

Markedssyn og aktivaallokering ved inngangen til 2015

Oslo, den 15. januar 2015

2014 ga globalt sett positiv og til dels tilfredsstillende avkastning i risikoaktiva målt i lokal valuta, men avkastningen var vesentlig lavere enn i 2013. Det sterke fallet i norske kroner medførte at den moderate avkastningen målt i lokal valuta globalt, ble en meget god avkastning målt i norske kroner. Det sterke momentet i amerikanske aksjer fortsatte i 2014 på tross av at amerikanske aksjer var relativt sett dyrest allerede ved inngangen til året. De to største overraskelsene i 2014, i forhold til konsensus ved inngangen til året, var det store fallet i oljeprisen og det sterke fallet i rentenivået.

De to viktigste forhold å ta stilling til for en norsk investor i dag er: Oljeprisens videre forløp og konsekvensene av høy gjeld og svært lave rentenivåer i mange land.

Notatet behandler følgende områder:

Kapitlet *Oljepris og råvarer* konkluderer med at økt tilbud, redusert etterspørselsvekst og Saudi-Arabias nye oljepolitikk har endret strukturen i oljemarkedet vesentlig. Det er derfor tvilsomt om oljeprisen kommer like raskt tilbake denne gang som etter tidligere kraftige fall. Et nytt prisnivå for markedsbalanse kan ligge mellom USD 60-80 per fat, men det hefter usikkerhet ved dette. Råvarer generelt er trolig i en langsiktig nedgangstrend som kan vedvare i flere år. Begge disse forhold kan få store og langsiktige negative virkninger for Norge og utviklingen i nordmenns internasjonale kjøpekraft. Dog kan en politikkenring fra Saudi-Arabia raskt endre utsiktene for oljeprisen til det bedre for Norge.

Global gjeld, sentralbanker, manglende kredittetterspørsel og nullrenter konkluderer med at myndigheter og sentralbanker har ikke denne gang, til forskjell fra ved tidligere resesjoner, evnet å få fart på økonomisk vekst og kreditt ekspansjon på tross av både konvensjonelle og ukonvensjonelle tiltak. Appetitten på mer gjeld ser ut til å ha avtatt globalt, selv om det aldri har vært rimeligere å låne penger. Dersom en fase med global gjelds nedbygging blir en realitet, vil det høyst sannsynlig påvirke global vekst og verdien på risikoaktiva negativt. En større usikkerhet om den videre retning skaper økt volatilitet. Det kan ventes flere volatile hendelser i 2015 som den vi hadde i oktober 2014. God risikostyring blir enda viktigere i 2015 enn i 2014. Lave renter skaper også muligheter til å finansiere gode prosjekter rimelig.

Et todelt makrobilde viser på den ene siden USA med relativt sterk økonomisk vekst og mindre behov for ekspansiv pengepolitikk, til forskjell fra stort sett resten av verden. Utenfor USA sliter de fleste med hver sine problemer, og en ekspansiv pengepolitikk råder fortsatt. Vi er usikre på om USA greier å trekke resten av verden med seg eller om resten av verden trekker USA ned. Ulik pengepolitikk skaper volatile valutakurser, og en altfor sterk USD er negativt både for USA og resten av verden. I sum for verden tror vi på en lav, men positiv vekst og en inflasjon lavere enn sentralbankenes mål, men fortsatt positiv samlet sett. Større reallønnsvekst i Tyskland, Japan og USA vil kunne bidra til å redusere ubalanser og bedre globale makroutsikter.

Utsikter for rentemarkedene viser at statsobligasjoner og obligasjoner med høy kredittverdighet ikke gir positiv realavkastning, men gir god sikkerhet mot tap av hovedstol. Aktivklassene har derfor viktige porteføljeegenskaper og gir mulighet for å utnytte en større volatilitet i markedene ved taktisk allokering mellom aktivaklasser. Kredittmarginene i høyrenteobligasjoner har gått betydelig ut i annet halvår 2014 og gir nå vesentlig bedre betalt for risiko. Rentenivået vil trolig forbli lavt lenge som følge av høye gjeldsnivåer og lav global vekst. Innen internasjonal renteforvaltning er valuta en viktig og integrert del av forvaltningen.

Utsikter for aksjemarkedene viser et nyansert bilde der amerikanske aksjer og enkelte andre markeder er priset høyt i forhold til historisk verdsettelse, mens mange andre markeder er priset lavere enn historisk normalprising. God inntjeningsutvikling og sterkere makroøkonomi i de siste år har gitt USA et sterkt moment. Både Europa og fremvoksende markeder har av ulike årsaker hatt svakere inntjeningsutvikling i samme periode. En sterkere USD og en sterkere relativ vekst i amerikansk reallønn kan svekke inntjeningsutviklingen i USA fremover. Europa har størst potensial for kursstigning, da dagens inntjening er lav i forhold til historiske nivåer, samtidig som lønnspresset er lavt, og svekkelsen av EUR kombinert med lavere råvarepriser har gjort Europa mer konkurransedyktig. Fremvoksende markeder generelt har de siste årene tapt konkurransekraft, og mange sliter med korrupsjon.

Alternative investeringer bør vurderes i en investeringsportefølje for å skape diversifisering. Vi mener at eiendom og infrastruktur er to aktivaklasser med positive porteføljeegenskaper. Det lave rentenivået skaper mulighet for å finansiere gode prosjekter meget rimelig. Gull har også interessante porteføljeegenskaper, men er mindre brukt som aktivaklasse blant norske investorer.

Det er alltid vanskelig å spå om fremtiden og usikkerheten er større nå enn på lenge. Forventet porteføljeavkastning er lavere enn normalt på grunn av lave renter og et aksjemarked som ikke lenger er billig. God *Porteføljeforvaltning og løpende risikostyring* med en riktig diversifisert portefølje er derfor spesielt viktig i dagens marked.

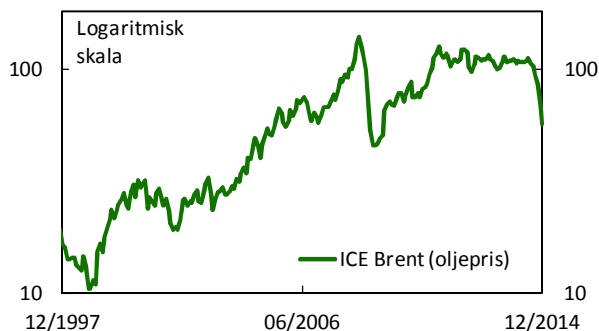
Vi oppsummerer vårt markedssyn i siste kapittel med vår anbefalte aktivaallokering ved inngangen til året og drøfter deretter hva vi vil ha spesielt fokus på i vårt arbeid med *Forvaltning og rådgivning i 2015*.

Oljepris og råvarer

Det kraftige oljeprisfallet fra juni 2014 var kanskje den viktigste hendelsen i de globale finansmarkeder i fjor. Konsekvensene for Norge er større enn for de aller fleste. Det dramatiske oljeprisfallet ga gjennom høsten store ringvirkninger for oljerelevante selskaper og land som eksporterer olje.

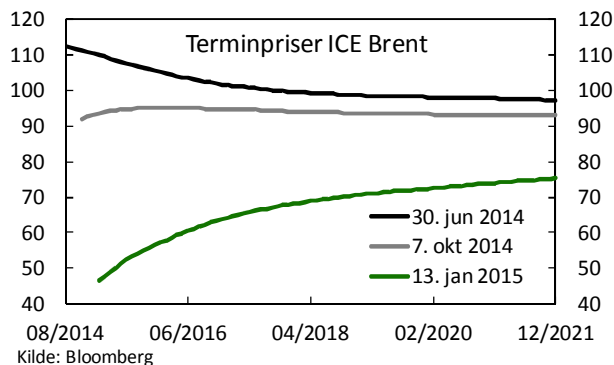
Olje som råvare har vært spesiell, fordi OPEC som kartell har hindret en markedsbasert prisfastsettelse. OPEC ble stiftet i 1960, men selv etter dette har oljeprisen vært meget volatil. **Figur 1** viser utviklingen i prisen for ICE Brent i perioden 1997-2014. I alle tidligere resesjoner og finanskriser har oljeprisen falt kraftig for så å komme relativt raskt tilbake. I historisk sammenheng har oljeprisen i perioden 2011 til juni 2014 vært overraskende stabil.

FIGUR 1
Historisk volatil oljepris



Kilde: Bloomberg

FIGUR 2
Høyere og mer stabil terminpris

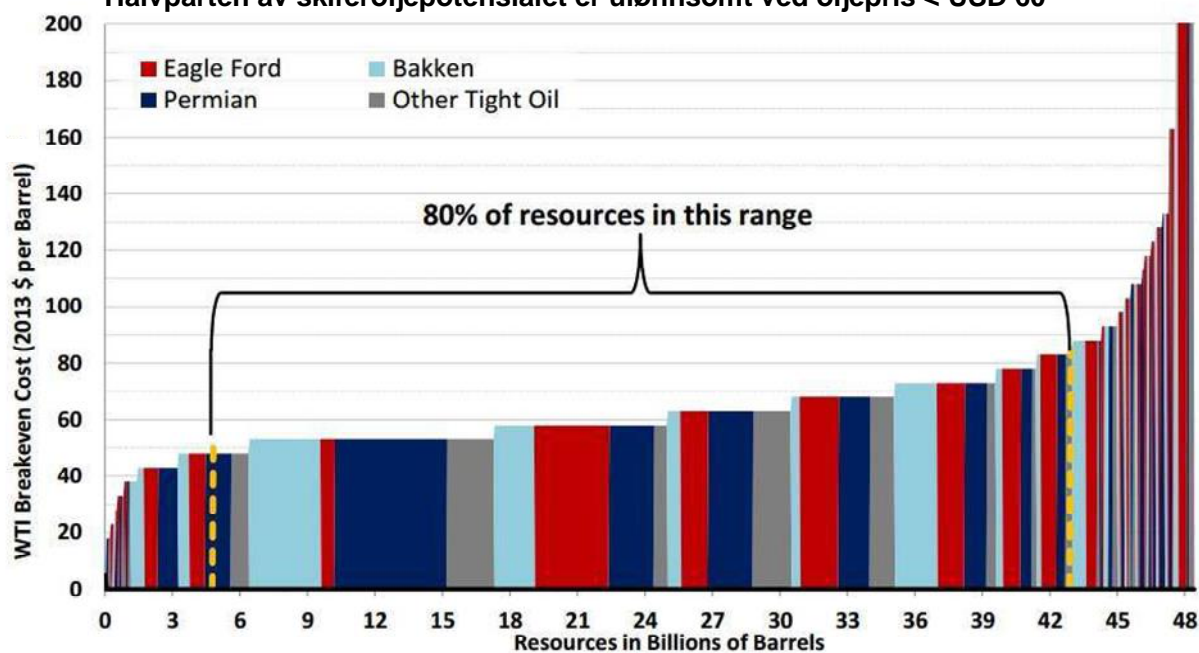


Kilde: Bloomberg

Olje har et omfattende finansielt terminmarked mange ganger større enn den løpende oljeproduksjonen. Produsenter kan sikre salgpris og storforbrukere kan sikre innkjøpspris langt fram i tid. Terminkontrakter lengre fram i tid er generelt mindre volatile enn den nærmeste kontrakten som generelt oppgis som oljeprisen. **Figur 2** viser utviklingen langs hele kurven.

Årsaken til det kraftige fallet i oljeprisen har vært tredelt. Tilbudet av olje i markedet har økt betydelig, i hovedsak som følge av amerikansk skiferolje. Etterspørselsveksten har avtatt som følge av en svakere verdensøkonomi og mindre energiintensiv vekst i Kina. For det tredje har OPEC med Saudi-Arabia i spissen skiftet politikk ved å fokusere mer på markedsandeler og mindre på pris. Denne endringen i politikk, og den tydelige kommunikasjonen av politikkendringen har i vesentlig grad bidratt til kraften i fallet. En del av budskapet til Saudi-Arabia har vært at oljemarkedet selv må finne et naturlig klareringspunkt mellom tilbud og etterspørsel.

FIGUR 3
Halvparten av skiferoljepotensialet er ulønnsomt ved oljepris < USD 60



Kilde: Rystad Energy, appearing in Hunt, Harold (October 2014), *How Oil Drives the Houston Economy . And the Economy Drives Real Estate*,+ Real Estate Center at Texas A&M, College Station, Texas, pp. 88-89

Som konsekvens vil da de dyreste produsentene bli presset ut av markedet. Det er i den sammenheng interessant å se på hvilken grensekostnad skiferoljeprodusentene i USA vil ha for kjent og sannsynlig produksjonspotensial for sine oljeressurser. **Figur 3** er en analyse av Rystad Energy og viser at nesten 50 % av produksjonspotensialet ikke tåler en pris under USD 60 per fat. Analysen viser at 80 % av mulig produksjon har kostnader i intervallet USD 50-80. Vi har derfor antatt at mye av skiferoljeproduksjonen har møtt en smertegrense ved den siste tids lave priser. Flere eksisterende produksjonsfelt tas nå ut av drift, og forutsetninger for mange potensielle felt forsvinner. Redusert produksjon blir da en motkraft mot redusert etterspørsel, og vi anser at oljeprisen kan finne en viss likevekt rundt USD 60-80.

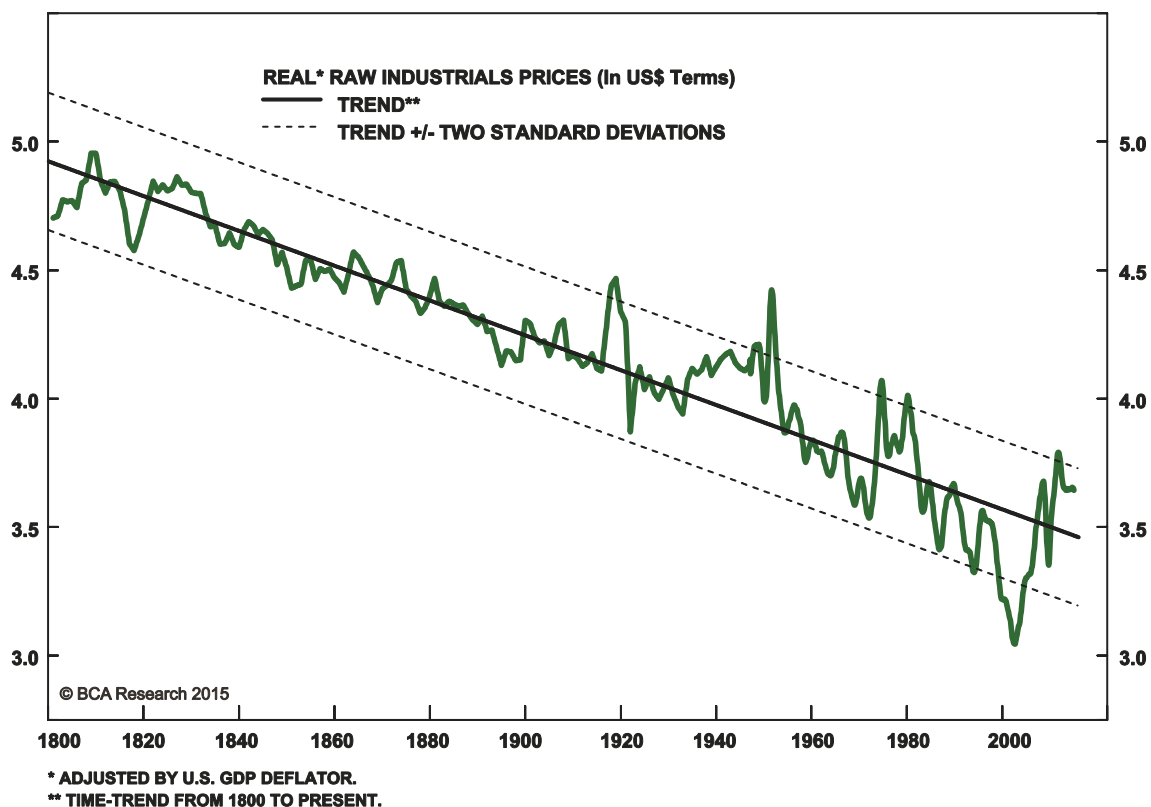
Dersom OPEC opphører å virke som et kartell som styrer prisfastsettelse og produksjon for oljen, vil olje komme i kategori med øvrige råvarer.

Figur 4 viser den langsiktige realprisutviklingen på råvarer. Vi ser at perioden siden 2000 har representert en syklisk oppgangsperiode i en langsiktig nedgangstrend. Den langsiktige nedgangstrenden skyldes produktivitetsvekst i utvinning, mens de sykliske oppgangene skyldes mer kortsiktige ubalanser i tilbud og etterspørsel.

Nest siste sykliske oppgang i råvareprisene kom gjennom 1970-årene. **Figur 5** viser realprisutviklingen på metaller og olje siden 1970. Vi kan tolke fra figuren at dagens realpriser fortsatt ikke er lave, målt i forhold til tidsperioden 1970-2014.

FIGUR 4

Siste 14 år har vært en oppgang i en 200-års nedgang i råvarepriser



Global gjeld, sentralbanker, manglende kredittetterspørsel og nullrenter

Overskriften dekker det kanskje viktigste, men samtidig vanskeligste punktet å analysere for å forstå dagens globale finansmarkeder. Analysen krever et visst historisk tilbakeblikk.

I mesteparten av historien har verdien av penger og dermed også kreditt vært knyttet opp til et fast bytteforhold mot et realaktivum, ofte gull eller sølv. Dette sikret og medførte at veksten i penger og kreditt i høy grad fulgte veksten i produksjon og BNP. Dette systemet ble endelig forlatt da USA forlot gullstandarden i 1971 og Bretton Woods samarbeidet innen valuta, som hadde vart siden andre verdenskrigs slutt, ble forlatt.

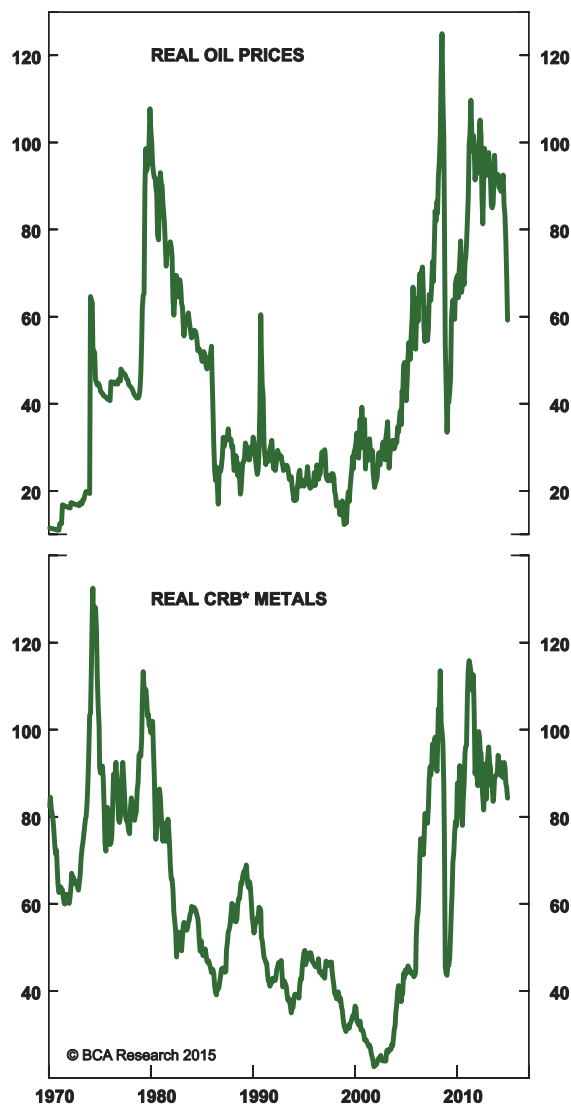
Gjennom 80- og 90-årene ble det en klar trend at det krevdes og ble skapt mer og mer kreditt bak hver enhet BNP-vekst. Det ble i denne perioden en akseptert skole blant ledende økonomer, sentralbanker og myndigheter at økonomiske nedgangstider og finansielle problemer kunne løses ved å sette ned rentene og derved legge til rette for mer kreditt. Som det fremgår av **Figur 6**, har verden fra årtusenskiiftet og frem til nå opplevd en nesten eksplosiv kredittøkning relativt til BNP-vekst.

Den store globale finanskrisen i 2008 endret dynamikken i denne kredittveksten dramatisk. Først brukte sentralbankene den gamle medisinen med å senke rentene. Til forskjell fra tidligere responderte ikke privat sektor i vestlige land med å ta opp mer kreditt. Sentralbankene startet da med kvantitative lettelser (QE = Quantitative Easing) for å øke pengemengden og dermed øke BNP. Innen økonomisk teori gjelder likningen:

$$BNP = M \times V$$

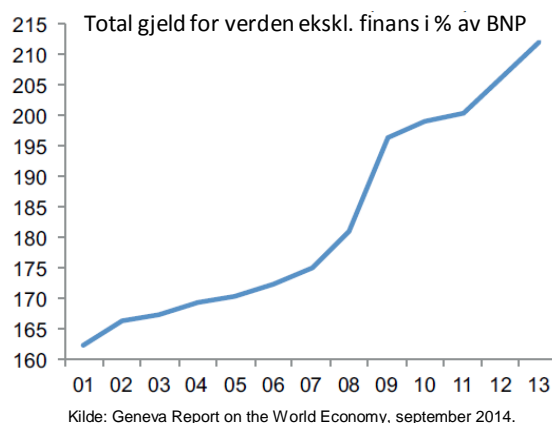
BNP er nominelt BNP, *M* er samlet Penge- mengde og *V* er Pengemengdens omløps- hastighet. Nominelt BNP kan igjen deles i Real BNP (*Y*) ganger Prisnivået (*P*).

FIGUR 5
Råvareprisene kan falle videre



* SOURCE: COMMODITY RESEARCH BUREAU, INC.
NOTE: ALL SERIES DEFLATED BY CONSUMER PRICE INDEX,
REBASED TO JAN. 1980 = 100.

FIGUR 6
Sterk gjeldsvekst, endret struktur



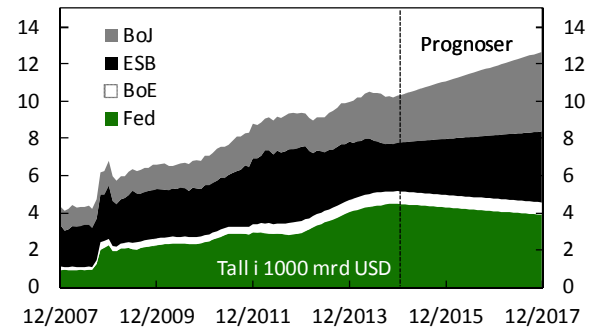
Figur 7 viser utviklingen i verdens store sentralbankbalanser etter finanskrisen. Sentralbankene ventet at den sterkt økende Pengemengden (M) skulle stimulere nominelt BNP. Dette har skjedd kun i begrenset grad. Men den tredje variabelen Pengemengdens omløpshastighet (V) har falt kraftig, som **Figur 8** viser. Privat sektor i den vestlige verden har ikke ønsket å ta opp mer gjeld.

Den svake økonomiske veksten i Europa i de siste år skyldes i høy grad at kredittvolumene i privatsektor har falt som følge av meget svak kredittetterspørsel. **Figur 9** viser at dette bildet kan være i ferd med å snu. En netto positiv kredittvekst vil bidra til økt vekst i Europa fremover. Kredittveksten er en nøkkelindikator, som kan bidra til å heve de i dag svært lave forventningene til utviklingen i Europa.

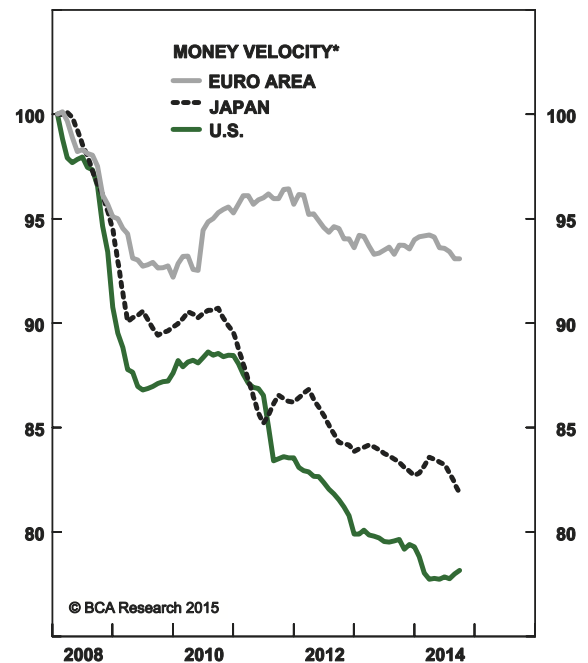
Etter 2008 har sammensetningen av den globale gjeldsoppbyggingen endret seg. Samlet statsgjeld har økt betydelig. Privat gjeld i fremvoksende markeder, spesielt Kina, har økt kraftig, men gjeldsøkningen i fremvoksende markeder blir svakere. Ledende økonomer er for tiden i het debatt om statene bør forgjelde seg ytterligere eller om mange av statene også har nådd sin gjeldskapasitet. Det er videre stor spenning knyttet til hvor stor pengemengde sentralbankene er villige til å skape og om vi har forstått alle konsekvensene av dette. Japan er her det største eksperimentet av alle.

En økning i nominelt BNP ville normalt medført et stigende rentenivå, enten drevet av realvekst eller inflasjon. Det som har skjedd, som fremgår av **Figur 10**, er at den økte Pengemengden sammen med lavere omløpshastighet og lav kredittetterspørsel har ført til et fallende rentenivå. Den økte Pengemengden har heller ikke i vesentlig grad klart å påvirke Prisenivået hvor deflasjon

FIGUR 7

Global sentralbanklikviditet vokser

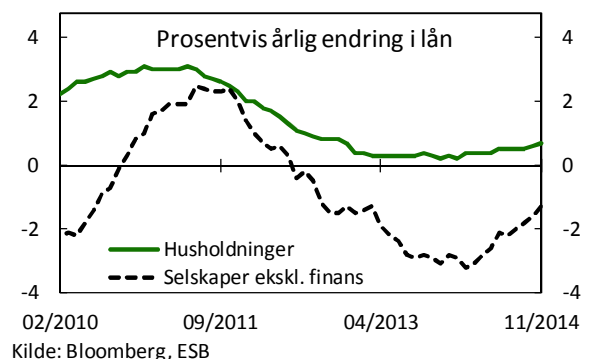
FIGUR 8

Høyere pengemengde til liten nytte

* GDP DIVIDED BY BROAD MONEY.

NOTE: ALL SERIES REBASED TO JAN. 2008 = 100. BROAD MONEY BASED ON M3 MONEY SUPPLY, EXCEPT FOR U.S. WHICH IS BASED ON M2 MONEY SUPPLY.

FIGUR 9

Kredittvekst i Europa

eller disinflasjon (avtagende inflasjon) ser ut til å være mer nærliggende enn inflasjon på kort til mellomlang horisont. Det er ingen som i dag har gode svar på disse spørsmålene, og flere nobelprisøkonomer fremmer motstridende syn og kommuniserer ulike virkemidler om hva som er riktige tiltak.

Deflasjon eller disinflasjon er i seg selv ikke nødvendigvis et onde. Deflasjon kombinert med høy gjeld, er derimot et stort onde. Sentralbankene gjør derfor sitt ytterste for å unngå denne situasjonen. Den gode løsningen ville være positiv, global vekst med moderat inflasjon. Realiteten er imidlertid at dagens situasjon ikke ser ut til å løses enkelt på den ønskede måte.

Det er derfor svært viktig å følge nøye med i den videre utvikling. Sjefsøkonom Martin Wolf i Financial Times og Lord Adair Turner, tidligere styreleder i det engelske Finanstilsynet og som er en person med stor påvirkningskraft, mener at sentralbankene fremover må finansiere statenes utgifter direkte for å skape tilstrekkelig global etterspørsel. I Japan finansierer allerede sentralbanken statens budsjettunderskudd ved å kjøpe majoriteten av de statsobligasjonene som utstedes. Mange klassiske økonomer ville snudd seg i graven om de fikk høre om dette, spesielt de tyske og østerrikske.

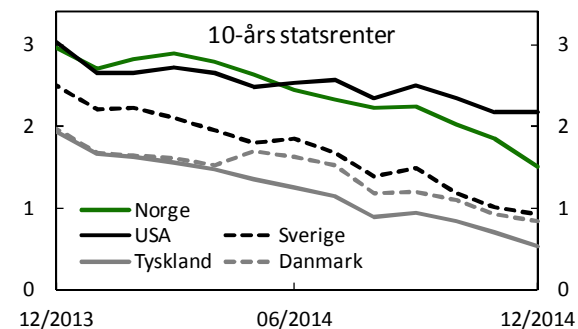
Et todelt makrobilde

Samlet sett har den globale veksten de siste årene vært lavere enn ønsket, men forventningene ligger nå på om lag 3 %. Finansmarkedene er svært følsomme for en mulig svekkelse av denne veksten. Fallende råvarepriser, inflasjonsforventninger og rentenivå skaper økt usikkerhet om ikke dagens vekst vil avmates.

Figur 11 viser at forventninger til videre global vekst har vært relativt stabil siste år.

FIGUR 10

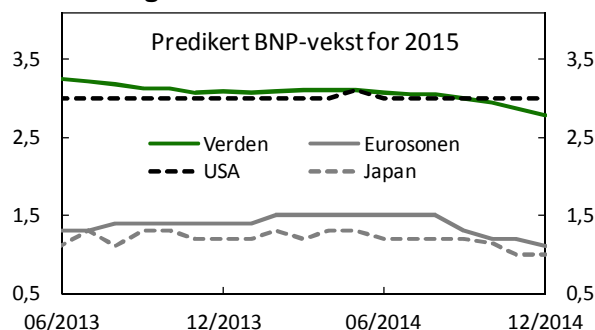
Sterkt fallende statsrenter



Kilde: Bloomberg

FIGUR 11

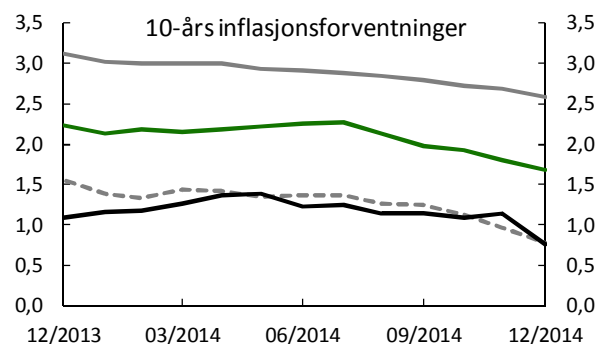
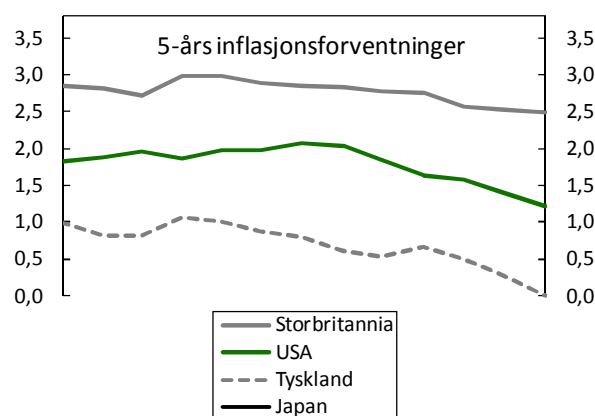
Stabil global vekst



Kilde: Bloomberg

FIGUR 12

Inflasjonen faller tross stimulanter



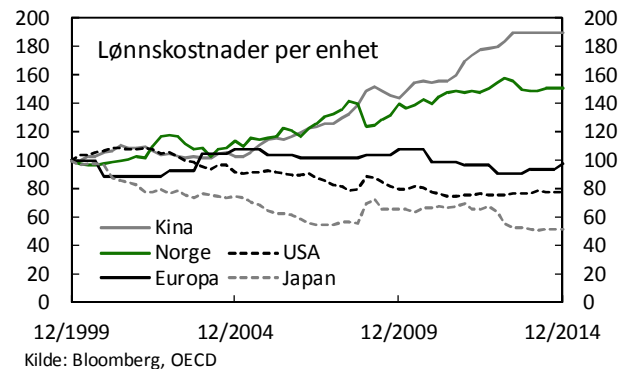
Kilde: Bloomberg

En økt bekymring i de siste månedene har som **Figur 12** viser vært fallende inflasjonsforventninger. Det vil i 2015 komme til å bli mye fokus på deflasjonsrisiko. Deflasjon er et stort problem dersom den skyldes manglende etterspørsel i økonomien, fallende aktivapriser og mindre evne til å betjene dagens gjeld. Denne situasjonen, som kalles gjeldsdeflasjon, kan bli en selvforsterkende negativ spiral. Deflasjon eller prisnedgang som skyldes produktivetsforbedringer eller fall i råvarepriser, kan for mange være en positiv deflasjon. Fallende oljepriser er for eksempel positivt for eurosone, selv om det vil være med på å bidra til lavere prisvekst.

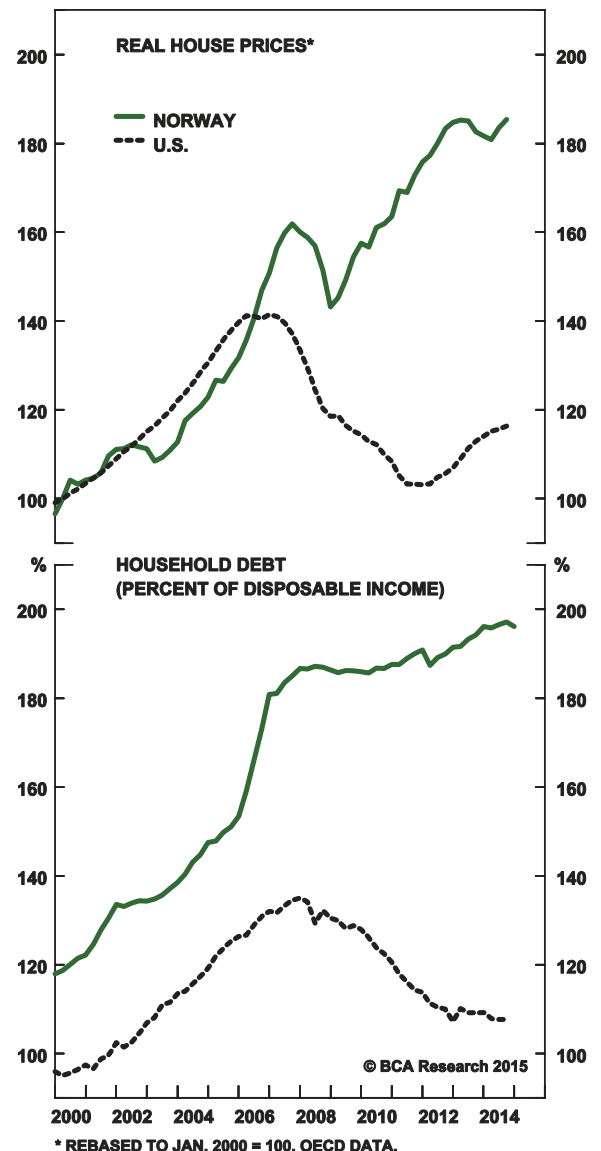
Slik dagens makrotall fremstår, viser USA vekststyrke, mens resten av verden viser i det store og hele avtagende vekst. Det store spørsmålet blir da om USA kan trekke resten av verden med seg opp eller om resten av verden trekker også USA ned. Europa, Kina, Japan og Brasil sliter med ulike utfordringer, men alle har det til felles at deres bidrag til global vekst heller ser ut til å svekkes enn styrkes i tiden fremover. Mange fremvoksende markeder taper vekstkraft som følge av fallende råvarepriser og stigende kurs på USD. **Figur 13** viser hvor store endringer det har vært i konkurransevne mellom sentrale land i perioden siden år 2000.

Norge er kommet i en svært sårbar situasjon som følge av oljeprisfallet. Norge har de siste 15 år hatt glede av stigende oljepris, høyt investeringsnivå i energisektoren, stigende reallønner og stigende boligpriser. Forbruket har vært høyt og boliggjelden har steget i takt med boligprisene. **Figur 14** viser utviklingen i Norge sammenlignet med USA for utvikling i boligverdier og husholdningenes gjeldsnivå.

FIGUR 13
Store endringer i konkurransevne



FIGUR 14
Kan det fortsette?



Hvor krevende situasjonen blir for Norge fremover vil avhenge av hvor lenge oljeprisen forblir lav. En vesentlig del av Norges tilpassing til en vanskeligere situasjon vil komme gjennom en svakere valutakurs, men også arbeidsmarkedet vil bli påvirket i betydelig grad. Vi har allerede erfart hvor kraftige disse svingningene kan være i 2014. **Figur 15** viser kursutvikling på NOK i forhold til USD i et langsiktig perspektiv, samt handelsvektet kursutvikling for USD. Vi ser at det fortsatt er rom for store ytterligere svekkelser for NOK, dersom situasjonen skulle forbli vanskelig.

Utsikter for rentemarkedene

Det store fallet i rentenivået var en av de store overraskelsene i 2014. Norske 10-års renter nådde toppen i 1982 med 14,2 %. Mange trodde at 10-års renter bunnet ut i juli 2012 med 1,9 %. I fjor på samme tid var den 3,0 %, men i dag er den 1,4 %.

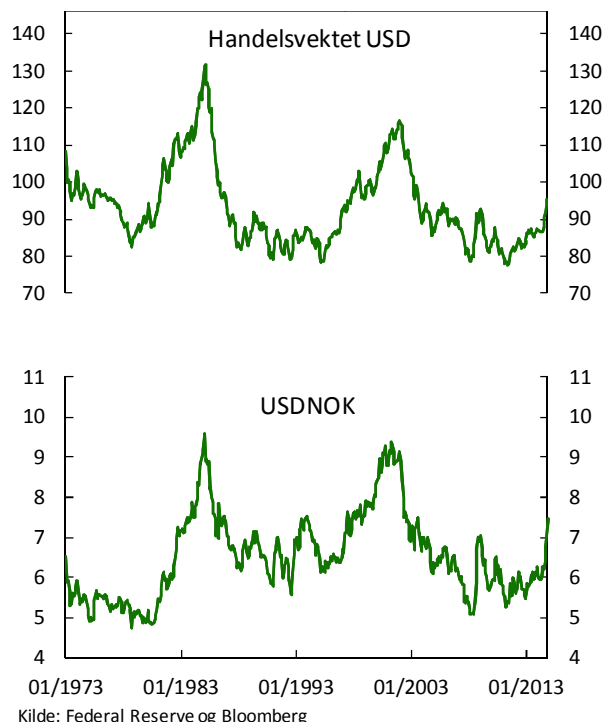
En grov tilnærming til 10-års renter er at de skal tilsvare forventet BNP-vekst tillagt forventet inflasjon. **Figur 16** viser fallende 10-års renter for mange av verdens største land. Vi ser at forventningene til både realvekst og inflasjon er meget små. Et annet spesielt forhold er hvor stort fallet har vært gjennom 2014. Fallet har også fortsatt i 2015. Tallene skaper ikke grunnlag for optimisme.

Det er virkelig et tankekors at vi er kommet i dagens situasjon med nesten ikke-eksisterende vekst- og inflasjonsforventninger etter en periode hvor sentralbankene har vært mer ekspansive enn noen gang i historien for å stimulere til vekst og inflasjon.

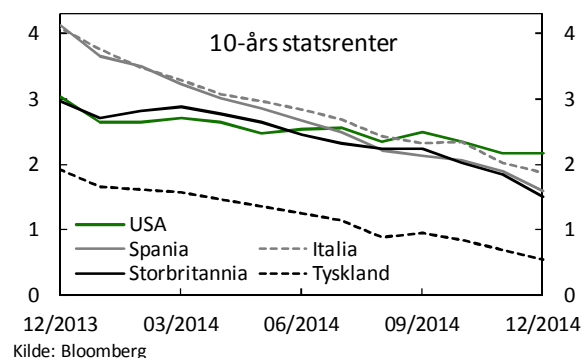
På den positive siden er frykten for mislighold av statsgjeld, selv i Spania og Italia, nå nærmest borte på tross av en sterkt økende statsgjeld i forhold til BNP i disse landene. De lave statsrentene bidrar til at det er lettere å leve med et høyt gjeldsnivå.

Kredittmarginene på obligasjoner med høy kredittverdighet har fortsatt å falle betydelig i 2014. De er nærmest halvert i løpet av året og nærmer seg nå nivået før den store globale finanskrisen. **Figur 17** viser at kredittmarginene på obligasjoner med høy kredittverdighet har

FIGUR 15
Valuta svinger



FIGUR 16
Lave forventninger til vekst og inflasjon



volatilitet, men likevel svært begrenset i forhold til høyrenteobligasjoner og aksjer. Dagens risikopremier tilsier at forventninger til kredittap er meget små.

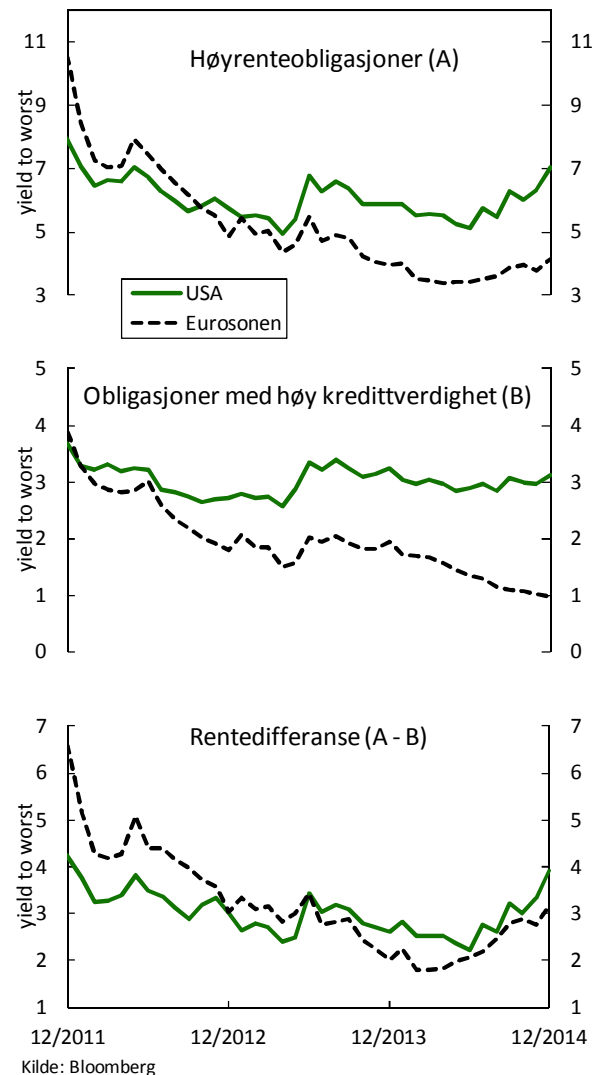
Høyrenteobligasjoner har vært en populær aktivaklasse, som har gitt god avkastning både i Norge og utlandet de siste år. På forsommeren 2014 hadde kredittmarginene kommet ned på historisk lave nivåer. De lave nivåene tok ikke høyde for normaliserte kredittap på denne type risiko. En stor del av høyrentemarkedet i Norge og USA er rettet mot oljevirkosomhet. Fallende oljepriser og reduserte, globale vekstforventninger gjennom høsten medførte en oppgang i kredittmarginene på høyrenteobligasjoner. Figur 17 viser utviklingen i år og historikken siden 2012. Figuren illustrerer at høyrenteobligasjoner har høy risiko.

Mange internasjonale renteforvaltere ser aktive valutaposisjoner som en naturlig del av renteforvaltningen. Makroøkonomi, inflasjon, valuta og renteutvikling er tett knyttet sammen. Mange ubalanser vil korrigeres gjennom valutakursene. Endringer er ofte spesifikke og knyttet til situasjoner i et enkelt land. Den rådende internasjonale oppfatning er at USD skal fortsette å styrke seg, slik den gjorde i 2014. **Figur 18** viser at selv om USD styrket seg mot de fleste valutaer i 2014 var det likevel stort spenn i kursutvikling mot USD. Dette viser at det er mange muligheter til aktiv forvaltning for en dyktig, global renteforvalter.

Norske pengemarkeds plasseringer gir i dag i underkant av 2 % løpende avkastning, obligasjoner med høy kredittverdighet og to års rentebinding gir også under 2 % og høyrenteobligasjoner med BB kredittverdighet gir om lag 7 %. Innen høyrenteobligasjoner opplever vi at det er blitt mer verdi i markedet etter siste tids økning i kredittmarginene.

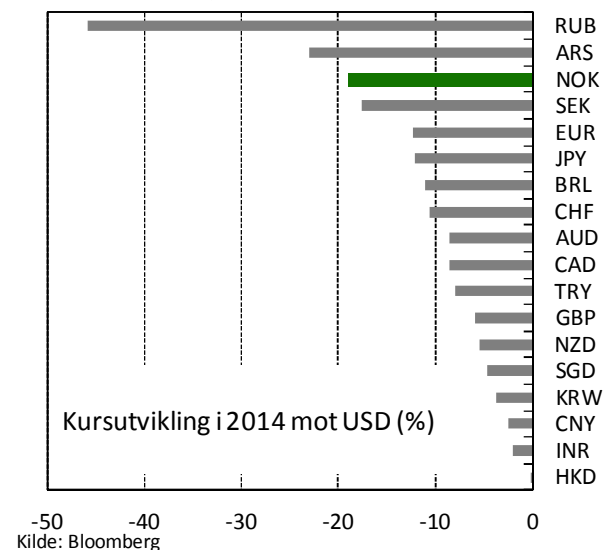
FIGUR 17

Riktig betaling for risiko?



FIGUR 18

Store variasjoner i valutamarkedet



Det er likevel viktig å være selektiv da det er på det rene at dersom dagens lave oljepriser vedvarer over lengre tid, vil det medføre betydelige kredittap.

Den videre utviklingen i rentemarkedene vil være en konsekvens av endringer i vekst- og inflasjonsforventninger. Dagens marked reflekterer meget lave forventninger til vekst, inflasjon og kredittap. Dagens situasjon tilsier at rentene blir lave lenge, men den signaliserer også at den økonomiske utviklingen bør tilsa noe høyere kredittap fremover enn hva vi har opplevd de siste årene.

Sikre renteplasseringer gir i dag ingen realavkastning, men har likevel en viktig porteføljeegenskap i å dempe volatilitet, sikre porteføljen mot absolutte tap og gi muligheter for taktisk allokering mellom aktivaklasser.

Utsikter for aksjemarkedene

I et langsiktig perspektiv har aksjemarkedene nå steget siden mars 2009. I

2011 opplevde markedene en korreksjon som følge av eurokrisen, men korreksjonen var ikke stor nok til å rukke ved den langsiktige oppgangstrenden som startet i mars 2009. Oppgangen i perioden har vært betydelig som **Figur 19** illustrerer.

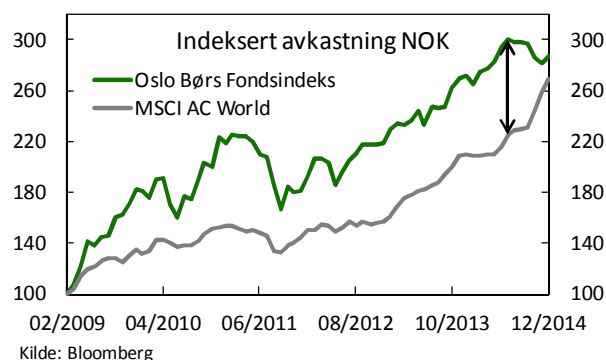
Aksjemarkedet er alltid verdsatt til en faktor (P/E) ganger inntjeningen. En aksjeoppgang vil da i hovedsak tilskrives to forhold: Inntjening (E) øker over tid, eller investorene er villige til å betale mer for samme inntjening, som gir en høyere P/E. Det store fallet vi har opplevd i rentenivået de siste år har medført at investorene har vært villig til å betale mer for aksjer. Dette har spesielt selskaper med stabil inntjening eller høyt utbytte nytt godt av. I tillegg har risikovilligheten økt etter hvert som årene har gått siden den store globale finanskrisen. Enkelte aksjemarkeder, spesielt USA, har i tillegg opplevd en betydelig inntjeningsvekst.

I denne perioden, hvor det generelt har vært gode aksjemarkeder, har det likevel vært stor forskjell i de ulike aksjemarkeders avkastning. Hvis vi ser på **Figur 20**, ser vi den ulike avkastningen i aksjemarkedene i USA, verden og Europa siste 5 år til og med 2014.

Det amerikanske aksjemarkedet har i denne perioden hatt et stigende moment støttet av en relativt sterk økonomi, meget god likviditet og økt inntjening per aksje. Samtidig har USA vært det dyreste markedet på verdsettelse. En beskrivende illustrasjon av dette, som fremgår av

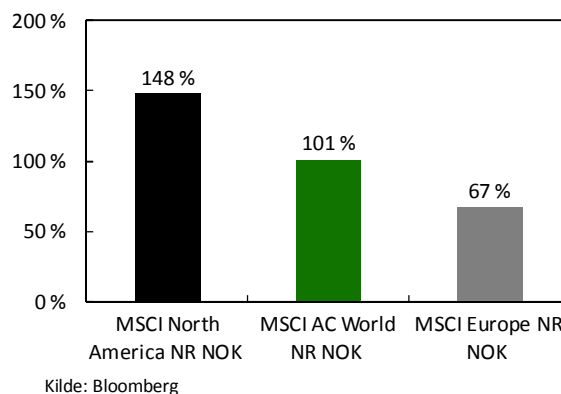
FIGUR 19

Råvaresyklusen treffer norske aksjer



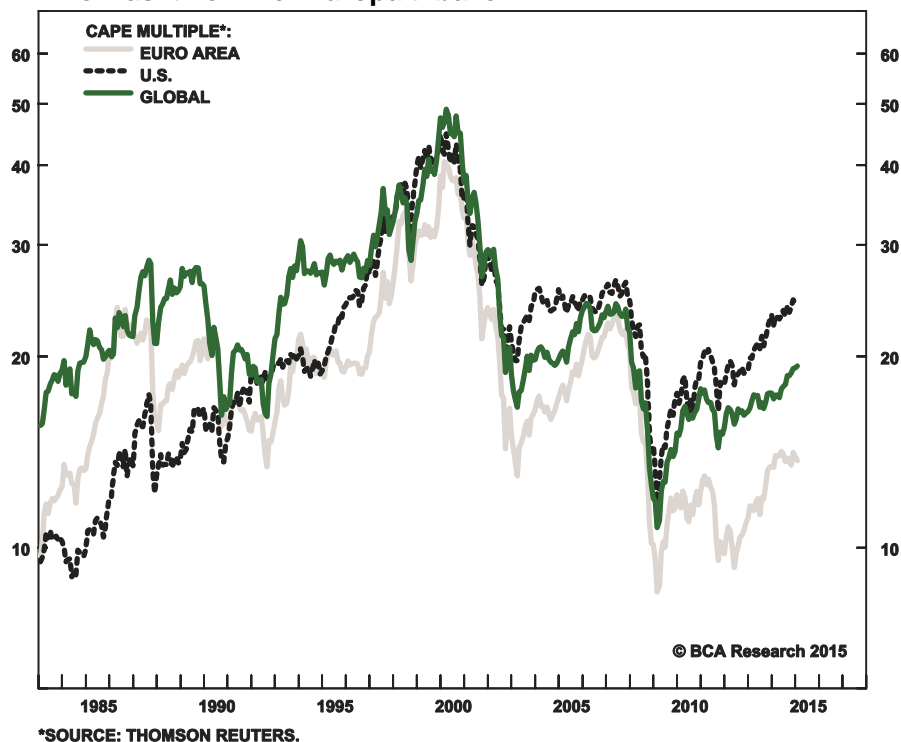
FIGUR 20

Store avkastningsvariasjoner siste 5 år



FIGUR 21

Hvor raskt kommer Europa tilbake?



Figur 21, er å sammenligne Shillers P/E på det amerikanske og europeiske aksjemarkedet. Vi ser at det amerikanske markedet bare er blitt dyrere og dyrere relativt til Europa.

Dersom vi måler verdsettelse basert på Shillers P/E er USA nå vesentlig overpriset i forhold til historiske normalnivåer, mens de fleste øvrige aksjemarkeder er priset lavere enn sine historiske normalnivåer.

Lavere verdsettelse medfører høyere langsiktig forventet avkastning, men på ett års sikt kan likevel sterkere moment gjøre det bedre enn lavere verdsettelse. Det er flere forhold som nå begynner å arbeide mot USA: Den høye verdsettelsen gir i seg selv lavere forventet avkastning, og profittmarginene som er historisk høye, kan begynne å falle. Økt reallønn og en sterkere USD-kurs vil redusere inntjeningen i USD, spesielt for de globale amerikanske selskapene.

Vi opplever at europeiske aksjer har størst potensial for kursoppgang i dagens marked. En oppgang vil likevel kreve at inntjeningen (E) øker. Det vil kreve at den globale økonomiske veksten ikke svekker seg mer og at kursen på EUR holder seg på dagens nivåer mot USD. Europa vil nyte godt av lavere oljepriser og lavt lønnspress.

På sektornivå har det også vært store avvik i avkastning de siste år. **Figur 22** viser sektoravkastning siste fem år. Sektorene helse og stabilt konsum har vist en sterk verdistigning, mens sektorene energi og råvarer ikke har gitt avkastning. Avkastningsforskjellene reflekterer den fallende troen på økonomisk vekst og en større villighet til å betale mer for relativt sikrere kontantstrømmer som følge av de lave rentene.

Hva som er riktig verdsettelse av aksjer, bestemmes av rentenivå og risikopremie. I vår tilnærming, som Schiller også gjør, justerer vi i tillegg inntjeningen for gode og dårlige tider ved å beregne langsiktige gjennomsnittstall for inntjeningen (E). Vi normaliserer også rentenivå og risikopremie. Det gir en normal verdsettelse tilsvarende en P/E på om lag 17 for store, veldiversifiserte aksjemarkeder. **Figur 23** viser at det likevel har vært store variasjoner over tid for Shillers P/E, hvor lengre perioder med høyere nivåer gjerne sammenfaller med lavere rentenivåer.

Norske aksjer fremstår i dag, i følge **Figur 24**, som rimelige i forhold til det tradisjonelle verdimålet pris i forhold til bokført egenkapital (P/B). På den annen side avhenger den videre utvikling helt av oljeprisen. Dersom oljeprisen stiger raskt, kommer børsen til å stige raskt. Forblir oljeprisen på dagens nivåer, fremstår børsen i dag som en mulig verdifelle da det vil komme store nedskrivninger på dagens bokførte verdier.

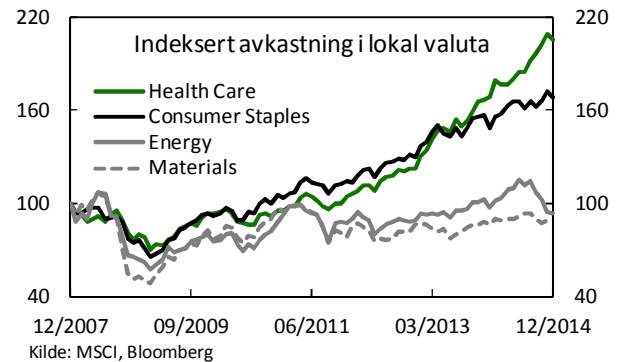
Alternative investeringer

Eiendom er en aktivaklasse som bør ha en strategisk allokering i en investeringsportefølje. Det er mulig å få en bred internasjonal eiendomseksponering ved å investere i fond som plasserer i børsnoterte eiendomsselskaper i Norge og utlandet. Dette representerer en likvid og ofte kostnadseffektiv forvaltning av en eiendomseksponering som også over tid har gitt god avkastning.

Vi vurderer også eiendomsinvesteringer der det er mulig å forholde seg helt konkret til forventet avkastning og risiko i en enkelt eiendom og hvor det kan tas stilling til beliggenhet, kvalitet på bygg og motpartsrisiko. Likviditetspremie og diversifiserings-effekt er en del av en samlet vurdering.

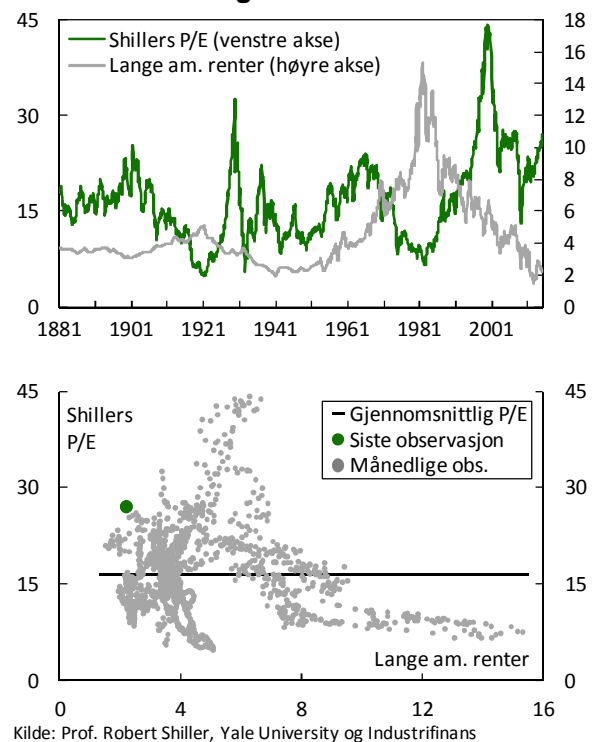
FIGUR 22

Stabile aksjer slår konjunkturfølsomme



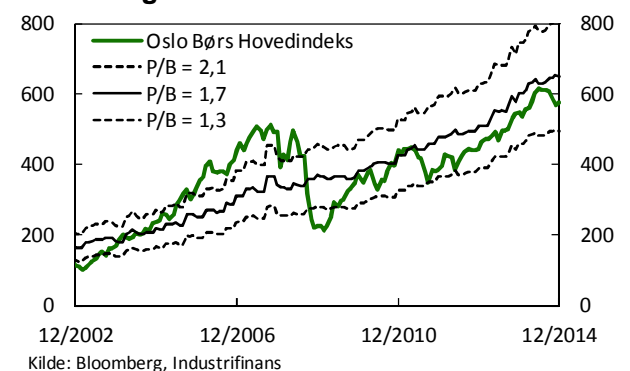
FIGUR 23

Shillers P/E og renter



FIGUR 24

Rimelig eller verdifelle?



Infrastrukturinvesteringer er et investeringsområde i vekst. Det er et stort, oppdemmet behov i mange land for investeringer i veier, broer, havner, sykehus, skoler og energiproduksjon for å nevne noen konkrete områder. Dette investeringsområdet er allerede tilgjengelig gjennom fond som investerer i børsnoterte infrastrukturselskaper. Infrastrukturprosjekter er ofte underlagt regulerte priser som besluttes av myndigheter. Prisendringer og andre endrede rammebetingelser blir derfor viktige risikofaktorer å vurdere.

Råvarer er godt representert på Oslo Børs gjennom olje, gass, aluminium, fisk og kunstgjødsel. De fleste av våre kunder har en betydelig plassering i norske aksjer og gjennom den en eksponering mot råvarer. Gull er en råvare som ikke er representert på Oslo Børs. Gull har mange interessante porteføljeegenskaper. Gull fungerer godt som en sikring mot inflasjon og en sikring mot et sammenbrudd i det globale, finansielle system. Gull har alltid vært penger og representert kjøpekraft, mens papirpenger har gjennom historien blitt verdiløse i mange land og sivilisasjoner. Mange internasjonale formuesforvaltere anbefaler 5 % av porteføljen i gull, som forsikring mot katastrofer. En andel av dette bør være i form av fysisk gull. Jord og skog er andre realaktiva som har vist seg å bevare realverdier over tid.

Porteføljeforvaltning og løpende risikostyring

Bak alle investeringer ligger en vurdering av forventet avkastning og risiko. Det krever innsikt for å kunne vurdere både avkastningsmuligheter og risiko. Selv med god innsikt er det sjelden mulig å være helt sikker på noe hva gjelder fremtidig utvikling. Få eksperter klarte å spå den store globale finanskrisen. Statistisk greier svært få makroøkonomer å spå resesjoner. Det er derfor viktig å tenke en helhetlig portefølje og vurdere hvilken sannsynlighet ulike utfall har og hvordan det vil påvirke porteføljen. Det vil sikre at porteføljen har tilstrekkelig diversifisering. En god diversifisering vil gi en sterkere beskyttelse for porteføljen mot verdifall ved større og spesielle hendelser. Diversifisering vil også sikre at porteføljen tar del i en uventet verdistigning. **Figur 25** viser korrelasjoner mellom ulike sentrale aktivaklasser siste 10 år, målt i norske kroner.

FIGUR 25

Diversifiserende aktivaklasser

	ST1X	ST4X	Globale obl. (1)	OSEFX	MSCI Verden (2)	MSCI Eiendom (3)	MSCI Infrastruktur (4)	Gull
ST1X	1							
ST4X	0,34	1						
Globale obl. (1)	0,20	0,57	1					
OSEFX	-0,33	-0,51	-0,57	1				
MSCI Verden (2)	-0,32	-0,23	0,04	0,63	1			
MSCI Eiendom (3)	-0,28	-0,13	0,04	0,53	0,85	1		
MSCI Infrastruktur (4)	-0,14	0,00	0,40	0,29	0,78	0,68	1	
Gull	0,21	0,40	0,34	-0,23	-0,12	-0,09	-0,03	1

(1) Barclays Multiverse TR Unhedged

(2) MSCI AC World NR

(3) MSCI AC Real Estate NR

(4) MSCI AC Infrastructure NR

Kilde: Bloomberg

Et veldig enkelt eksempel på diversifisering er hvor positivt det var å ha plasseringer i utenlandsk valuta i 2014.

Et annet eksempel er at konsensus i dag er svært pessimistisk til global vekst, og markedene tror ikke på inflasjon. Det medfører at sykliske aksjer er billig priset og rentene er svært lave. Dersom global vekst nå overrasker på oppsiden, vil sykliske aksjer stige kraftig i verdi og rentene vil begynne å stige.

Diversifisering er også viktig i forhold til oljeprisen. Oljeprisen har falt dramatisk og dratt med seg oljerelaterte aksjer og høyrenteobligasjoner i fallet. Lavere oljepriser over en lengre periode er nå priset inn i markedet. Dersom Saudi-Arabia plutselig skulle endre mening og igjen foreslå produksjonskutt innen OPEC, vil høyst sannsynlig olje og oljerelaterte aksjer få en kraftig og rask kursoppgang.

Ingen av de to siste eksemplene representerer vårt hovedsyn for neste år, men begge eksemplene har en viss sannsynlighet for å kunne inntreffe og bør derfor vurderes i en porteføljesammenheng.

Forvaltning og rådgivning i 2015

Vi går inn i året med en portefølje som er nøytralvektet i aksjer. Innen aksjer har vi overvekten i internasjonale aksjer, mens norske aksjer er undervektet. Innen obligasjoner har vi fortsatt noe høyrenteeksponering, men begrenset eksponering mot oljerelaterte papirer.

Innen internasjonale aksjer er generelt porteføljen investert hos forvaltere som har en profil hvor det investeres i kvalitetsaksjer som er fornuftig verdsatt. Kvalitetsaksjer vil sjelden være billige, men det er viktig heller ikke å betale for mye for kvalitet. De forvaltervalg vi har gjort har medført en undervekt i USA og Japan, samt en overvekt Europa. Vi vurderer å investere mer i Asia da vi tror at råvarepriser fortsatt vil være under press de nærmeste år. Dette er positivt for mange asiatiske markeder som importerer råvarer. Mange av aksjemarkedene i Asia fremstår også som rimelig priset.

Innen norske aksjer vil vi utgangspunktet ligge undervektet, men vurderer dette løpende. Endringer i oljeprisutviklingen, som for eksempel om OPEC skulle endre standpunkt, vil kunne være en faktor som kan motivere høyere vekt. Verdsettelsen av det norske aksjemarkedet taler isolert for en høyere vekt i norske aksjer.

Vi vurderer å plassere noe av renteporteføljen i internasjonale obligasjonsfond med frie mandater hvor samlet kredittverdighet likevel er høy. Dette vil gi diversifisering og tilgang til flere dyktige forvaltere. Diversifiseringseffektene øker dersom valutaeksponeringene ikke sikres.

Sikre renteplasseringer er lite attraktive fra et realavkastningsperspektiv så lenge det finnes andre investeringsmuligheter som er attraktivt priset og verden ikke går mot en ny krise.

Vi kan likevel komme til å øke eksponeringen mot sikre renteplasseringer gjennom året om vi vurderer at risikopremien blir for lav for aksjer og kreditt til at det er forsvarlig å ta denne type

risiko. Vi kan også komme til å øke sikre renteplasseringer om det skjer endringer innen makro og likviditet som tilsier at sannsynligheten øker for at det går galt som beskrevet innledningsvis. I begge disse tilfeller vil da pengene stå i sikre plasseringer i påvente av bedre investeringsmuligheter.

Det lave rentenivået har den fordel at det er rimelig å finansiere gode prosjekter innen eiendom og infrastruktur. Langsiktige prosjekter med gode motparter og langsiktig finansiering kan derfor gi god og sikker egenkapitalavkastning.

Vi vil i våre månedsbrev løpende orientere om når vårt markedssyn endres i forhold til hva som her er beskrevet.

Med vennlig hilsen

Industrifinans Kapitalforvaltning AS

Arild Orgland

orgland@industrifinans.no

Steinar Eikeland

eikeland@industrifinans.no