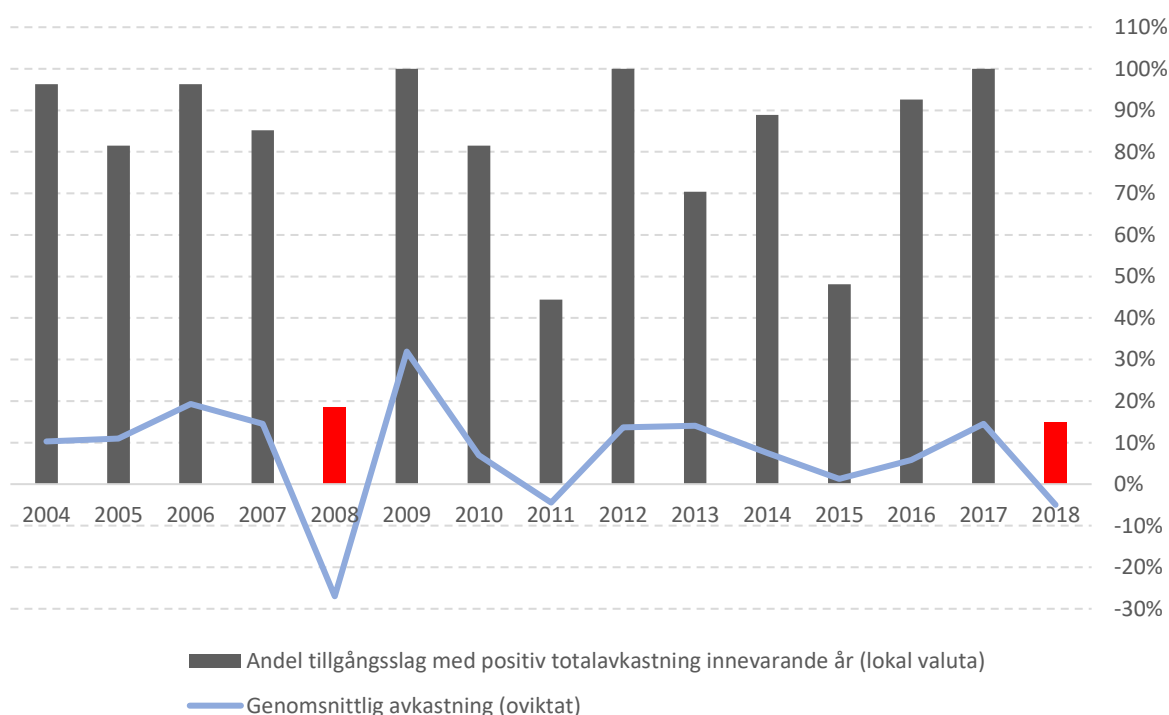


Tillgångsförvaltning med låg risk, en historisk exposé

I slutet av detta år har jag och min grupp arbetat med absolutavkastande förvaltning i 15 år. Uppgiften, och inriktningen i vår förvaltning har hela tiden varit densamma; att försöka skapa avkastning i tillgångsslag, eller med olika investeringsstrategier oavsett de generella förutsättningarna under varje givet år. Vi har samtidigt haft som delmål att försvara värdet på våra fondinvesterares kapital, under perioder av till exempel kraftigt fallande börser, eller varaktigt stigande marknadsräntor. Vi har vidare strävat efter att hålla det allmänna risktagandet lågt i förvaltningen, främst i syfte att undvika allt för stora kursfluktationer och att kunna erbjuda en avkastning som bygger på ränta-på-räntaeffekten, av ett antal positiva års avkastning "staplade" på varandra.

Varje år har innehållit nya utmaningar och varje period av finansiell turbulens har haft sina specifika grundproblem, och därmed även sitt unika händelseförlopp.

Under perioden har vi kunnat konkurrensutsätta olika tillgångsslag och regelbundet växlat mellan dessa, i syfte att, enligt vår bedömning, hitta den mix av tillgångar som vid varje tillfälle erbjuder bäst riskjusterad avkastning. Möjligheterna till detta har naturligtvis försvårats i takt med att marknadsräntorna antingen blivit negativa, eller närmast sig noll, som en konsekvens av centralbankernas långa krishantering efter den stora finanskrisen för 10 år sedan.



I grafen ovan har jag samlat sammanfattningen av totalavkastningen i lokal valuta för 27 stycken olika investeringsalternativ i de betydande ländernas (eller regionernas) aktieindex, statsobligationer, statskuldväxlar, realobligationer samt branschledande globala hedgefondindex. För mig är grafen ett mått på komplexiteten i vår uppgift. Innevarande år är

faktiskt det år under de senaste 15 åren, då flest antal noterade tillgångsslag, uppvisat negativ avkastning i lokal valuta. Under 2008 uppvisade de flesta länders och regioners statsobligationer positiv avkastning, på grund av kraftigt fallande långa räntor. Sammanställningen visar vidare att 2018 inte erbjudit några säkra hamnar, till vilka vi kan allokera pengar, under perioder av kraftig börsturbulens.

När i princip samtliga tillgångsslag globalt uppvisar negativ avkastning, är vi hänvisade till vår egen prestation, och då vår förmåga att välja rätt aktier. En fövaltares överavkastning mot till exempel ett aktieindex benämns alpha. Sedan vi startade Norron för 8 år sedan, har vår genomsnittliga alpha varit >10% per år. Därför faller det sig naturligt att mycket av våra beslut och vårt arbete i fonderna kretsar kring vår strävan att fortsätta uppvisa så hög överavkastning som möjligt. Denna avkastning är också helt oberoende av utvecklingen på övriga tillgångsslag.

På önskelistan inför 2019

En observation som jag tycker blivit mer och mer uppenbar under de senaste 2 åren är betydelsen av multilateral överenskommelser (som tidigare varit på plats), istället för det som nu råder, fokuseringen på respektive lands, region eller organisations tydliga särintresse. Det är med en förhoppning om förändring i denna olyckliga trend jag skriver min önskelista för 2019. Utfallet av en rad toppmöten under årets sista månad, kommer i hög grad att styra sluttampen av 2018, men också lägga grunden för det vi har att förhålla oss till under 2019.

Önskning # 1 - G20 Summit 26/11-1/12 / Handelsavtal mellan USA & Kina

Förmodligen en av de viktigaste toppmötena på många år. Såväl företag som försvarar en värdekedja, eller avser att fatta beslut om kommande investeringar, samt finansiella aktörer visar tydligt att de kräver svar kring främst USA:s och Kinas framtida uppfattning om handelstullar. Utfallet kommer i hög grad att påverka den riskpremie finansiella aktörer sätter på en förlängning av konjunkturcykeln in i 2019-2020, samt på riskfyllda tillgångar generellt.

Önskning # 2 - OPEC-möte 6/12 / Åtgärder för att balansera marknaden i 2019

Om vi skall undvika att oljemarknaden blir en begränsande faktor in i nästa konjunkturcykel på grund av en utdragen period av underinvesteringar, bör man sträva efter att hålla priset kring 65-70 USD/fat. Nyckeln till detta ligger återigen i relationen mellan USA och Saudiarabien. USA vill hålla priset nere, för att stimulera den inhemska ekonomin, men också för att underinvesteringar inom Opec, förbättrar situationen för produktionen av främst landbaserad olja i USA. För den geopolitiska stabiliteten i mellanöstern, är det viktigt att Saudiarabien kan balansera sin budget. Återigen två särintressen mot varandra.

Önskning # 3 - Brexit december 2018 / Parlamentet i Storbritannien erkänner Brexitavtalet

För att undvika det mest negativa utfallet av Storbritanniens olyckliga beslut om att lämna EU får vi hoppas att Theresa May kan sitta kvar och att hon lyckas samla det stöd som krävs för att implementera utträdet.

Önskning # 4 - EU sanktioner mot Italien december 2018 / enighet nås i budgetförhandlingarna

Det sista vi behöver i Europa är förnyad generell oro kring sammanhållningen inom EU. Det är inte så många år sedan affärsklimatet präglades av Greklands vara eller icke vara i eurosamarbetet. Riskerna förknippade med Italien är mångdubbelt större, vilket naturligtvis kräver att beslutsfattare i båda leden kan lägga deras respektive särintressen åt sidan och verka för det bästa utfallet.

Önskning # 5 - ECB & FED december 2018 / Räntebesked

Sannolikt kommer inte så stora ändringar mot tidigare från ECB. Mer intressant är kommunikationen från den amerikanska centralbanken. Räntehöjningarna i USA får konsekvenser för tillväxtmarknaderna generellt, men för Kina speciellt. Den ekonomiska utvecklingen i Kina är i behov av fortsatta stimulanser, men så länge räntedifferansen mot USA är så hög som den nu är, så försvårar det ytterligare lägre räntor i Kina. En allt för stor differans i räntor mellan USA och Kina, skulle kunna leda till kapitalutflöden ut ur Kina, vilket är något landet verkligen inte önskar i detta skede.

Sammanfattning inför 2019

En konsekvens av avsaknaden av viktiga beslut från ledare världen över har varit att osäkerheten (riskpremien) på riskfyllda tillgångar ökat. Blir utfallet av de kommande toppmötena i närheten av det jag beskrivit i min önskelista, så kan vi förmodligen se fram en fortsatt positiv utveckling på världens börser. Värderingarna har dessutom kommit ner till under det långsiktiga snittet. När man inte överenskommelser som inte enbart gynnar ett visst särintresse, så kan situationen förvärras, och de negativa spiralerna kan eskalera.

Ulf Frykhammar

Investeringsansvarig Norron Asset Management