

Oslo 17. januar 2012

Markedssyn og aktivaallokering ved inngangen til 2012

Aktivaallokering per januar 2012

Det er fortsatt en betydelig makrousikkerhet ved inngangen til 2012. Den europeiske gjeldskrisen, fallende global vekst og usikkerhet rundt utviklingen i Kina er tre vesentlige usikkerhetsfaktorer. Geopolitisk risiko knyttet til Iran er også en sentral faktor. Det er vanskelig å si hvordan disse usikkerhetene vil påvirke markedene i 2012, men samlet sett tilsier de at fortsatt varsomhet bør utøves.

På den annen side er den generelle risikopremien i markedet nå høyere enn hva den er i en normal situasjon. Det vil si at risikoaktiva har et potensiale for kursstigning ved et fall i risikopremiene.

Det er utvilsomt at den europeiske gjeldskrisen er hovedårsaken til de høye risikopremiene. En vesentlig beslutning og mulig katalysator for et stemningsskifte hva gjelder Europa er den Europeiske sentralbankens (ESB) beslutning 21. desember 2011 om å tilføre nærmest ubegrenset likviditet til det europeiske bankvesen. Bankene kunne låne penger i tre år til 1 % rente. 523 banker lånte til sammen 489 milliarder euro under ordningen. Lånefasiliteten har allerede redusert stresset i det europeiske interbank-markedet og er også en indirekte støtte for det europeiske statsobligasjonsmarkedet. Bankene kan nå låne penger i ESB til 1% og investere i statsobligasjoner som gir 5-7 % rente. Det er gitt signaler om at ordningen skal utvides i februar.

Samtidig arbeides det seriøst videre med å etablere en finanspolitisk union i EU hvor Tyskland presser på. Som vi har skrevet før har eurosoneen samlet en bedre statsfinansiell situasjon enn England, Japan og USA.

Det er nå løpende mange positive signaler fra amerikansk økonomi. I tillegg tror vi at Kina unngår en hard landing da det ser ut som inflasjonen er under kontroll og at rentene da kan settes ned.

Ser vi disse forhold samlet er det mye som taler for at risikoaktiva kan gjøre det godt i 2012, selv om den underliggende risikoen fortsatt er høy.

Vi opprettholder derfor inntil videre vår svake overvekt i risikoaktiva, men vil gå til nøytral vektning av porteføljene dersom verdiene stiger videre. Generelt bør kvalitet og utbytte vektlegges innen både norske og globale aksjer, slik at aksjeporteføljene har en defensiv profil. Utsiktene for olje og oljeserviceaksjer ser fortsatt positive ut. Det bør også vurderes å investere i aksjer som er blitt for sterkt rammet av mangelen på risikovilje, såfremt dette representerer en sterk overreaksjon. Blant små og mellomstore aksjer er det slike eksempler. I disse situasjonene bør det investeres gjennom dyktige forvaltere som følger enkelt-selskapene nært. Dersom det skal investeres i høyrenteobligasjoner så anbefaler vi at denne allokering tas av risikobudsjettet til aksjer.

Bakgrunn

Markedene har de siste årene vært preget av høy volatilitet. Dette skyldes i høy grad de store globale ubalanser som har bygget seg opp over de siste 40 år og spesielt de siste 10 år.

Den globale kreditten har ekspandert nærmest uten kontroll siden 1971 da Bretton Woods systemet og gullstandarden ble forlatt. Siden 1998 har kredittveksten tiltatt markant og resulterte først i finanskrisen i 2007-2009 og deretter i den statsfinansielle krisen vi opplever nå. Mange tror at kredittveksten nå har nådd et tippepunkt som vil føre til en omfattende krise som resulterer i ytterligere ustabilitet. Ustabiliteten kan gi seg utslag i deflasjon eller inflasjon, avhengig av hvordan krisen søkes løst. Hittil er krisen søkt løst ved at sentralbankene først har satt rentene ned mot null og deretter tatt i bruk ukonvensjonelle virkemidler for å øke pengemengden kraftig, slik at bankene har kunnet opprettholde og tildels øke kredittvolumene. Samtidig er gjeld flyttet fra privat til offentlig sektor.

Det globale kredittoverhenget skaper, uansett om en er optimist eller pessimist, en ustabilitet og høy underliggende risiko i finansmarkedene.

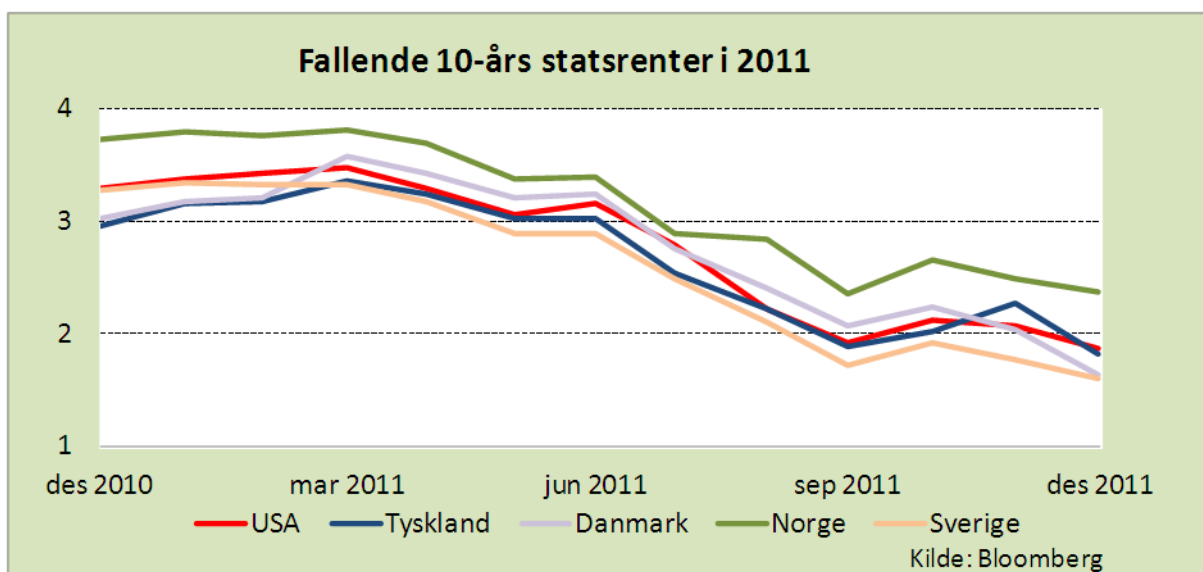
Boeckh Investment Letter refererer til John Exter og den omvendte kredittpyramiden:



Når det er gode tider strømmer kreditten oppover i pyramiden, men når usikkerheten øker ønsker alle å realisere den usikre kreditten øverst i pyramiden i bytte med sikrere papirer lenger ned i pyramiden. Jo større toppen av pyramiden blir, jo mer ustabil er situasjonen. Blir toppen for stor i forhold til bunnen kan hele strukturen kollapse. Da blir det systemkrise.

Utfordringen er at ingen vet omfanget av det samlede kredittnivået. Spesielt innen ikke-regulerte derivater er usikkerheten stor. Det er likevel en oppfatning at mange land i dag ikke har de nødvendige ressurser til å kunne oppkapitalisere sine banker dersom det blir nødvendig å ta store potensielle tap.

I 2011 opplevde vi at investorene ønsket å ta mindre og mindre risiko gjennom året. Pengene strømmet nedover i kredittpyramiden. Dette ga seg utslag i kursfall i risikoaktiva, økte kurser på statsobligasjoner, som følge av fallende statsobligasjonsrenter og økte volumer av bankinnskudd. Innen aksjer skilte det mye på store selskaper i forhold til små og mellomstore, samt stabile aksjer i forhold til sykliske.

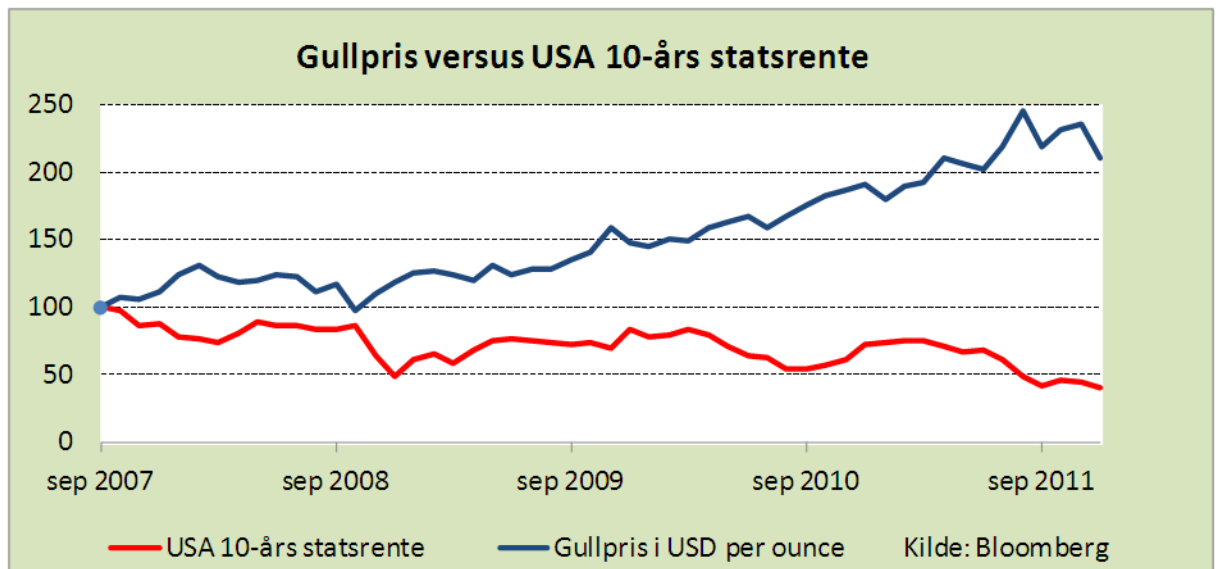


Mange pessimister har siden 1998-2000 sett en utvikling komme som de mener vil måtte ende i en krise, fordi gjelden har bygget seg opp til ikke-bærekraftige nivåer. De av investorene som tror at gjeldskrisen kommer til å bli løst ved deflasjon tenderer til å kjøpe statsobligasjoner i land med solide statsfinanser, samt opprettholde en stor kontantbeholdning. De investorer som tror gjeldskrisen blir løst ved pengetrykking og inflasjon har en høy eksponering mot gull og realaktiva i porteføljen.

Gullprisen har steget hvert år siste 11 år, og i snitt har oppgangen vært 16 % årlig. Mange setter redningsaksjonen av Long Term Capital Management i 1998 som startpunktet for den redningspolitikken ("bailout") som har blåst opp kredittvolumene til dagens nivåer. Det er grunn til å hevde at kredittpyramiden allerede hadde kollapset, dersom ikke sentralbankene hadde satt i gang med kvantitative lettelser og myndighetene ikke hadde iverksatt en kraftig stimulansepolitikk.

Gullprisens oppgang forklares i høy grad av den kraftige økningen i pengemengden og den usikre globale finansielle situasjonen som det høye gjeldsnivået har skapt. Det er en selvmotsi-

gelse å ha en høy gullpris, som følge av inflasjonsfrykt og samtidig ha ekstremt lave obligasjonsrenter, som følge av deflasjonsfrykt. Det er igjen et eksempel på den store usikkerheten som råder i markedene.



I 2011 har vi opplevd at markedet har endret posisjoner raskt hva gjelder vilje til å ta risiko. Det er da hele aktivaklasser som stiger eller synker kraftig i verdi. Disse skiftene er populært kalt "risiko-på" og "risiko-av", avhengig av om markedet vil eller ikke vil ta risiko. Det sterke skillet mellom det som oppleves som aktiva med høy risiko og aktiva med lav risiko vil sannsynligvis fortsette i 2012. Hvilke aktiva som faller i de to kategorier kan endres over tid og er avhengig av hvor langt ned i kredittpyramiden risikofrykten presser markedene. 2012 har startet med høyere risikovilje og vi ser at pengene nå går oppover i pyramiden per medio januar.

I 2011 ble følgende aktiva opplevd som trygge havner:

- Statssertifikater og statsobligasjoner i USA, Sveits, Tyskland, England, Japan, Sverige og Norge.
- Garanterte bankinnskudd
- Kredittobligasjoner av beste kvalitet
- USD og Yen.
- Gull
- Store globale selskaper med stabil kontantstrøm, særlig innen sektorene stabilt konsum, helse og telekom.
- Olje

I 2011 ble følgende aktiva opplevd som spesielt risikable:

- Statsobligasjoner i Hellas, Portugal, Irland, Spania og Italia
- Investeringer med høy gjeldsgrad innen ulike aktivaklasser
- Konjunkturfølsomme råvarer som aluminium og kobber
- Høyrenteobligasjoner
- Konjunkturfølsomme aksjer generelt
- Aksjer i små og mellomstore selskaper
- Aksjer i land med fremvoksende økonomi

Statsobligasjoner i England og Japan er eksempler på aktiva som ikke nødvendigvis vil bli oppfattet som en trygg havn i fremtiden.

Det er samtidig en påstand at fordi "risiko-på, risiko-av"- markedsbvevegelsene skjer fra et makroperspektiv så vil mange aktiva og enkelt investeringer bli ukritisk rammet. "Barnet kan bli skyllet ut med badevannet". Det er derfor mulig å finne gode investeringsmuligheter i aktiva som er truffet urettmessig av "risiko-av"- bølgen. Det blir da helt sentralt å kunne vurdere fundamental risiko og kvalitet knyttet til hver enkelt investering.

Et eksempel på hvordan makro preger investeringsklimaet finner vi i Fondsfinans Kapitalforvaltnings markedsrapport fra desember:

"Vi tror at prisingen av det norske aksjemarkedet generelt er for lav, og at det norske aksjemarkedet kan ha en betydelig oppsidemulighet når uroen i de internasjonale finansmarkedene er blitt mindre. Oppgangen vil da kunne skje raskt, og de investorene som da ikke er investert vil antagelig gå glipp av det vesentligste av verdistigningspotensialet."

Verdivurdering av aktivaklasser

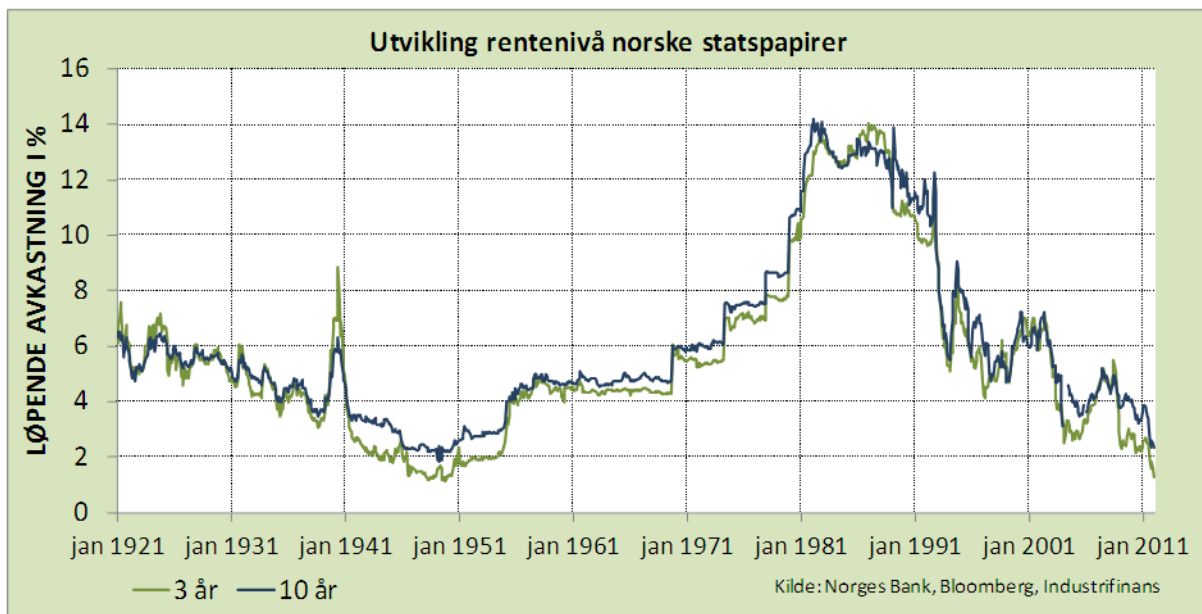
Vi bygger vår filosofi på kvalitet, verdi og langsiktighet. Det gjelder enten vi investerer i aktivaklasser som defineres som lavrisiko eller høyrisiko. Høyrisiko investeringer vil fra vårt ståsted derfor være investeringer i aktiva med høy prisvolatilitet. Vi vil ikke ønske å investere i plasseringer som ikke tilfredsstillere våre kvalitets- og verdiprinsipper. Gull er en aktivaklasse som krever en spesiell drøfting i forhold til disse prinsippene.

I det følgende gjennomgår vi vårt syn på relevante aktivaklasser og markedsdrivere for 2012.

Rentemarkedet

Rentenivået for statspapirer har ikke vært så lavt siden krigens dager. Vi forventer en generell oppgang i rentekurven over tid. I tilfelle av en "risiko-av"- verden så kan likevel det ta tid. Sentralbankrentene vil med høy sannsynlighet holde seg lave i mange år. Statssertifikater og statsobligasjoner i land med solide statsfinanser gir nå negativ realavkastning.

Bankrentene vil med høy sannsynlighet holde seg lave i mange år. Statscertifikater og statsobligasjoner i land med solide statsfinanser gir nå negativ realavkastning.



Garanterte bankinnskudd og statscertifikater

Statscertifikater er blitt historisk dyre på grunn av etterspørselsoverskudd blant internasjonale investorer, og vi forventer derfor svakere avkastning, noe som også gjelder statsobligasjoner.

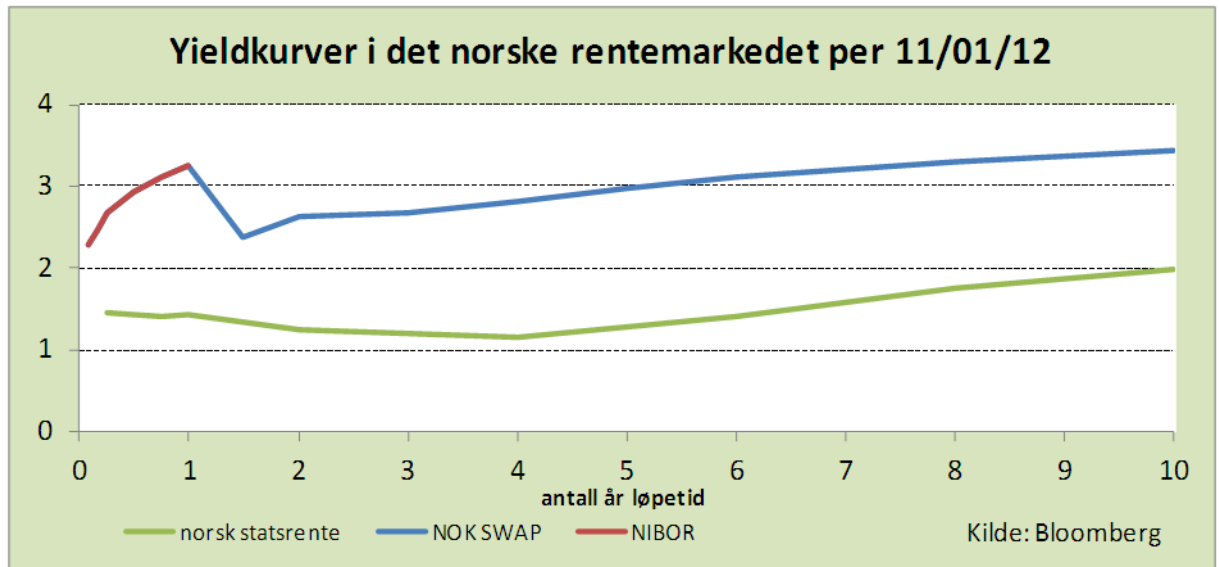
Forskjellen mellom NIBOR og løpende avkastning på statscertifikater er høy og reflekterer usikkerheten i markedet. Selv om dette kan tale for mulig reduksjon i rentenivået på garanterte bankinnskudd, medfører regelverket for bankene likevel at bankinnskudd er en gunstig finansieringskilde for dem, noe som gjør at vi kan forvente relativt høye innskuddsrenter i 2012. Garanterte bankinnskudd gir nå en avkastning på om lag 3,0-3,5 %.

Pengemarkedsfond og likviditetsfond (investment grade)

Likviditets- og pengemarkedsfond med høy kvalitet gir i dag en løpende avkastning på 3,0-3,5 % før kostnader.

Vi tror at avkastning for denne aktivklassen vil holde seg stabil til noe stigende fremover. Renten vil øke noe, mens kredittpåslaget samtidig vil falle. Nivået på statsrenter er som nevnt svært lavt, mens kredittpåslaget er relativt høyt. Avkastningen kan derfor stige noe, men usikkerheten for når dette inntreffer er stor.

Markedet forventer rentekutt på mellom 25 og 50 basispunkter. Norges Bank har for tiden en forventning om tilnærmet uendret styringsrente over sommeren, men med stor usikkerhet rundt anslaget.



Selv om vi på sikt venter økte statsrenter, vil forventet avkastning for likviditetsfond med høy kredittkvalitet (investment grade) være vesentlig bedre enn statsrentene. Årsaken er forventet nedgang i dagens store forskjell mellom NIBOR og løpende avkastning på statspapirer, samt høyt kredittpåslag.

Ved fullstendig krise i eurosone, vil likviditeten i dette markedet likevel kunne tørke inn, noe som kan gi negativ kursutvikling selv for solide utstedere.

Obligasjoner og obligasjonsfond med høy kredittkvalitet (investment grade)

Forventet avkastning for denne aktivaklassen de kommende år er preget av en forventning om økt rentenivå fra nivået på 1,3 % ved nyttår og redusert kredittpåslag fra dagens nivå på 3,0 %. Den forventede økning i rentenivået vil ha større negativ påvirkning for obligasjoner enn stats-sertifikater.

Kredittpåslaget er generelt forventet å være noe høyere for obligasjoner enn for sertifikater. Nå er denne forskjellen ekstra stor og vil med redusert forventet kredittrisiko slå mer positivt ut for rentepapirer med lengre løpetid. Totalt sett forventes avkastningen de kommende år på obligasjonsfond å ligge på nivå med pengemarkedsfond.

Obligasjonsfond med 2-4 års durasjon og høy kredittkvalitet gir nå en løpende avkastning på ca 4,0-4,5 % årlig før kostnader.

Gode enkelt obligasjoner med kredittkvalitet BB og B+ gir om lag 6-8 %.

Eiendom

Verdivurderingen for eiendom er noe lav målt ved P/B på 0,7 for eiendomsindeksen ved Oslo Børs. Vi anbefaler å vurdere eiendomsinvesteringer spesifikt for å finne de som gir den ønskede risikoeksponering.

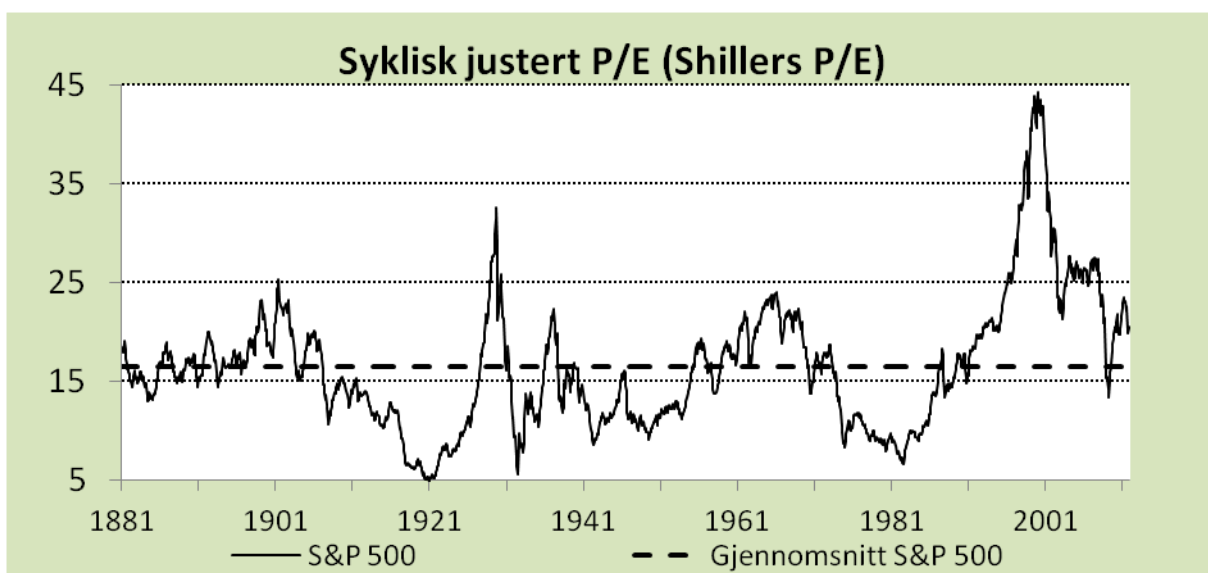
Løpende avkastning (yield) på kvalitetseiendom i Oslo med sikre og lange leiekontrakter prises nå på nivåer rundt 5,50-6,00 %

Høyrenteobligasjoner

Kredittpåslaget for høyrenteobligasjoner er på svært høye nivåer. Et stabilt marked eller et marked med fallende risikopremier vil kunne gi meget god avkastning. En forverret krise i EU og påfølgende utgang i kredittpåslag skaper det motsatte bildet. Mulig mislighold blant utstederselskapene vil også slå sterkt ut på prisingen av disse obligasjonene som har en risiko som minner mer om aksjeinvesteringer.

Løpende årlig avkastning før tap på norske høyrentefond ligger i dag på 10-13 %.

Globale aksjer (Store stabile selskaper)



Forventet avkastning for de kommende år for globale aksjer aggregert er nær langsiktig normalavkastning på om lag 9 % årlig. Vi ser det slik fordi det globale aksjemarkedet på aggregert nivå prises til hva vi anser som gjennomsnittlige nivåer i forhold til inntjening.

Det nøytrale prisnivået kan illustreres med syklisk justert P/E (1) for MSCI All Countries World, som per nyttår var om lag 16. Det er nær gjennomsnittsnivået for syklisk justert P/E for det amerikanske aksjemarkedet siste 140 år (2). Det samme gjelder også MSCI (Developed) World. Disse indeksene begrenser seg til de aksjer som tilhører den øvre delen av sjiktet for markeds-kapitalisering og kan derfor anses som indekser for store selskaper.

(1) Også kjent som Shillers P/E, Cyclical Adjusted Price Earning Ratio forkortet CAPE

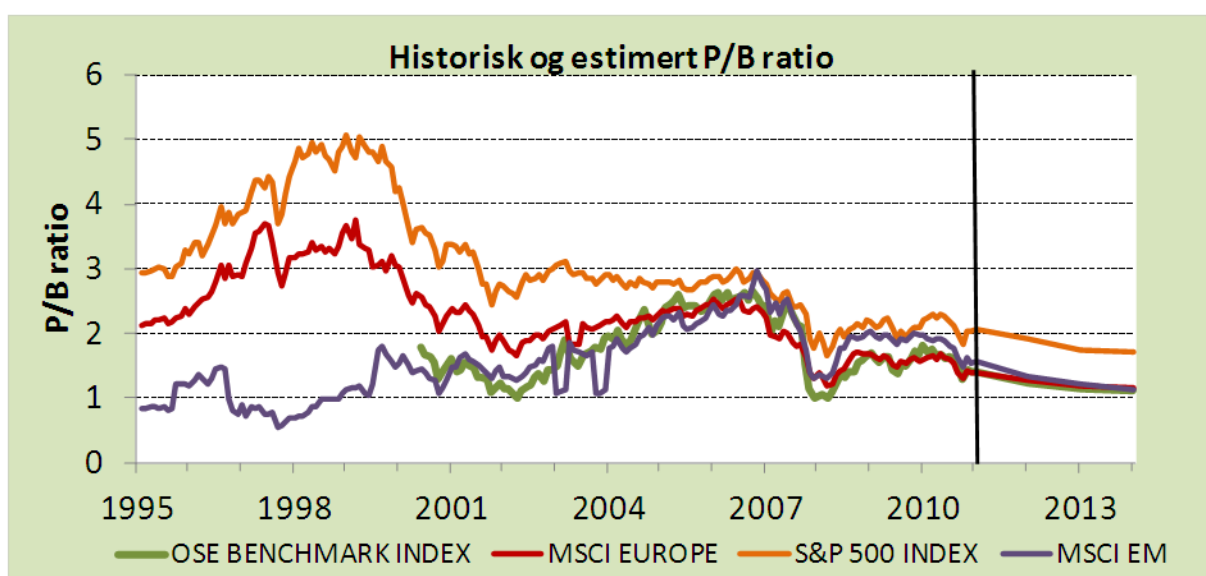
(2) Kilde: professor Robert Shiller, Yale University (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>)

Av de store markedene er USA høyest priset relativt til sin egen historie. Syklisk justert P/E for det amerikanske markedet målt ved S&P500 er nå på 20,5 mot et historisk snitt på 16,4.

Det er likevel verdt å merke seg at selv om syklisk justert P/E for det globale markedet som helhet ligger nær historisk gjennomsnitt så er det stor forskjell mellom sektorer. Den globale finanssektoren trekker nå snittet godt ned med en syklisk justert P/E på 8,5 i forhold til en samlet syklisk justert P/E for MSCI World på om lag 16.

Usikkerheten rundt videre prisutvikling er stor, både på grunn av at dagens prisnivå er nøytralt, og på grunn av rådende usikkerhet rundt andre faktorer som markedslivkviditet og makroøkonomisk usikkerhet.

Norske aksjer



Forventet avkastning for de kommende år for det norske aksjemarkedet er nær langsiktig normalavkastning. Nøkkeltall som P/E for å analysere prisnivået er ofte brukt i internasjonale aksjemarkeder, men inntjeningen er meget volatil i det norske aksjemarkedet. Årsaken er det norske aksjemarkedets relativt sterke sykliske svingninger på grunn av stor andel av råvarerelaterte selskaper på børsen. Syklisk justert P/E, som nettopp forsøker å fjerne denne effekten, varierer for de ulike indeksene på Oslo Børs. Den var 20,6 for OSEFX, 19,4 for OSEBX og 13,6 for MSCI Norway ved nyttår. Den siste indeksen inneholder færre og større selskaper. Noen av disse er høyere og andre lavere enn den langsiktige forventningen på 16 nevnt i avsnittet om globale aksjer. Alternativt kan vi analysere et mer stabilt nøkkeltall som pris i forhold til bokført egenkapital (P/B). Denne var 1,3 for OSEFX og 1,4 for OSEBX, og MSCI Norway samme tid. Dette ligger lavere enn forventet nivå på P/B på om lag 1,7. Samlet sett vurderer vi at det norske aksjemarkedet er nøytralt til rimelig verdsatt. Avkastningsforventningen i de kommende år er i overkant av normalavkastningen, men med stor usikkerhet knyttet til utviklingen av risikopremien for aksjer i 2012.

Aksjer i land med fremvoksende økonomier, regioner og sektorer

Forventet avkastning for de kommende år for aksjer i land med fremvoksende økonomi er aggregert nær langsiktig normalavkastning, som for utviklede land. Aksjemarkedene prises generelt på hva vi anser som gjennomsnittlige nivåer målt mot inntjening.

Det nøytrale prisnivået målt mot fundamentale data kan illustreres med syklisk justert P/E for MSCI Emerging Markets, som per nyttår var om lag 16. Dette er samme nivå som både MSCI All Countries World og MSCI (Developed) World.

Politisk risiko for markedene var før et begrep sterkt knyttet til land ned fremvoksende økonomi. Selv om dette fremdeles er gjeldende, er nå fokus i høy grad på hvilke konsekvenser de politiske prosessene i de utviklede land får for denne regionen. Finanskrisen som inntraff i USA i 2008 fikk stor innvirkning for disse landene, selv om analytikere lenge hadde snakket om at disse markedene mer og mer var frikoblet fra den vestlige verden. Det er likevel interessant at i 2012 er det anslått at land med fremvoksende økonomi vil ta over og stå for over halvparten av verdens import (3). Dette styrker oppfatningen av økende internt konsum.

For Norden ligger syklisk justert P/E på 15 ved nyttår og P/B på 1,7 for MSCI Nordic. Det nordiske aksjemarkedet ligger derfor heller ikke langt unna det som kan oppfattes som normal verdurdering.

Europa har en syklisk justert P/E på 13 og P/B på 1,4 målt ved MSCI Europe. Europa er derfor den klart billigste regionen på verdi. Dette trekker i positiv retning for Europa hva angår forventet avkastning de kommende år. Sentimentet må nok likevel bedres før potensialet utløses i Europa.

Utviklede markeder i Østen har syklisk justert P/E på 19,5 og P/B på 1,1 målt ved MSCI Pacific Rim.

For de globale sektorene er verdurderingen relativt høy for stabilt konsum, helsetjeneste og informasjonsteknologi, mens tilsvarende lav for finans og kraftforsyning. Høy vurdering av stabilt konsum og helse har delvis sin årsak i at investorene har søkt tilflukt i sektorer med mer stabil inntjening i tider med større generell usikkerhet.

Gull

Forventet avkastning til gull er sterkt knyttet til forventninger til vekst i pengemengden målt mot globalt BNP og inflasjonsrisiko. En politikk med fortsatte kvantitative lettelsers vil høyst sannsynlig medføre videre oppgang i gullprisen.

En investering i gull kan derfor anses som en forsikring mot fallende realverdi på papirpenger og nominelle fordringer. Det er viktig å nevne at gullprisen normalt synker ved deflasjon eller deflasjonsforventninger. Gull er derfor ikke nødvendigvis en forsikring mot dårlige tider.

(3) Economist "The world in 2012", side 128

Likviditet, pengepolitikk og tilgjengelighet av kreditt

Pengepolitikk, likviditet og tilgjengelighet til kreditt har i den inneværende krisen fått ekstraordinær stor betydning for markedsutviklingen.

Både den amerikanske sentralbanken (Fed) og den engelske sentralbanken (Bank of England) har satt styringsrentene ned mot null og gjennomført kvantitative lettelser for å øke pengemengden.

Fed og ESB annonserte 30. november sammen med fire andre sentralbanker et felles krafttak for å gjøre billig USD-likviditet tilgjengelig for det internasjonale bankvesenet. I tillegg etablerte ESB den tidligere omtalte lånefasilitet til europeiske banker på nærmere 500 milliarder euro i desember 2011. Kina opplever nå at inflasjonen er under kontroll. Dette medfører sannsynlige rentenedsettelse og mer ekspansiv pengepolitikk.

Alle disse tiltak vil bidra til en ekspansiv pengepolitikk i 2012 som vil støtte opp under risikoaktiva.

Det er likevel en utfordring at finansmarkedene er blitt så makrodrevet som tilfellet er, hvor pengepolitiske og finanspolitiske beslutninger er bestemmende for den løpende risikovilligheten og markedsutviklingen. Siden disse beslutningene ofte ikke løser, men bare utsetter en løsning av de grunnleggende gjeldsproblemene, er det alltid risiko for at ny skepsis og fornyet risikoaversjon slår inn over markedene uten varsel.

Sentiment og trendanalyse

Sentimentet i markedet har bedret seg betraktelig de siste månedene. Den amerikanske VIX indeksen brukes ofte som et fryktbarometer. Siden begynnelsen av oktober 2011 har indeksen halvert seg, ved å falle fra over 40 til om lag 20.

En annen tilnærming til å vurdere sentimentet er å bruke trendanalyse. I trendanalyse benyttes metoder for å finne den mest sannsynlige retningen og helningen for den videre kursutviklingen. De viktigste markedene har i løpet av de siste ukene brutt ut av sine fallende trender og viser en positiv utvikling med støtte i stigende volumer.

En vanlig brukt metode for å analysere trenden er å se på glidende snitt siste 50 dager, 100 dager og 200 dager. Når de glidende snittene bryter opp er dette positivt og når de bryter ned er det negativt. For flere av de sentrale markedene brøt 100 dagers snittet opp i slutten av desember. Nå er også 200 dagers snittet enten allerede brutt opp eller i ferd med å bryte opp for mange viktige markeder. Dette er et meget positivt signal og spesielt såfremt markedene nå stabiliserer seg over bruddene fremover.

Investeringsråd

- Ha et bevisst forhold til lavrisiko- og høyrisiko- aktiva i porteføljen. Reduser porteføljerisikoen når markedet stiger mye.
- Likvide investeringer gjør porteføljeendringer mulig over tid.
- Kontanter gir handlingsfrihet til å gripe gode muligheter i volatile markeder.
- Akseptér at sikre aktiva vil ha lav realavkastning i dagens usikre makrosituasjon fremfor å ta unødig risiko.
- Høyrenteobligasjoner og aksjer med god verdi og høy kvalitet har høy forventet avkastning og bør utgjøre en signifikant andel av porteføljen selv om volatiliteten kan være høy.
- Eiendom er en viktig aktivaklasse som gir løpende avkastning og god inflasjonsbeskyttelse. Ha lav gjeldsgrad på eiendomsinvesteringene.
- Unngå generelt komplekse investeringer og investeringer med høy gjeldsgrad.
- Vurdér gull som en aktivaklasse i porteføljen som en forsikring mot fallende verdi på papirpenger og nominelle fordringer som følge av pengetrykking.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

Steinar Eikeland