



Stockholm 2017-01-25

INVESTERARBREV SPECIELLT RIKTAT TILL DIG SOM ÄGER FONDER ELLER HIGH YIELD OBLIGATIONER

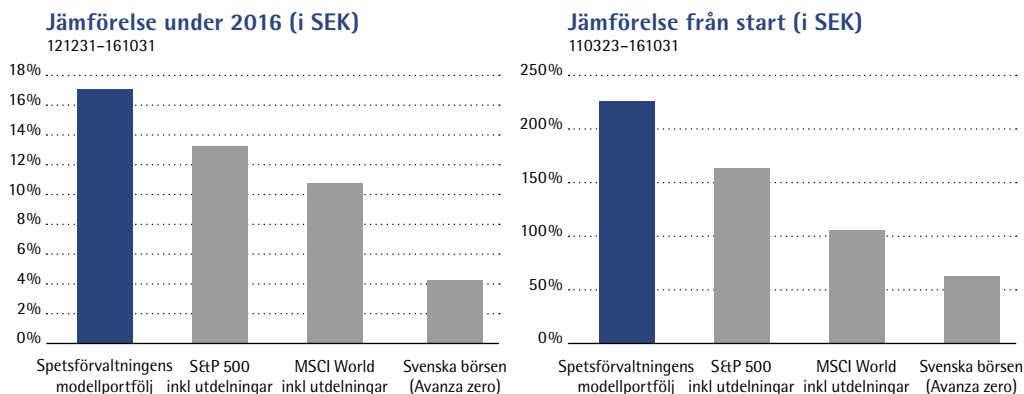
Det här investerarbrevet kommer att handla om fondförvaltning generellt och mer specifikt om indexförvaltning. Målsättningen är att du som läsare ska få en mer nyanserad bild av fonder, den vanligaste formen av sparande i Sverige. Här hoppas jag kunna ge dig svar på vad som är viktigt att tänka på när man väljer en fond eller kapitalförvaltare samt vilka risker som finns med indexfonder. Min slutsats är att de flesta aktiva fonderna egentligen är dolda indexfonder. Indexfonder med låga avgifter är bättre än fonder som är dolda indexfonder med höga avgifter. Allra bäst är dock en tänkande förvaltning. Det är få fonder och kapitalförvaltare som står för en tänkande förvaltning, de flesta är passiva följare av ett index.

Jag kan i vissa fall komma att bli övertydlig och det kan upplevas som att jag skriver läsaren på näsan. Det är inte illa menat, utan för att jag är engagerad och vill förmedla från mitt hjärta vad jag tycker och tror.

Om jag inte uttryckte min tro så definitivt skulle jag säkert upplevas som mer politisk korrekt men ni skulle ha svårare att utläsa vad jag faktiskt tror och står för. Jag vill väl och jag har försökt att skriva så som jag själv skulle vilja få saker kommunicerat. Detta investerarbrev är av det betydligt längre slaget. Jag lämnar det därmed till er att välja vad ni vill läsa bland rubrikerna. Äger ni fonder vädjar jag till er att läsa allt. Ni kanske äger en dold indexfond. Om ni äger High Yield obligationer är det akut att ni läser sid 8. Om ni är säkra på att ni har en tänkande förvaltning kommer detta brev "slå in en öppen dörr".

Trevlig läsning!

PRESTATIONSGRAFER





INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Prestationsgraf.....	1
Vet du hur man kokar en groda?.....	2
När är indexfonder/ETF:er med låga avgifter bra?	2
Varför överträffar så få fonder index? Orsaken ingen talar om.....	3
Det kan kännas trevligt att hänga med indexfonderna upp men när "vattnet i kastrullen når ca 100 grader" är det inte trevligt längre	6
Om det inte är en bra idé att äga indexfonder/ETF:er om de är övervärderade. Hur känner man igen en tillgångsbubbla?.....	7
Finns det köpare på dagens marknad som blåser upp bubblan?	7
Hur högt har de drivit priserna? Hur värderas olika börser idag?.....	8
Jakten på avkastning gör att fler och fler söker sig till High Yield/Junk obligationer. Hur värderas High Yield på marknaden?.....	9
Belåning är ett krav för att en bubbla skall skapas. Är investerarna belånade idag?.....	10
Volatilitetsmarknaden vittnar dessutom om en dold mycket stor belåning.....	11
Om värderingarna är så höga - skall vi inte sälja av allt och lägga oss cash för att gå in igen när det rasat?.....	12
Viktigaste slutsatserna	13
Mina placeringsråd	13

VET DU HUR MAN KOKAR EN GRODA?

Tänk dig in i situationen där du är en laboratoriegroda. Du kommer att få välja vilken av kastrullerna du skall hoppa ner i. Kastrull A) håller 25 grader, Kastrull B) håller 100 grader. Vilket alternativ väljer ni? Alternativ A känns som det bästa alternativet. 25 grader är säkert skönt för en laboratoriegroda och 100 grader kommer att brännas. Det som bränns aktar sig grodan för.

Om grodan istället fått leva i en miljö som också är en kastrull från år 2009 under 7 år fram tills idag år 2016 och värmen istället gradvist ökats. Vad händer då? Grodan vänjer sig successivt tills det är försent att hoppa ur. Till slut så kommer grodan att kokas.

Slutsats: Sensmoralen är att en miljö som tidigare varit bra, 7 år senare kanske t.o.m. är livsfarlig. Liknelsen går att använda på alla investerare som idag äger billiga indexfonder och på de investerare som idag äger dyra indexnära fonder maskerade som aktiva fonder. Indexfonder har tidigare varit en bra miljö för dina pengar men idag är den farlig, enligt min uppfattning. Det fina i kroksången är att det ännu inte är försent. Du har fortfarande chansen att hoppa till "den kastrull som håller 25 grader", om du ligger i "fel kastrull".

NÄR ÄR INDEXFONDER/ETF:ER MED LÅGA AVGIFTER BRA?

När det finns hög konkurrens och effektiv prissättning på aktiemarknaden så är indexfonder superbra. Då är det svårt att slå index.



Marknaden är dock inte effektiv. Inte ens köparna som har störst kapital på marknaden investerar sitt kapital på ett professionellt sätt. Innan jag startade Fair Investments år 2010 arbetade jag med institutionell förvaltning. I stort sett samtliga institutioner jag kom i kontakt med var kunder hos någon av de fyra storbankerna. Via dessa hade de så kallad aktiv förvaltning med fördelningen 60% aktier 40% räntor. Vid närmare granskning visade det sig att alla banker egentligen inte tillämpade aktiv förvaltning utan de tillhandahöll indexförvaltning, dvs bolagen som ingick i förvaltningen skiljde sig inte nämnvärt från de bolag som ingår i svenska börsindexet. Med andra ord betalade investerare för aktiv förvaltning - men fick indexförvaltning!(Aktiespararna valde att stämma Swedbank Robur av samma anledning år 2015.) Avkastningen påverkades dessutom negativt av den stora mängden avgiftsgrundande transaktioner som gjordes i förvaltningen. Dels betalade institutionerna, utöver ordinarie förvaltningsavgift, för transaktionskostnaderna, utöver detta förlorade de även på "spreaden" vid transaktioner. Om spreaden/skillnaden mellan köp- och säljkurs är 1 procent så måste aktien gå upp över 1% före du som innehavare kan sälja med en vinst.

Till råga med allt elände transaktionerna ställde till med avgiftsmässigt så verkade Institutionerna tro att aktiv förvaltning innebar många transaktioner. De trodde t.o.m att det var något bra!?

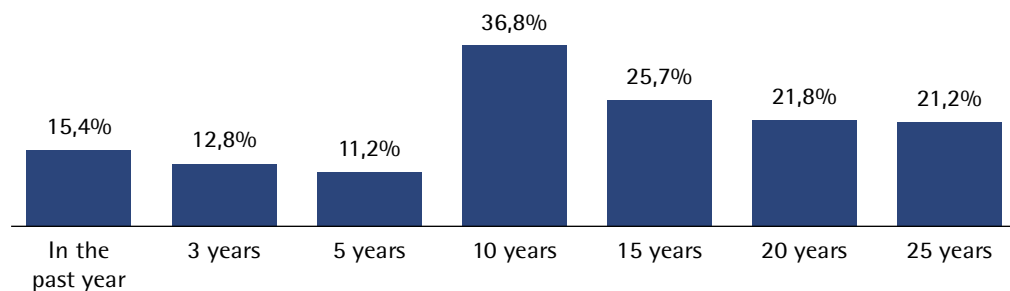
Slutsats: Om du har en aktiv förvaltning är det viktigt att du ser till så att det inte är en dold indexförvaltning med höga avgifter. Aktiv förvaltning betyder inte som namnet antyder att det är en förvaltning med många transaktioner. En mer träffande beskrivning för aktiv förvaltning är: "tänkande förvaltning som genom analys försöker slå index".

VARFÖR ÖVERTRÄFFAR SÅ FÅ FONDER INDEX? ORSAKEN INGEN TALAR OM...

I en nyligen publicerad artikel i Wall Street Journal "The Dying Business of Picking Stocks" dras slutsatsen att alla placerare bör gå från aktivt förvaltade till indexförvaltade fonder, eftersom avkastning som genereras i de aktivt förvaltade fonderna inte motiverar de höga avgifterna, se graf nedan.

Tough to Beat

Percentage of U.S. large-company mutual funds outperforming the Vanguard 500 Index Fund.



Data through June 30, 2016.

Source: Wharton Research Data Services, CRSP Survivor-Bias-Free US Mutual Fund Database.

The Wall Street Journal.



Om vi skall tro det som står i tidningen så är aktiv förvaltning gårdagens förvaltning. Artikelns argument är att det är så få som slår index så det är smartare att investera i indexfonder och fokusera på att få så låga avgifter som möjligt.

Jag delar inte den uppfattningen. Istället anser jag att incitamenten för VERKLIG aktiv förvaltning är för dåliga, eller rent av icke existerande för dem som arbetar med förvaltning inom kapitalförvaltningsbranschen.

Är indexfonder en bra idé? Det beror på vad du jämför med? Om vi jämför indexfonder med aktiva fonder så måste vi först definiera vad en aktiv fond är. En aktiv fond/förvaltare är en fond som gör en "tänkande" analys innan aktier köps, dvs. aktivt försöker slå index. För att slå index måste i regel aktievalen skilja sig från de aktier som ingår i index. Idag placerar media och branschen slarvigt alla fonder som inte har index i sitt namn inom kategorin aktiva fonder. Av alla fonder som hamnar i kategorin aktiva fonder finner du få fonder som verkligen är aktiva. Istället visar det sig att de är indexkramare samtidigt som de tar ut höga avgifter.

Om Wall Street Journal jämför passiva fonder med fonder som kallar sig aktiva men i själva verket är indexfonder med aktiva avgifter, då är självklart indexfonder med lägre avgifter det bättre alternativet. Anledningen är ju att båda alternativen faktiskt är indexfonder och med avgiftsstorlek som enda skillnad. Tyvärr är idag nästan alla fonder och kapitalförvaltare indexfonder. Det är därför analys efter analys visar på att fonderna har svårt att slå index. Inte så konstigt att Wall Street Journal då kommer upp med rubriken "The Dying Business of Picking Stocks".

Det verkliga problemet är det dock ingen som talar om. Varför funderar ingen på varför det är så få fonder som slår index. Alla missar det verkliga problemet. Det verkliga problemet är att det finns en gigantisk intressekonflikt som medför att få har incitament att slå index.

Det är lätt att tro att förvaltare som är duktiga kommer att få stora inflöden. Om du är en duktig förvaltare så säger sunt förnuft att du får stor volym till din förvaltning, eftersom du är duktig. Du attraherar säkert volym men det är långt ifrån säkert att du får stora inflöden. Jag har tex skapat en högre avkastning i Spetsförvaltningen än de allra flesta på marknaden men få kunder har hittat till oss själva.

Beslutat att välja vägen att förvalta bra kanske aldrig fattas. När förvaltaren står inför beslutet om han skall satsa på marknadsföring eller fokusera på att förvalta så bra som möjligt så är det två intressen som står emot varandra. Förvaltarens egenintresse mot kundens. Förvaltaren kan välja att fokusera på a) avkastning b) attrahera nytt kapital till förvaltningen. Om förvaltaren satsar på att skapa avkastning kommer han få mer volym till förvaltningen. Hur mycket? Om förvaltarens bolag är ungt så kanske det inte kommer mycket alls eftersom de flesta kunder vill ha en längre historik. Liten volym och fasta avgifter räcker inte långt. Det är betydligt enklare för ett ungt företag att välja vägen att attrahera nytt kapital.

Förvaltaren väljer någon nisch som är säljande tex Frontier Markets. Det går att skapa en story kring dessa snabbväxande marknader och drömmen om snabba cash. Då bolaget är ensamt med denna nisch kan de attrahera finansiella rådgivare, tidningsartiklar etc. Bolaget attraherar nytt kapital genom marknadsföring och får betalt genom sin fasta avgift. De behöver inte ens prestera i förvaltningen. Det som krävs är kreativt marknadsföringsarbete tex genom sociala medier och PR.



Om förvaltaren har en längre tids historik så har han automatiskt lyckats få ihop över 1 miljard i tillgångar under förvaltning. Det är summan som krävs för att du idag skall klara att betala alla kostnader som regleringarna i branschen för med sig. När väl fonden blir större så väger dock rädslan att misslyckas slå index mycket tyngre än stoltheten att slå index. Varför? Du får visserligen en högre fast avgift i kronor om volymen ökar men för att slå index måste du vissa år gå sämre än index, speciellt om marknaden stiger samtidigt som värderingarna är höga. I dessa tillfällen kommer förvaltaren få stora utflöden från sin fond. Egenintresset att få intäkter från de fasta avgifterna styr då förvaltaren att bli defensiv och istället efterlikna/krama indexet. Det ligger i förvaltarens intresse.

Ett annat problem för en förvaltare är att många kunder inte väljer fonder själva. Dessa kunder letar inte själva upp de fonder som "superpresterar" utan väljer oftast den fond som deras rådgivare föreslår. Förutsatt naturligtvis att fonden inte avviker negativt från vad index avkastar. Om fonden avviker negativt från index riskerar rådgivaren att förlora sin kund. Finansiella rådgivare vill och kan därmed inte sälja fonder som presterar mycket sämre än jämförbara index till sina kunder. Även av denna anledning är det mindre risk för förvaltaren att efterlikna index.

Om förvaltaren istället för att försöka slå index sätter sin förvaltning på autopilot och i stort kopierar indexvikterna samtidigt som företaget lägger alla sina resurser på relationsbyggande så är chansen stor att kunderna stannar och att fonden kan fortsätta lyfta sin fasta avgift. Många kunder struntar dessutom i hur förvaltningen går då de bryr sig mer om att rådgivaren är trevlig än om hans råd är bra. Kunder är glada över den goda relation de har med sin förvaltare. Någon som lyssnar, vilket är en bristvara i dagens stressade samhälle. Jag lägger ingen värdering i det förutom att jag tycker det är viktigt att belysa kostnaden för denna typ av relation. En kund som har 1 miljon kronor i förvaltning betalar mellan 20 000-150 000 kr för relationen. Det stora spannet beror på vilket bolag rådgivaren arbetar hos och blir större om tillgången är illikvid. Olika former av kapitalanskaffningar och kapitalförsäkringar har ofta för höga avgifter. Avgifterna är ofta dolda och svåra att upptäcka.

Om det mot förmodan är någon kund i denna typ av relation som vill se resultatet av investeringen så kan förvaltaren visa upp att förvaltningen i stort gått som resten av branschen. (eftersom förvaltaren kopierat index). I värsta fall tänker kunden att prestationen inte var så bra men kommer fram till att han inte har något val eftersom alla andra alternativ också underpresterar.

Någon kanske tänker att Hedgefonder låter bra. Hedgefonder tar ju både fasta och rörliga avgifter. Dem skall ni aldrig investera i - av en annan anledning. Det är en svart låda och ni vet inte var avkastningen kommer ifrån. Hedgefonder som köpte Subprime bolån såg bra ut tills de havererade. Hedgefonder som idag säljer volatilitet eller köper High Yield ser bra ut tills de havererar. Köp av Hedgefonder utan att veta var avkastningen kommer ifrån är vårdslös hantering av ditt kapital.

Slutsats: Vid jämförelse mellan aktiva och passiva fonder har världen, vilket återspeglas i media, börjat upptäcka att de aktivt förvaltade fonderna sällan ger högre avkastning än indexfonderna och att det därför inte är värt att betala en högre avgift för att placera i dem. Det som dock inte kommer till allmänhetens kännedom är de underliggande orsakerna. En stor del av de fonder som finns med i undersökningarna är förklädda indexfonder med avgifter som aktiva fonder. Resultatet för dessa fonder blir index minus avgifterna.



Anledningen till att det finns så många förklädda indexfonder är att nuvarande avgifts- och incitamentsstrukturer inom kapitalförvaltningsbranschen i princip omöjliggör även för förvaltare av aktivt förvaltade fonder att bedriva aktiv förvaltning.

Det är inte logiskt att bedriva aktiv förvaltning när förvaltaren får en fast avgift eftersom han då skulle ta en stor risk som han inte skulle få något extra för att ta.

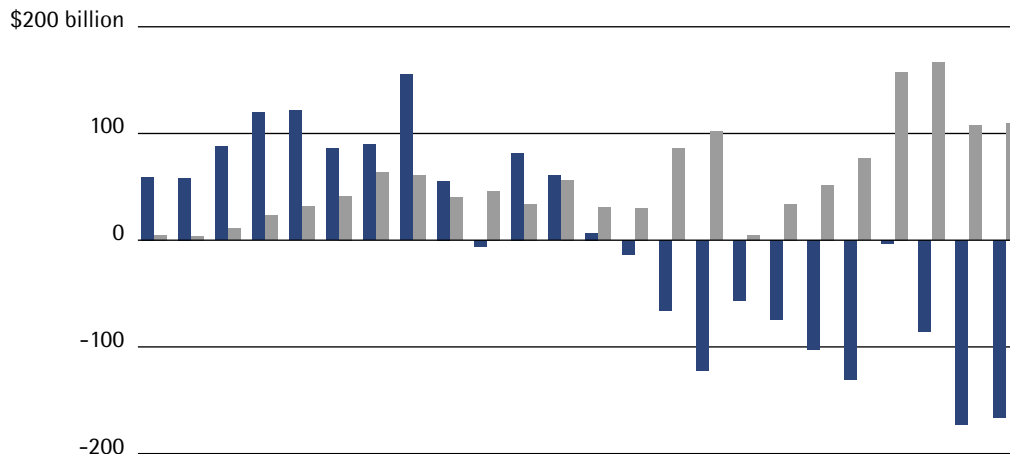
I färsk rapporten "Indexing and Active Fund Management: International Evidence" kommer forskarna fram till att Sverige har sämst fondkonkurrens av 32 länder i undersökningen. Färre än 1/3 av de svenska fonderna visade sig vara äkta aktiva fonder. Det är sorgligt att så lite har förbättrats sen Analyschefen Jonas Lindmark på Morningstar redan år 2001 skrev en krönika där han tipsar fondförvaltare om nyårsloftet. "Förvalta aktivt och berätta ärligt".

Artiklar som den i Wall Street Journal som jag beskriver ovan får fler och fler att välja indexfonder/ETF:er för sitt sparande, se graf nedan. Även om dessa har en låg kostnad ifrågasätter jag starkt om det är en bra idé.

Actively Departing

Net flows of U.S. stock mutual and exchange-traded funds.

■ Passively managed ■ Actively managed



Source: Morningstar.
The Wall Street Journal.

DET KAN KÄNNAS TREVLIGT ATT HÄNGA MED INDEXFONDERNA UPP MEN NÄR "VATTNET I KASTRULLEN NÅR CA 100 GRADER" ÄR DET INTE TREVLIGT LÄNGRE

I en uppåtgående marknad är en indexförvaltning med låga avgifter en jättebra förvaltning. Varför? Du får tillgång till det momentum som aktiemarknaden befinner sig i och får vara med när börsen går upp. Du är dessutom mitt i den trygga flocken. De bolag som går upp mest och är populärast får du mer och mer exponering mot, dessutom till en låg avgift. Du kommer tycka att det är mycket trevligt, ända tills "kastrullen" når 100 grader...



När du köper en indexfond investeras en större del av ditt kapital i de största bolagen och en mindre del i de mindre bolagen oavsett vilken värdering de olika företagen har. Det leder till att de största bolagen i indexet får en större vikt i din portfölj än vad de förtjänar. Det känns inte som sunt förnuft. När spekulerare köpte IT- och Telekombolag så att priserna ökade till astronomiska nivåer år 2000 så blev dessa bolag de största viktarna i indexet vilket i sin tur innebar att du köpte mer av dem eftersom du köpte indexet. Slutsatsen är att du blev girig när andra blev giriga och rädd när alla andra blev rädda dvs. motsatsen till Warren Buffetts råd.

Vi backar bandet och ser hur bra det har varit att äga index historiskt:

- Var det en bra idé att äga index år 2000 när mer än 50% av S&P 500 var techbolag?
- Var det en bra idé att äga index år 2008 när 40% av S&P 500 var finansiella bolag?

Nej, det är klart att det inte var.

Men det var precis det du gjorde om du ägde en indexfond. Indexinvestering till låga avgifter är bättre än att indexinvestera till höga avgifter i falskt aktiva fonder. Det är dock ett dåligt argument att använda för att investera ditt kapital i en indexfond/ETF. Problemet med en indexinvestering är att den inte tar hänsyn till värderingen. Indexinvesterar försöker inte komma fram till marknadens värde eller värdet på aktier. De reflekterar bara den kollektiva bilden som tänkande förvaltare kommer fram till. Indexinvesterar åker med andra ord snålskjuts på andras arbete. Ju färre tänkande investerare som det blir kvar ju mindre effektiv blir marknaden och därmed ökar risken på lång sikt för stora ras vilket i sin tur leder till ökade möjligheter för tänkande förvaltare.

Slutsats: När alla "förståsigpåare" talar sig varma gällande indexförvaltning är det viktigt att komma ihåg att indexnära förvaltning är bra i en marknadssituation där de aktier som ingår i indexet samtidigt är lågt värderade. Ett index med högt värderade aktier kommer på sikt bli en dålig investering. Indexfondsäljare vill inte att du skall veta att det är priset du betalar som bestämmer vilken avkastning du kommer att få. Om du betalar för mycket så kommer du att få en låg avkastning.

OM DET INTE ÄR EN BRA IDÉ ATT ÄGA INDEXFONDER/ETF:ER OM DE ÄR ÖVERVÄRDERADE. HUR KÄNNER MAN IGEN EN TILLGÅNGSBUBBLA?

Ekonomen Hyman Minsky ansåg att ekonomisk instabilitet är inbyggt i det kapitalistiska systemet.

Minsky beskriver utvecklingen av en kreditcykel som leder till en bubbla i tre steg.

Steg 1) Investerare lånar kapital och kan betala räntan och lånebeloppet med hjälp av det kassaflöde som deras investering genererar.

Steg 2) investerare lånar kapital men när det är dags att betala tillbaka så kan han bara betala räntan och måste refinansiera lånebeloppet med ett nytt lån.



Förklaring av Ponzibedrägeri:

Ponzi är en form av investeringsbedrägeri som attraherar investerare genom att utlova hög avkastning, men som istället för att generera verklig avkastning på insatt kapital använder detta till utbetalningar och för att hålla bedrägeriet igång.

Steg 3), sista steget i kreditykeln, är när Ponziinvesteraren lånar kapital och sen tar ett nytt lån när det är dags att betala räntan. Ponziinvesteraren hoppas finansiera den stigande skulden genom högre tillgångspriser. Om du har ett lån utan amortering tillhör du denna kategori ;-).

Slutsats: Minsky menar att under en ekonomisk boom flyttar ett ökande antal investerare från första steget till det andra och vidare till det tredje. Det är onödigt stor belåning i det första och andra steget som gör att ekonomin kraschar i det tredje steget.

I finanskrisen 2008 var det bankerna som tog större och större risker. När de kom till steg 3) som Minsky beskriver var de tvungna att sälja sina tillgångar och då gjorde alla det samtidigt. Alla ville sälja, ingen ville köpa, vilket skapade prisras och en ekonomisk krasch.

FINNS DET KÖPARE PÅ DAGENS MARKNAD SOM BLÅSER UPP BUBBLAN?

Det som ytterligare spår på felaktig allokering av kapital i ekonomin relaterat till tilltron till indexförvaltning är strukturella samhällsfaktorer. Ett antal stora marknadsaktörer köper aktier utan någon som helst hänsyn till verkliga värden, exempelvis köps aktier baserat på placeringsreglementen som stipuleras av t.ex. statliga tillsynsmyndigheter eller institutionens placeringsreglemente. Dessa regler är tänkta att säkerställa riskspridning, genom att förvaltad kapital måste fördelas med vissa procentsatser mellan olika tillgångar. Det blir enklare att förstå hur galet det kan bli om vi gör antagandet att det bara fanns två tillgångar i världen. En övervärderad tillgång och en undervärderad tillgång. Om du i detta fall sprider risken genom att fördela hälften av kapitalet i vardera tillgången så tycker jag att du ökar risken men traditionell portföljteori anser att risken minskas. Jag menar att risken blir lägre om du placerar allt kapital i den undervärderade tillgången. Exempel på köpare som struntar i priset och inte beaktar verkliga värden när de köper aktier;

- Centralbanker stödköper för att hålla igång ekonomin oavsett priset
- Försäkringsbolag och institutioner/fonder har tillgångsallokeringar som säger att de måste ha vissa tillgångsklasser oavsett priset
- Passiva investerare/indexeringsrörelsen köper en tillgångsklass oavsett priset. De tittar inte ens på utdelningen eller framtida avkastning som tillgången kommer att ge.
- Yield/avkastning till varje pris. Idag jagar så många kunder "return on their investment" att de glömmer att det är viktigare att de får "return of their investment".
- Fastighetsköpare tror att om vi haft 25 års uppgång kan priserna aldrig sjunka.. Vad händer när de nya bostadsrättskalkylerna visar sig vara alltför optimistiska eller om ett stort antal 40-talister säljer sina fastigheter samtidigt för att flytta in till hyresrätter för att kunna konsumera istället för att ha sina tillgångar låsta i en fastighet?



Slutsats: För att ställa det hela på sin spets så kan ovanstående "ignoranta" köpare komma att bli orsaken till nästa finansiella krasch. När stora summor investeras, oavsett hur mycket priserna stiger, måste en priskorrigerig så småningom ske. Vi har aldrig under de senaste 100 åren sett så många köpare som köper oavsett priset. Vilket jag tycker är obehagligt.

Risken för en ekonomisk bubbla spås alltså på av samhällsekonomiska strukturella faktorer, som gör att många stora placerare investerar på ett indexliknande sätt vilket anses vara bra för riskspridning, men där liten hänsyn tas till verkliga värden kontra pris.

Har vi sett ignoranta köpare tidigare i historien?

Ja:

- Ignoranta köpare av IT- och Telekombolag år 2000?
- Ignoranta köpare av fastigheter i USA år 2007?

HUR HÖGT HAR DE DRIVIT PRISERNA? HUR VÄRDERAS OLIKA BÖRSER IDAG?

Förutsättningen för att du ska kunna göra en bra investering är att du köper något till ett lågt pris, som du sedan kan avyttra till ett högre pris. Detta innebär att en tillgång endast är köpvärd om den är lågt värderad.

För att avgöra om aktiemarknaden som helhet är att betrakta som köpvärd i dagsläget, det vill säga om det kan förväntas att aktier som tillgångsslag kommer att öka i värde under de kommande åren använder jag mig av Warren Buffets indikator: Total Market Cap/US GDP ett nyckeltal som jämför ett lands totala börsvärde med landets totala BNP. Tanken bakom nyckeltalet är att ett lands börs i det långa perspektivet följer landets ekonomiska utveckling.

Nyckeltalet avslöjar att vi kan förvänta oss följande årlig avkastning på de ledande aktiemarknaderna under åtta år framöver:

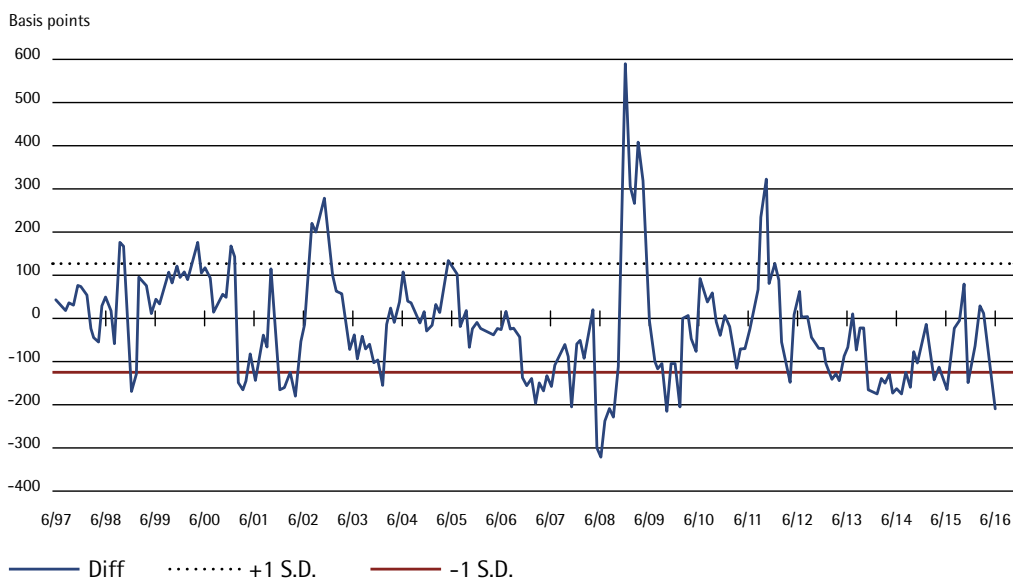
Aktiemarknad	Årlig avkastning under en 8 årsperiod
Tyskland	0%
USA	0,1%
Japan	2,4%
Sverige	6,5%

Slutsats: De flesta investerarna som placerar i aktier brukar sträva efter att få minst ca 10 % i avkastning för att det skall väga upp för den risken de tar. Utifrån den aspekten är de flesta aktiemarknader i världen idag mycket högt värderade.



JAKTEN PÅ AVKASTNING GÖR ATT FLER OCH FLER SÖKER SIG TILL HIGH YIELD/JUNK OBLIGATIONER. HUR VÄRDERAS HIGH YIELD PÅ MARKNADEN?

High-Yield Spread: Actual Minus Estimated
June 1997–June 2016



Sources: BofA Merrill Lynch Global Research, used with permission; Federal Reserve Board; LCD, and offering of S&P Global Market Intelligence.

Skillnaden mellan avkastningen på High Yield obligationer och Standard & Poors värdering av underliggande värdet på High Yield obligationer ökade till två standardavvikelser den 8:e september 2016 i förhållande till dess långsiktiga medelvärde. För att ni skall förstå vad det innebär så säger kreditratinginstitutet Standard & Poor att en standardavvikelse tyder på en extrem övervärdering enligt deras analys. Två standardavvikelser är mer ovanligt och mycket värre än en extrem övervärdering. Jakten på avkastning gör att flera spekulerare nu läser in en negativ avkastning genom att köpa High Yield ETF:er som på pappret ska ge 5%. Anledningen till att de läser in en negativ avkastning är att fler företag än 5% förväntas få problem med sina betalningar och då har vi inte ens kommit till den värsta delen av kreditcykeln.

Spekulerarna tror att USAs centralbank FED kommer att höja räntan i små steg och långsamt. Det gör att de kan köpa obegränsade mängder av High Yield obligationer för spekulanterna tror att de aldrig kommer att komma till steg 3) i Minskys ekonomi. Därför köper de idag High Yield obligationer med garanterad minusränta. Dessa passiva investerare är inte investerare utan passiva spekulerare och de köper idag High Yield obligationer genom att använda samma filosofi som lemlar "följ flocken".

Slutsats: Förra gången High Yield obligationer passerade två standardavvikelser i förhållande till deras långsiktiga värde var i maj år 2008. Därefter förlorade de halva sitt värde under de kommande 10 månaderna.



BELÅNING ÄR ETT KRAV FÖR ATT EN BUBBLA SKAPAS. ÄR INVESTERARNA BELÅNADE IDAG?

Om vi undersöker hur mycket cash som ligger på "sidlinjen" så är det mycket litet. USAs centralbank FED har låg likviditet i cash och undersöker vi grafen över belåningsgraden så finner vi belåning ...

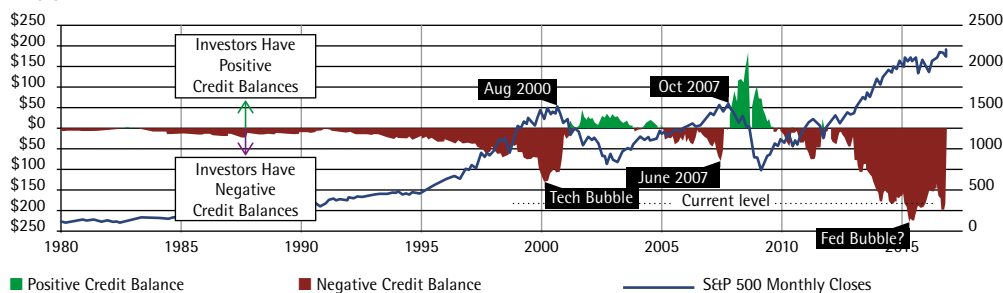
När belåningsgraden är hög så har efterföljande 2,5 år på aktiemarknaden varit svaga. När det funnits mycket cash som väntat på sidolinjen så har efterföljande 2,5 år varit riktigt bra. För mig visar grafen potentiell efterfrågan och utbud på marknaden. Om det finns mycket köpkraft på sidolinjen så är det samma sak som en potentiell efterfrågan som kan pressa priserna uppåt. När alla däremot är fullbelånade finns det väldigt lite efterfrågan kvar som kan pressa aktiekursen uppåt. Däremot finns det då ett stort potentiellt utbud som kan komma in på marknaden om de blir tvungna att betala tillbaka sina lån. Tvingas de betala tillbaka sina lån måste de sälja sina aktier vilket kommer att pressa priserna nedåt.

NYSE Investor Credit and the Market

Credit Balance is calculated as the sum of Free Credit Cash Accounts and Credit Balances in Margin Accounts minus Margin Debt.

Note: Latest NYSE data as of October 2016.

Billions



Slutsats: Belåningen är på rekordnivåer

VOLATILITETSMARKNADEN VITTNAR DESSUTOM OM EN DOLD MYCKET STOR BELÅNING.

Centralbankerna är i krig med varandra om vem som kan devalvera sin valuta mest. Detta race har drivit upp värdet på alla tillgångar och därmed risken för en ännu större risk i systemet. Ofta är det bättre att delar av skogen brinner så att nya friska frön kan bygga upp en ny frisk skog. Om en gammal trött skog står kvar ökar risken att hela skogen brinner upp. Risk går inte att ta bort, den kan bara skjutas på framtiden och ändra sin form. Centralbankernas agerande har räddat bankerna och systemet genom att driva upp alla tillgångsvärden. Risken har flyttats fram i tiden och har ökat i styrka.

Centralbankerna håller på konstjord väg tillbaka den naturliga volatiliteten (svängningarna) på aktiemarknaden. Förvaltare letar inte bara avkastning bland High Yield obligationer utan de blankar (säljer något de inte äger för att senare köpa tillbaka)



volatilitet för att öka sin avkastning. De chansar då på att volatiliteten d.v.s svängningarna på marknaden inte skall öka. När förvaltarna säljer volatilitet så måste aktiemarknaden vara lugn för att de skall kunna köpa volatilitet och stänga sin position med vinst.

Vad händer den dagen volatiliteten ökar? De som blankat volatilitet måste då köpa volatilitet för att checka ut från affären. Blankarna måste då köpa tillbaka volatilitet av market makern de gjort affären med. Market makern måste i sin tur sälja volatilitet för att ta bort sin risk. Det innebär att han måste sälja aktier. I samband med det sätter market maker igång en negativ spiral, eftersom han säljer aktier vilket i sin tur kommer öka volatiliteten så att de som sitter på blankade volatilitetsinstrument måste köpa tillbaka ännu mer volatilitet. Det leder till en negativ spiral som har mycket hög hastighet där det idag är svårt att överblicka vilka konsekvenserna kommer att bli.

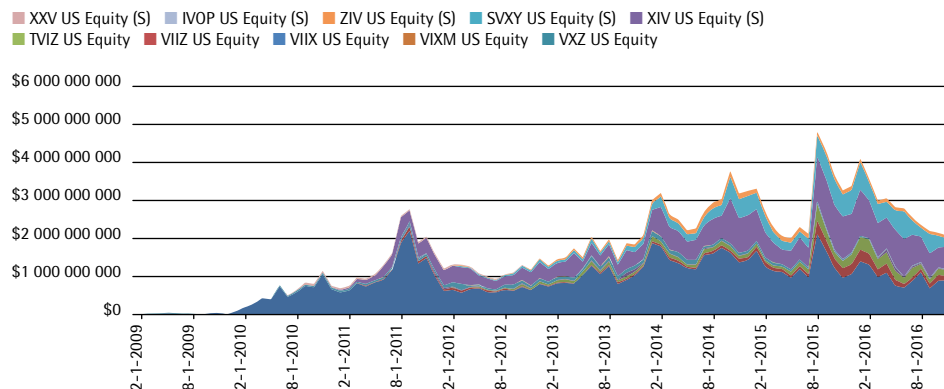
Ett av problemen som kan inträffa är att det blir som i sången "Hotel California; You can check out anytime you like But you can never leave." När volatiliteten ökade i oktober 2014 och i augusti 2015 så försvann 40-50% av likviditeten. Om vi skulle få en krasch liknade de vi hade på den svarta måndagen 1987, 8:e augusti 2011 eller någon av nedgångarna vi hade mellan september och december 2008 så skulle hela volatilitetslikviditeten försvinna. Samma problematik gäller också High Yield- och Råvaru termins ETF:er.

Ett annat problem är att det är svårt att överblicka hur mycket korta volatilitetspositioner som finns. Det finns börshandlade produkter som ger exponering mot såld volatilitet där exponeringen uppgår till ca 2 miljarder dollar se graf. Utöver det kan det finnas syntetiska positioner. En syntetisk position är en satsning på resultatet som ett annat verkligt instrument kommer att ge. Det är ett satsning vid sidan om de officiella börserna. Det obehagliga är att det är svårt att överblicka hur stor den här marknaden är. Jag hoppas att det inte är en massförstörelsebomb jag hör ticka.

Slutsats: De som sålt volatilitet har indirekt belånat aktiemarknaden genom sina derivapositioner. Blankarna kanske är hjältar idag eftersom de lyckas skapa avkastningen till sina kunder eller till sin arbetsgivare men den dagen det svänger åt andra hållet riskeras kunderna/arbetsgivarnas kapital att raseras. Om tjänstemannen hade varit tvungen att investera sitt eget kapital jämsides med kunderna/arbetsgivaren så tror jag inte den här företeelsen hade funnits i samma utsträckning. *Vikten av bra incitamentssystem går inte att överskatta.*

Volym som sålt volatilitet genom börshandlade produkter

\$ volym





OM VÄRDERINGARNA ÄR SÅ HÖGA – SKALL VI INTE SÄLJA AV ALLT OCH LÄGGA OSS CASH FÖR ATT GÅ IN IGEN NÄR DET RASAT?

Värderingarna är mycket höga jämfört med historiska värderingar, men det är värdering av hela marknaden, inte enskilda företag vi talat om. Om du sätter in 8 av dina 10 fingrar i en kastrull med vatten som håller 100 grader och håller de andra två fingrarna som inte är i kastrullen i luften så kommer du ha en snitt temperatur på fingrarna som håller ca $(8 \cdot 100) + (2 \cdot 20) / 10 = 84$ grader. Det kommer vara obehagligt men om du istället för att vara passiv hade analyserat situationen före ditt beslut hade du antagligen inte satt ner 8 av dina fingrar i kastrullen. Då hade du haft alla dina fingrar i 20 grader, vilket varit behagligt. På samma sätt gäller det idag att hitta de fåtal aktier som är lågt värderade.

Om du gjort din hemläxa och äger företag som du anser vara lågt värderade, ska du då sälja dem för att snittet är alldeles för högt? Det vore dumt. Vad är det värsta som kan hända? Det värsta som kan hända är att vi får en krasch. Då kommer de bolag vi äger gå ner i värde precis som resten av börsen. Jag tror inte våra bolag går ner lika mycket men det går aldrig att veta eftersom det på kort sikt handlar om psykologi och inte kunskap. Vad gör det att våra bolag minskar i värde på pappret? Om vi inte måste sälja så betyder det ingenting. Vi äger inte börskursen, vi äger bolaget. Börskursen skall hjälpa oss när vi köper och säljer inte skrämna oss att sälja i fel tillfälle.

Går det att tjäna pengar även om du köpt precis i början av nedgången. Om du t.ex. hade köpt följande bolag i januari 2008 och ägt bolagen i 3 år hade du fått följande avkastningar:

- McDonalds = 55%
- Roper Industries = 44%
- American Tower = 37%

I investerarbrevet i februari i år skrev jag att jag såg störst potential i bolaget Colfax,. Sen dess har Colfax aktie stigit med över 50%. Det vi kan lära oss av det är att ha tålamod om vi sitter på ett bolag som växer sitt ekonomiska värde per aktie. Börskursen på kort sikt är bara en popularitetstävling.

Slutsats: Idag har vi en bubbla som omfattar de flesta tillgångsklasser, vilket gör det extremt viktigt att göra en grundlig analys och bara investera i tillgångar som är undervärderade. Jag ser en snar "comeback" för aktiv(tänkande) förvaltning! När temperaturen når 100 grader i den andra kastrullen kommer vi vara extra glada att vi har behagliga 20 grader. ;-)



VIKTIGASTE SLUTSATSERNA

- Om du har en aktiv förvaltning är det viktigt att du ser till så att det inte är en dold indexförvaltning med höga avgifter.
- Indexfonder/passiv förvaltning har tidigare varit en bra miljö för dina pengar men idag är den farlig, enligt min uppfattning.
- "Ignoranta" köpare som inte tar hänsyn till värderingen kan bli orsaken till nästa finansiella krasch.
- De flesta aktiemarknaderna är högt värderade idag.
- Förra gången High Yield Obligationer värderades som idag förlorade de halva sitt värde under de kommande 10 månaderna.
- Belåningen är på rekordnivåer vilket gör att rörelser blir större och snabbare.

MINA PLACERINGSRÅD

Om du äger en fond som är en indexfond eller en dold indexfond så anser jag att du borde sälja av dem fort. Det är bara ett fåtal index som idag är lågt värderade. Kapitalet borde istället investeras i en "tänkande förvaltning". Om du är osäker på om din förvaltning är tänkande får du gärna fråga mig. Jag hjälper dig gärna.

Om du äger High Yield Obligationer i någon form är mitt råd att sälja dem så fort du kan.

Om du idag äger en tänkande förvaltning, är mitt råd att vara långsiktig, då marknaden när vi minst anar det kommer att skaka till. Förlorarna är de som då kommer att få panik och sälja i fel tillfälle.

Johan Bynélius

Ansvarig förvaltare Spetsförvaltningen

Epost: johan.bynelius@fairinvestments.se