning) og aksjer (utbyttebetaling) i det europeiske markedet. I starten av året ga høyrenteobligasjonene en betydelig bedre løpende utbetaling enn aksjer. Denne differansen har skrumpet inn i løpet av året.

Det er rom for at makroøkonomien skal overraske positivt og være en katalysator for videre markedsoppgang. Usikre utsikter til økonomisk vekst og politisk risiko legger en demper på økonomisk aktivitet. Jo større usikkerheten er, jo mer konservative er bedrifter og private med sine investeringer og forbruk. Positive makroøkonomiske signaler i kombinasjon med stigende markeder, kan være startet på en selvforsterkende positiv spiral drevet av optimisme.

Konklusjoner for investor

Ved inngangen til året er investor stilt ovenfor den samme utfordringen som preget fjoråret, det er vanskelig å identifisere investeringer som gir avkastning. Fallende renter i obligasjonsmarkedet gjør at investor må søke lengre ut på risikokalaen for å få positiv avkastning. Sikre statsobligasjoner har i lengre tid gitt negativ realrente. Sikre selskapsobligasjoner gir avkastning på rundt 2 %, sammenliknbart med å ha penger i banken. For å finne god risikøjustert avkastning må man lengre ut på risikokalaen, til høyrenteobligasjoner som gir 4 % - 5 % avkastning. Fortsetter sentralbankene å pumpe likviditet inn i markedet kan risikopåslaget fortsette å falle og bidra til avkastning utover kupongrenten. Likviditeten vil også flyte over i aksjemarkedet, selv i fravær av fornyet optimisme. Det blir stadig færre attraktive investeringsmuligheter utenfor aksjemarkedet og det neste børsrally kan bli drevet av store investorgrupper som motvillig flytter pengene inn i aksjer i mangel på gode alternativer.