

Markedssyn og aktivaallokering ved inngangen til 2016

Oslo, den 15. januar 2016

2015 ga globalt sett svak avkastning i risikoaktiva målt i lokal valuta. De fleste aksjer falt i kurs, men enkelte store selskaper hadde fortsatt svært god kursutvikling. Dette bidro til å holde indeksene oppe. Det sterke fallet i norske kroner medførte at en svak avkastning målt i lokal valuta globalt, ble en god avkastning målt i norske kroner. De siste års sterke oppgang i amerikanske aksjer flatet ut i 2015. USD-kursen fortsatte imidlertid å styrke seg mot de fleste valutaer. Risikopåslagene for kreditt økte. Dette ga svak avkastning for kredittobligasjoner. Prisfallet innen råvarer fortsatte med sterk styrke. Oljeprisen falt fra 57 til 37 USD.

Veksten i den globale økonomien er fortsatt relativt svak. USA og Europa bidrar med positive forventninger, mens Kinas positive bidrag har vært sterkt avtagende. Ved inngangen til 2016 er det et stort fokus på risikoen knyttet til global vekst og den effekt ulike utfall her kan få på myndigheters handlinger og verdipapirmarkedenes utvikling.

Notatet behandler følgende områder:

Konsumdrevet vekst i USA og Europa kan bli redningen for global vekst i 2016. Kinas omstilling fra en kapitalvareorientert til en mer tjenestebasert økonomi skaper store endringer i den globale økonomien. Råvarepriser faller som følge av den reduserte etterspørselen. Produsentene av råvarer svarer med å kutte sine investeringsbudsjetter. Dette treffer produsenter av industrielle maskiner og tjenester som mister omsetning og må redusere sine kostnader. Kinas omstilling og behov for mer ekspansiv pengepolitikk bidrar til en svekket valutakurs. Dette senker prisene på produkter produsert i Kina. Øvrige land i Asia svekker også sine valutaer for å kunne konkurrere med Kina. Billigere råvarer og rimeligere importvarer bidrar til at konsumentene i USA og Europa opplever økt kjøpekraft. Økt konsum vil trekke økonomien oppover, mens fallende industriproduksjon på begge sider av Atlanteren trekker økonomien nedover. Det er en premiss for en positiv utvikling i global vekst i 2016 at konsumentenes positive kraft er større enn det negative innslaget fra den fallende industrielle aktiviteten.

Gjeld, renter og sentralbanker. Verdens samlede gjeldsnivå har i flere tiår vokst vesentlig raskere enn verdens samlede produksjon av varer og tjenester. Gjeldsøkningen har bidratt positivt til økonomisk vekst. I den vestlige verden kulminerte denne ekstraordinære gjeldsveksten med finanskrisen. I Kina spesielt, men også i andre fremvoksende land, har derimot samlet gjeld vokst dramatisk etter finanskrisen. Det ser ut som kredittveksten vil kunne flate ut også i disse landene nå. Den reduserte samlede gjeldsvekst fremover vil sammen med andre strukturelle faktorer bidra til svakere global vekst. En svak global vekst vil medføre lav inflasjon og lave sentralbankrenter. Lave renter bidrar positivt til høy gjeldsbetjeningsevne. Det høye gjeldsnivået skaper derimot en sårbar situasjon for økte kredittmarginer og fallende økonomisk aktivitet. Vi ser allerede en utvikling hvor rentene stiger for mange låntakere på bakgrunn av økte kredittmarginer og svekket forretningsgrunnlag. Konsekvensen blir at mer og

mer gjeld må avskrives. Dette skjer samtidig som sentralbankrentene er nær null. Det kan derfor være grunn til å anta at sentralbankenes evne til å påvirke markedene vil bli redusert fremover.

Oljepris og råvarer har vært i en nedgangstrend siden 2011. Dette har sin primære årsak i overskuddstilbud som følge av Kinas reduserte etterspørselsvekst. Det har vært bygget ut mye ny kapasitet innen de fleste råvareområder i tro på en fortsatt sterk vekst i etterspørselen. Dette gjør dagens tilpassing smertefull. Et konkret norsk eksempel på det, er nye supplyskip og oljerigger som går rett i opplag. Ny teknologi innen skiferolje og et tilsynelatende opphør av OPEC som kartell har endret oljemarkedet fundamentalt. Det er derfor tvilsomt om oljeprisen kommer tilbake til gamle nivåer. Et nytt prisnivå for markedsbalanse i oljemarkedet ser mer ut til å ligge mellom USD 50-70 per fat, men det hefter usikkerhet ved dette. Den langsiktige nedgangstrenden for råvarer kan fortsatt vare i flere år. Disse forhold har allerede fått store negative virkninger for nordmenns internasjonale kjøpekraft i form av en svekket kroneverdi. Geopolitiske forhold kan likevel raskt endre utsikten for oljeprisen til det bedre for Norge.

Utsikter for rentemarkene viser at statsobligasjoner og obligasjoner med høy kredittverdighet ikke gir positiv realavkastning, men gir god sikkerhet mot tap av hovedstol. Disse obligasjonene har derfor viktige porteføljeegenskaper og gir mulighet for å utnytte en større volatilitet i markedene ved taktisk allokering mellom aktivklasser. Kredittmarginene i obligasjoner med både høy og lav kredittverdighet har gått betydelig ut i 2015. Dette kan gi gode avkastningsmuligheter om global vekst skulle styrke seg, men kan også være et forvarsel om vekstskuffelser og større kreditttap. Sentralbankrentene vil trolig forbli lave lenge som følge av høye gjeldsnivåer og lav global vekst. Vekstforventningene må stige vesentlig før lange renter begynner å stige markant. Innen internasjonal renteforvaltning er forholdet til valuta en viktig faktor i forvaltningen.

Utsiktene for aksjemarkedene er nøkterne som følge svak underliggende inntjeningsvekst i kombinasjon med en relativt høy verdsettelse av mange markeder i historisk målestokk. Det lave rentenivået bidrar likevel alt annet like til at en høyere verdsettelse enn historisk kan forsvares, spesielt når mye taler for at det lave rentenivået kan vedvare lenge. På den annen side er det lite trolig at markedene generelt kan stige mye fra dagens verdsettelsesnivåer uten at inntjeningsveksten kommer tilbake. Inntjeningsutviklingen var svak i 2015 både i USA, Europa og fremvoksende markeder. Med høy verdsettelse er markedene ekstra sårbare for fallende inntjening. Det er likevel alltid mulig å finne enkeltelskaper eller segmenter av markedet som er attraktivt priset i forhold til sine fundamentale forhold. Det kan derfor være grunn til å tro at aktiv og fundamentalt basert aksjeforvaltning kan få en renessanse i forhold til passiv forvaltning fremover.

Alternative investeringer bør vurderes i en investeringsportefølje for å skape diversifisering. Vi mener at eiendom er den mest aktuelle alternative aktivaklassen for de fleste norske investorer. Private Equity kan være interessant for investorer med en meget lang tidshorisont. Det lave rentenivået skaper mulighet for å finansiere gode prosjekter rimelig, noe begge disse aktivklassene nyter godt av. 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 ikke mindre nå enn før. 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.

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 2016*.

Konsumdrevet vekst driver global vekst

Samlet sett har den globale veksten de siste år vært lavere enn ønsket, men likevel ligget på akseptable nivåer. Finansmarkedene er svært følsomme for en mulig svekkelse av denne veksten. Fallende råvarepriser, økte kredittmarginer, lav inflasjon og lave sentralbankrenter skaper økt usikkerhet om global vekst.

Figur 1 viser at forventninger til global vekst for 2015 og 2016 er blitt løpende nedjustert det siste halvåret, men forventet vekst holder seg likevel i overkant av 3 %.

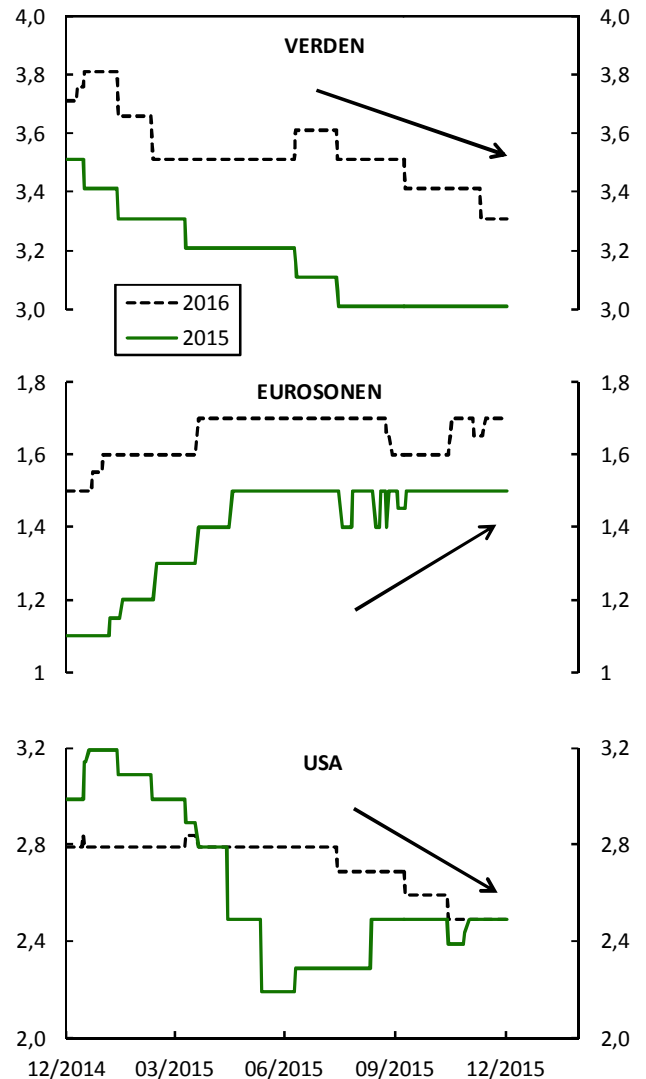
Det er positive forventninger til veksten i USA og Europa, men noe avtagende i USA og stigende i Europa. Det er særlig konsumentene i disse regionene som med fordel av fallende råvarepriser og billigere importvarer bidrar til de positive forventningene. Konsumentene får økt kjøpekraft, og dette skaper positive ringvirkninger.

Kinas omstilling påvirker den globale industrielle aktiviteten negativt. Det dramatiske fallet i råvareprisene bidrar til store kutt i investeringene til råvareprodusentene. Disse kuttene forplanter seg med negative ringvirkninger til leverandørindustrien av både kapitalvarer og tjenester. Energi- og råvareprodusenter står normalt for 1/3 av de årlige, globale investeringer i kapitalvarer.

USAs økonomiske utvikling er svært viktig både for verdensøkonomien og kapitalmarkedene. I de siste årene har USA også vært motoren i den positive utviklingen i global økonomi. Dette har medført en sterkere valuta som isolert sett har gjort USA mindre konkurransedyktig på

FIGUR 1

Moderat global vekst



Kilde: Bloomberg

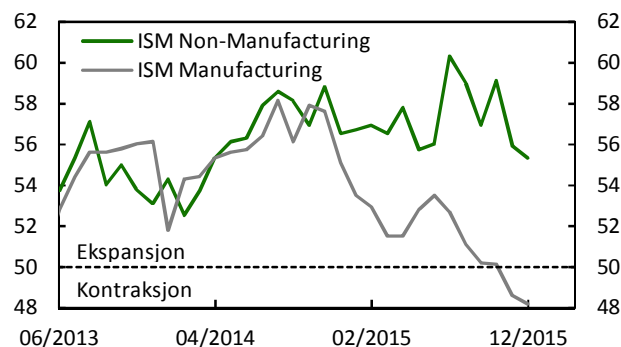
marginen. I tillegg til en høyere kurs for USD påvirkes USAs industrielle vekst negativt av oljeprisutviklingen da utviklingen av skiferolje og skifergass har vært viktige drivere i de siste årenes industrielle aktivitet. Amerikanske konsumenter nyter derimot godt av en sterkere USD og lavere energipriser. Denne todelingen gjenspeiles i **Figur 2**, som viser utviklingen i de to indeksene fra Institute for Supply Management (ISM) for henholdsvis industriell produksjon (manufacturing) og tjenester (non-manufacturing) i USA.

Indeksen for tjenester viser en økonomi i ekspansjon, mens indeksen for industriell aktivitet viser en økonomi i kontraksjon. Det blir sentralt for utviklingen i 2016 at utviklingen i tjenestesektoren er sterk nok til å oppveie for den svakere utviklingen i den industrielle aktiviteten.

I Europa fortsetter den positive utviklingen. Lave energipriser, svakere euro og sterkere kredittvekst bidrar til en økende økonomisk aktivitet. **Figur 3** viser utviklingen i kreditttetterpørselen i Europa.

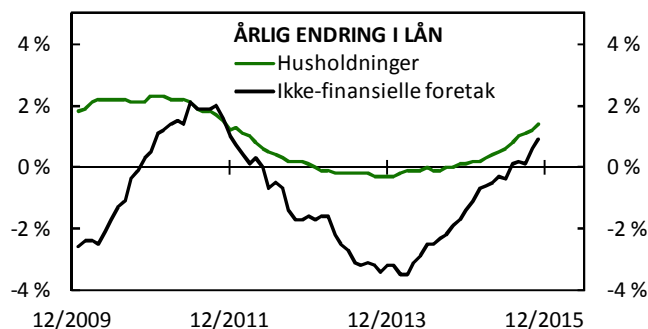
Europa generelt og EU spesielt har likevel høy underliggende risiko. I dag handles italienske 10-års statsobligasjoner til en rente på 1,5 %. Det er et nivå Italia kan leve med gitt sitt høye gjeldsnivå. Renten er på dette nivået kun fordi markedet vet at den europeiske sentralbanken (ESB) står bak Italia. Dersom Marie Le Penn skulle vinne valget i Frankrike og ikke stille seg bak dagens politikk, kan Italia raskt få et rentenivå landet ikke kan leve med. På samme vis ville et negativt utfall av en folkeavstemming om EU-medlemskap i Storbritannia skape stor usikkerhet. Sannsynligheten for negative utfall er kanskje ikke så stor, men det er en del av et utfallsrom.

FIGUR 2

Økonomiske utsikter i USA

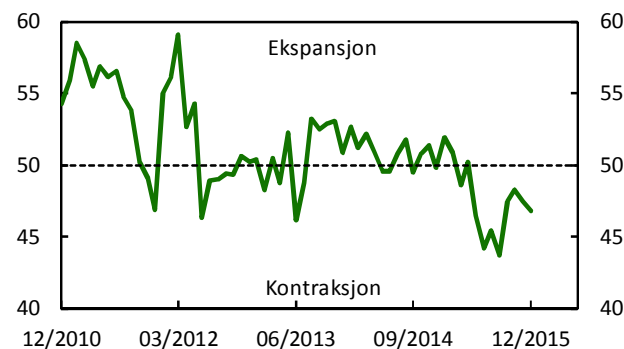
Kilde: Bloomberg

FIGUR 3

Europa utvikler seg positivt

Kilde: Bloomberg

FIGUR 4

Norsk PMI utvikler seg svakt

Kilde: Bloomberg

Det er vanskelig å se en snarlig bedring i den økonomiske utviklingen i fremvoksende land. Med unntak av India sliter alle enten med de lave råvareprisene, høy gjeld eller korrupsjon som hindrer økonomisk vekst. Også India har sine korrupsjonsutfordringer. Mange fremvoksende land har økt sin gjeldsbyrde vesentlig i årene etter finanskrisen. En stor del av denne gjelden er denominert i USD. I den samme perioden har kursen på USD steget og verdien av landenes eksportvarer falt.

Norge har kommet i en svært sårbar situasjon som følge av oljeprisfallet. Forbruket har vært høyt og bolig gjelden har steget i takt med boligprisene. **Figur 4** viser at forventningene til økonomisk vekst i Norge har falt markert gjennom det siste året.

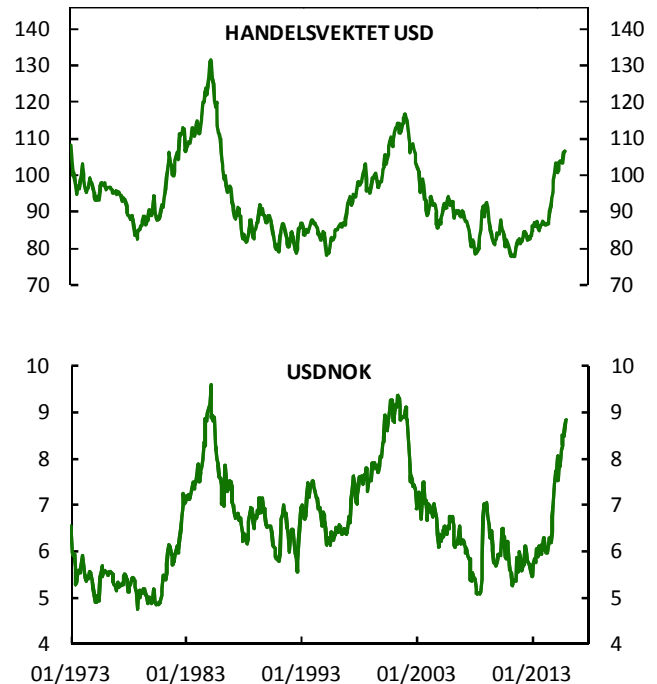
Hvor krevende situasjonen blir for Norge fremover vil avhenge av hvor lenge oljeprisen forblir lav. En vesentlig del av Norges tilpassing til en vanskeligere situasjon skjer gjennom en svakere valutakurs, men også arbeidsmarkedet og eiendomsmarkedet i mange regioner vil bli påvirket i betydelig grad. Den markante svekkelsen av den norske valutaen vil bidra vesentlig til en nødvendig omstilling. **Figur 5** viser kursutvikling på NOK i forhold til USD i et langsiktig perspektiv, samt handelsvektet kursutvikling for USD.

Gjeld, renter og sentralbanker

Samlet gjeld i verden har over flere tiår vokst raskere enn samlet globalt BNP. **Figur 6** viser at veksten i total gjeld justert for finansiell sektor i USA fikk en eksponentiell karakter etter at USA forlot gullstandarden i 1970-årene. Gjeldsveksten overgikk veksten i BNP med god margin.

FIGUR 5

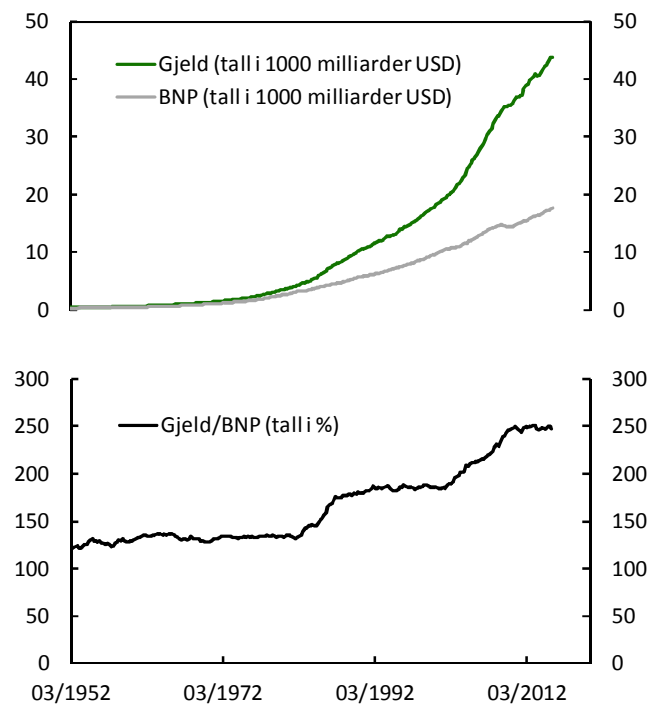
Store kurssvingninger i USD



Kilde: Federal Reserve og Bloomberg

FIGUR 6

Kraftig gjeldsvekst i USA



Kilde: Bank for International Settlements (BIS) og Industrifinans

Veksten i gjeld var en medvirkende faktor til sterk vekst i BNP. Nytt av ytterligere gjeld avtok likevel med tiden. Dette kan illustreres som i **Figur 7**.

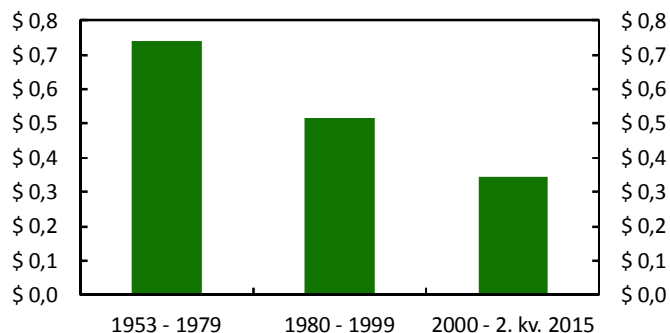
Gjeldsveksten var en avgjørende faktor for at finanskrisen oppstod. Under krisen måtte myndighetene overta en stor andel av denne gjelden i tillegg til å finansiere økende budsjettunderskudd. Globalt har gjeldsveksten fortsatt også i tiden etter krisen, som første del i **Figur 8** illustrerer. Gjelden som illustreres i figuren gjelder husholdninger, ikke-finansielle foretak og myndigheter.

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. Andre del i **Figur 8** viser at samlet gjeldsnivå i forhold til BNP flatet ut i utviklede land etter finanskrisen. Sentralbankene startet da med såkalte kvantitative lettelsener (QE = Quantitative Easing) for å stimulere økonomien. **Figur 9** viser veksten i balansene til verdens fire store sentralbanker før og etter finanskrisen.

De lave sentralbankrentene i den vestlige verden har sammen med de kvantitative lettelsene ikke bidratt til betydelig kredittvekst i den vestlige verden. Derimot har kredittveksten i fremvoksende land vært formidabel etter finanskrisen. Siste del i **Figur 8** viser gjeldsveksten i fremvoksende land. I den senere tid kan det virke som om veksten også her har begynt å flate ut. Det er derfor mye som tyder på at vekstimpulsene fra økt kreditt vil være begrenset fremover.

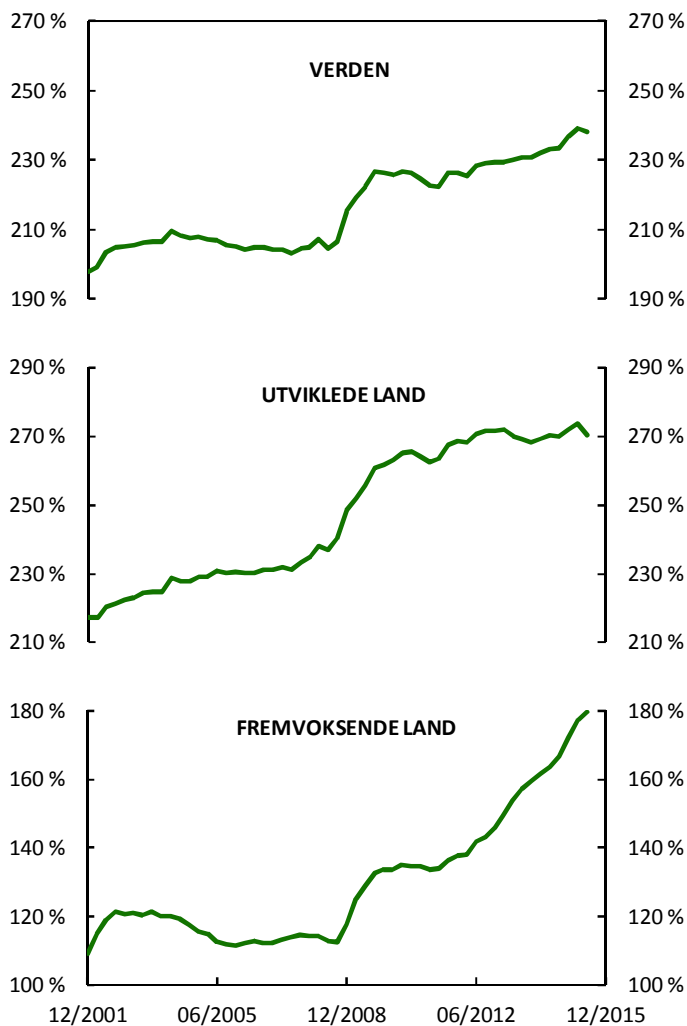
Et høyt gjeldsnivå som ikke lenger vokser vil være en brems på videre global vekst. Andre strukturelle forhold, som den demografiske utviklingen og en mindre kapitalintensitet i

FIGUR 7
Økning i BNP per USD i økt gjeld



Kilde: BIS og Industrifinans

FIGUR 8
Samlet gjeld i prosent av BNP



Kilde: BIS og Industrifinans

økonomien, vil også legge en demper på veksten fremover. Dette forholdet avveiles i lave inflasjonsforventninger både på 5- og 10-års sikt. **Figur 10** viser siste års utvikling i inflasjonsforventninger i sentrale land.

Det er mange krefter som trekker i retning av at sentralbankrentene fortsatt skal være lave. En utflatning av kredittveksten vil redusere investeringsetterspørselen. Det høye gjeldsnivået vil måtte betjenes fra løpende inntekter. I mange næringer er det allerede i dag betydelig overkapasitet. Andelen yrkesaktive vokser langsommere globalt. Den delen av økonomien som ekspanderer er mindre kapitalintensiv og krever færre ansatte. Selskaper som Uber, Airbnb og Snapchat har markedsverdier på mange 10-talls milliarder USD, men har stort sett ingen fysiske eiendeler. Samtidig er den globale spareraten fortsatt høy. Summen av alt dette blir at likevektsrenten trender nedover. **Figur 11** viser utviklingen i den amerikanske sentralbankens styringsrente justert for inflasjon.

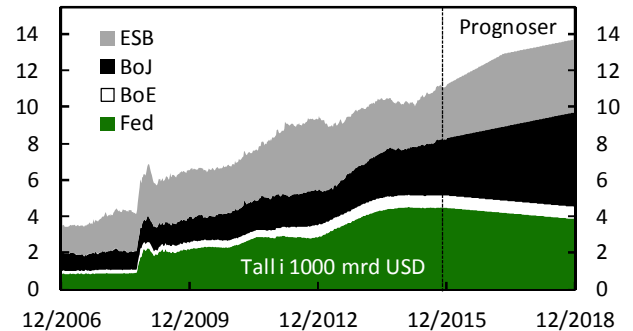
Oljepris og råvarer

Det kraftige fallet for olje og andre råvarer fra juni 2014 og frem til i dag har hatt store ringvirkninger for selskaper og land som har betydelig virksomhet knyttet til olje og andre råvarer.

Olje som råvare har vært spesiell, fordi OPEC som kartell tidligere har hindret en markedsbasert prisfastsettelse. I 2014 opphørte kartellsamarbeidet i sin tidligere form, og oljen fikk en fri prisdannelse, mer som andre råvarer. Det andre store fundamentale skiftet innen oljeindustrien har vært utvinningen av den amerikanske skiferoljen. Her har det vært gjort store teknologiske innovasjoner, og det kan i dag produseres store volumer lønnsomt til USD 50-70 per fat. Mange opplever dette nivået som det nye langsiktige likevektsnivået for oljeprisen. Kortsiktig overskuddstilbud eller negative geopolitiske hendelser kan likevel skape kortsiktige, store svingninger rundt denne prisen. **Figur 12** viser historisk pris og antatt fremtidig likevektsnivå.

FIGUR 9

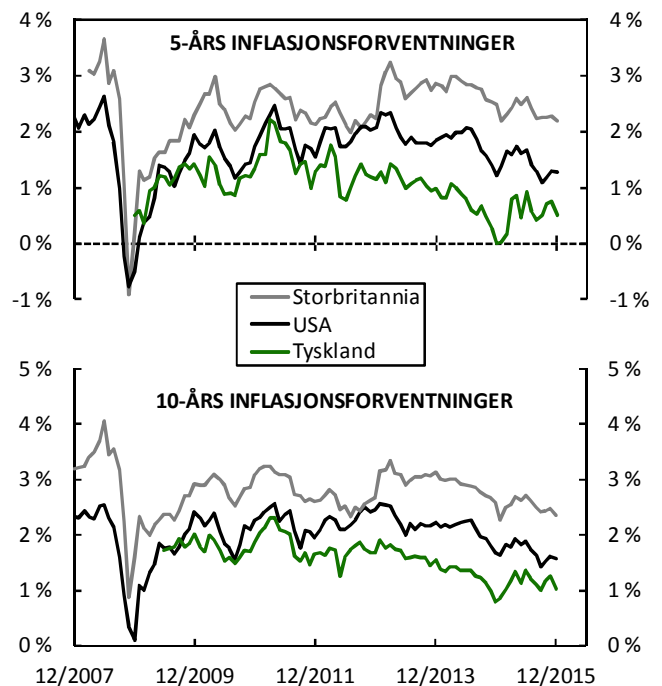
Utvikling i sentralbankbalanser



Kilde: Lombard Street Research

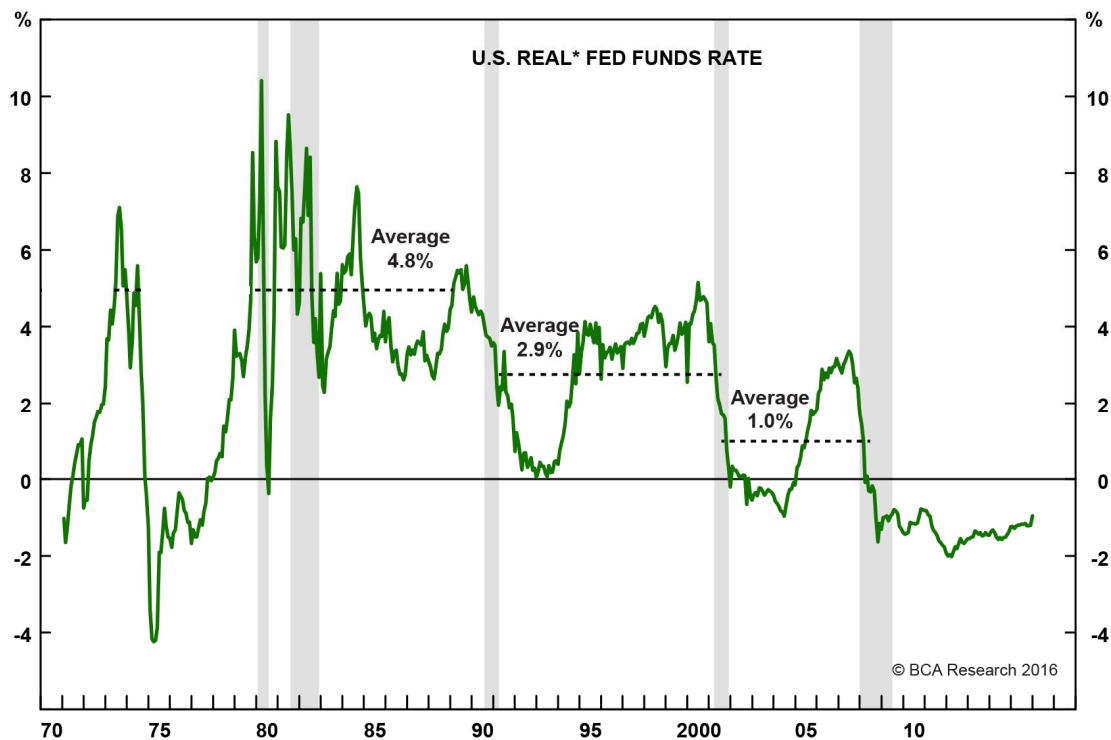
FIGUR 10

Lave og stabile inflasjonsforventninger



Kilde: Bloomberg

FIGUR 11
Fallende likevektsrenter



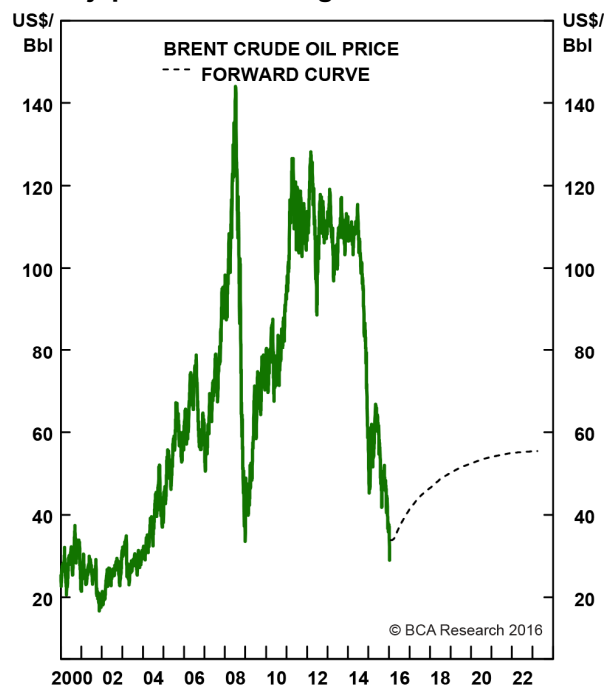
* DEFLATED BY CORE PERSONAL CONSUMPTION EXPENDITURE DEFLATOR.
NOTE: THE HORIZONTAL DASHED LINES REPRESENT PEAK-TO-PEAK AVERAGES OVER NBER-DESIGNATED BUSINESS CYCLES; THE 1980s RECESSIONS ARE TREATED AS ONE CYCLE. THE SHADED AREAS REPRESENT NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

Kilde: Bank Credit Analyst (BCA)

Prisen på råvarer har vært i en fallende trend siden 2011. Det kan derfor være naturlig å spørre seg om prisene nå ikke har nådd bunnen. **Figur 13** viser den langsiktige realprisutviklingen på råvarer. Vi ser at perioden 2000 til 2011 representerte en syklisk oppgangsperiode i en svært lang nedgangstrend. Den langsiktige nedgangstrenden skyldes produktivitetsvekst i utvinning, mens de sykliske oppgangene skyldes mer kortsiktige ubalanser i tilbud og etterspørsel.

Førrige sykliske oppgang i råvareprisene kom gjennom 1970-årene. **Figur 14** viser realprisutviklingen på metaller og olje siden 1970. Vi kan tolke fra den at dagens realpriser fortsatt ikke er svært lave, målt i forhold til tidsperioden 1970-2015.

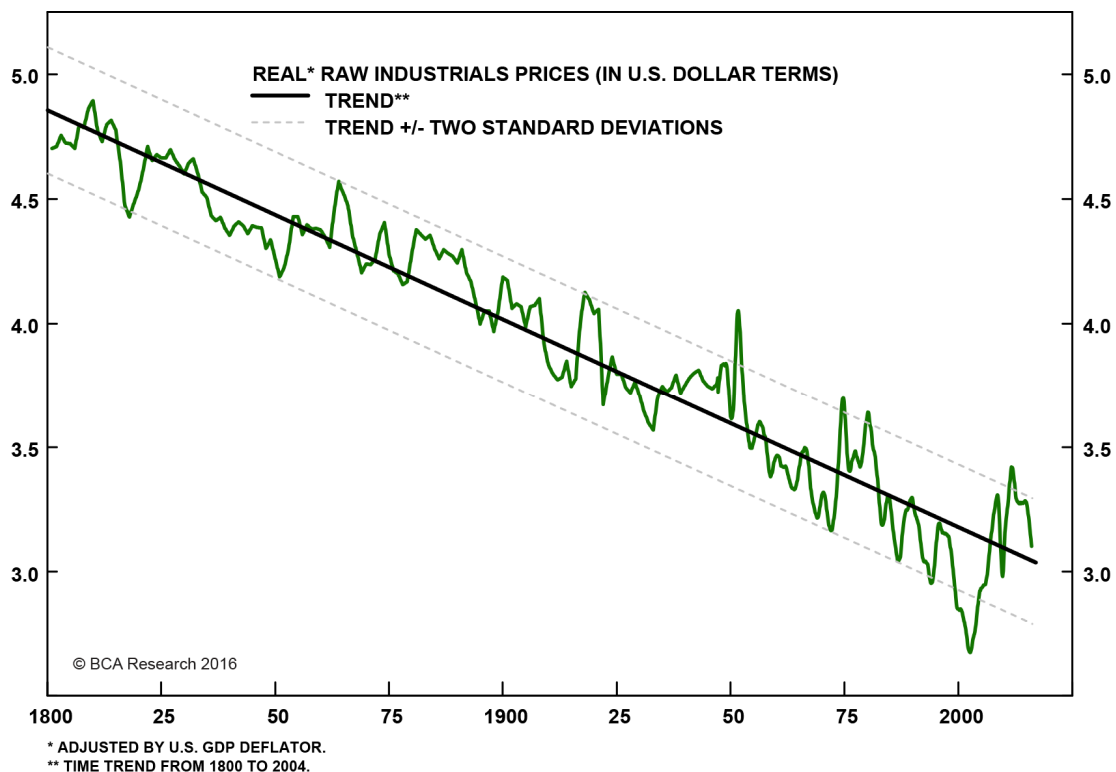
FIGUR 12
Oljeprisens utvikling



Kilde: BCA

FIGUR 13

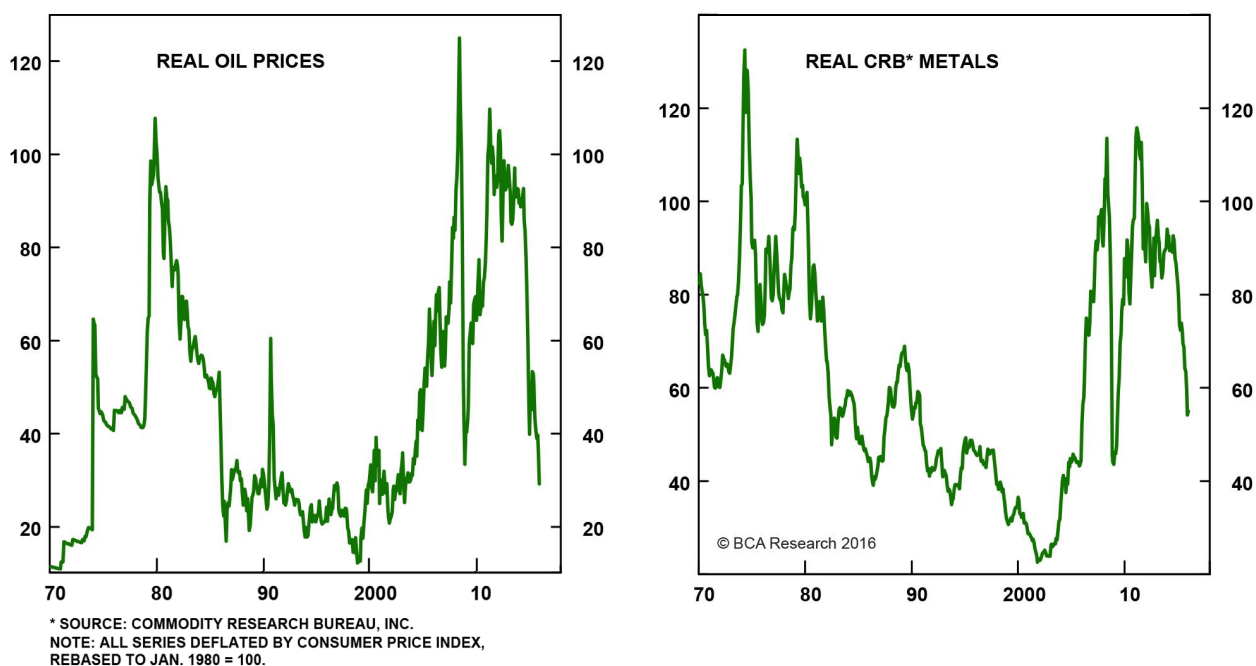
Råvareprisene kan falle videre



Kilde: BCA

FIGUR 14

Realprisutvikling olje og metaller



Kilde: BCA

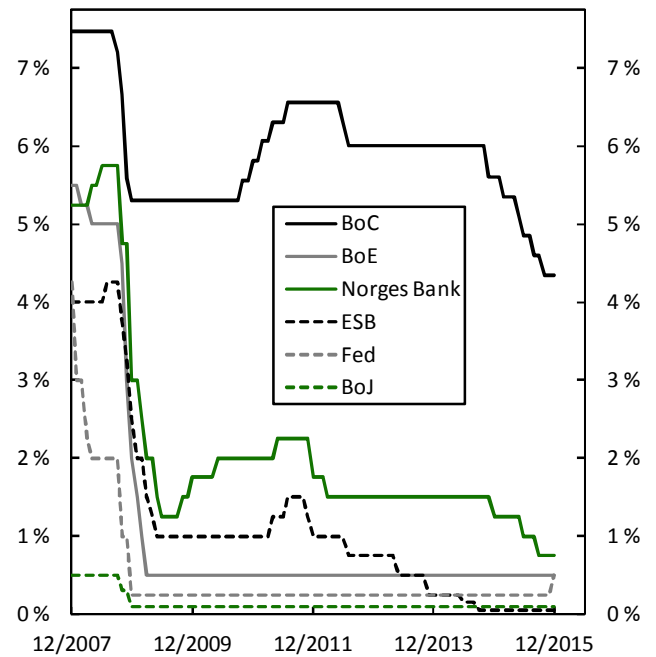
Utsikter for rentemarkene

Sentralbankenes styringsrenter forventes fortsatt å forbli lave. **Figur 15** viser utviklingen i styringsrenten til et utvalg av verdens sentralbanker.

Den amerikanske sentralbanken (Fed) er den eneste sentralbanken som har signalisert rentehevelser i år. I dag har Fed signalisert at det i 2016 blir fire rentehevelser, hver på 0,25 prosentenheter. Markedet tror bare at det blir to. Hvor mange rentehevelser det blir vil avhenge av styrken i den amerikanske økonomien fremover. **Figur 16** viser at markedet har lavere forventninger til rentehevelser enn det Fed signaliserer. Utviklingen i amerikansk økonomi og Feds rentehevelser vil bli meget tett overvåket av markedsaktørene i 2016.

FIGUR 15

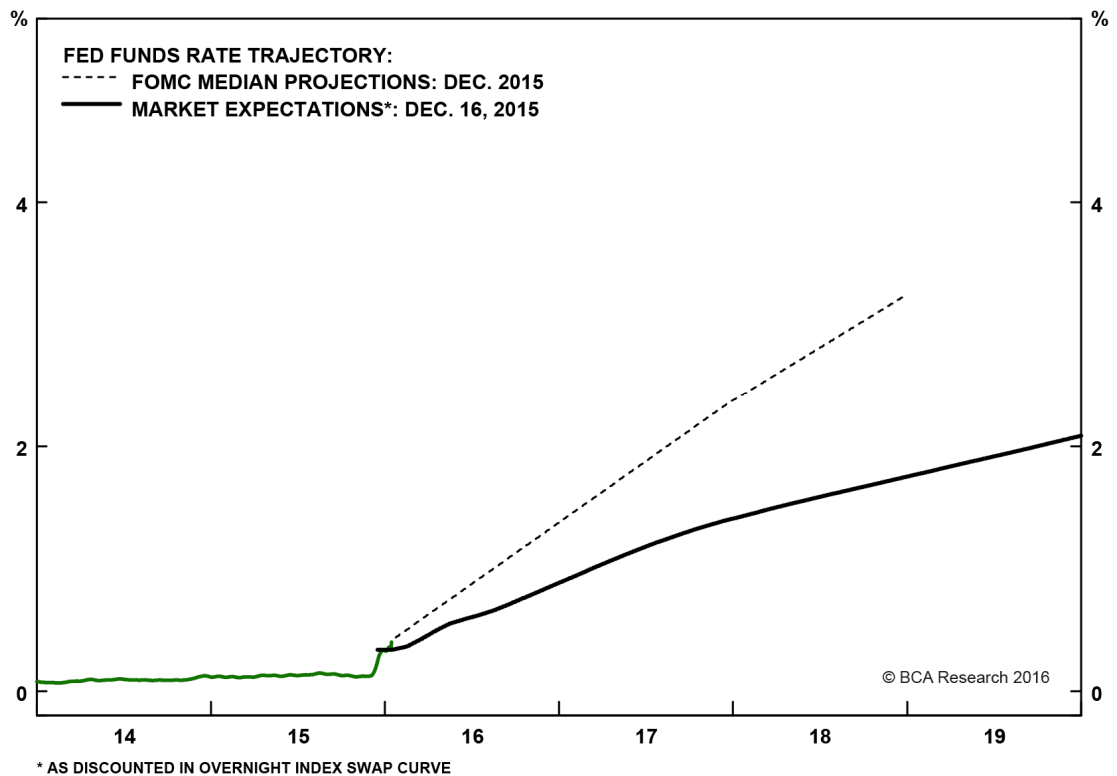
Utvikling i sentralbankrenter



Kilde: Bloomberg

FIGUR 16

Markedet tror ikke på Fed



Kilde: BCA

Lange statsrenter skal reflektere forventninger til økonomisk vekst. En grov tilnærming til 10-års statsrenter er at den skal tilsvare forventet realvekst i BNP tillagt forventet inflasjon. **Figur 17**, som viser 10-års statsrenter for mange av verdens største land, viser derfor at forventningen til både realvekst og inflasjon er meget svak.

Det er et tankekors at vi er kommet i dagens situasjon med nesten ikke-eksisterende vekst- og inflasjonsforventninger etter en periode hvor sentralbankene har vært mer aktive enn noen gang for å stimulere til nettopp vekst og inflasjon. Positivt er det at frykten for mislighold av statsgjeld, selv i Spania og Italia, nå nærmest er 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 høyrenteobligasjoner har steget betydelig siden sommeren 2014. Den kraftige utgangen i kredittmarginer siste 12-18 måneder skyldes i hovedsak obligasjoner knyttet til olje og andre råvarer. Vi ser av **Figur 18** at også kredittmarginer på obligasjoner med høy kredittverdighet har steget i siste halvår av 2015.

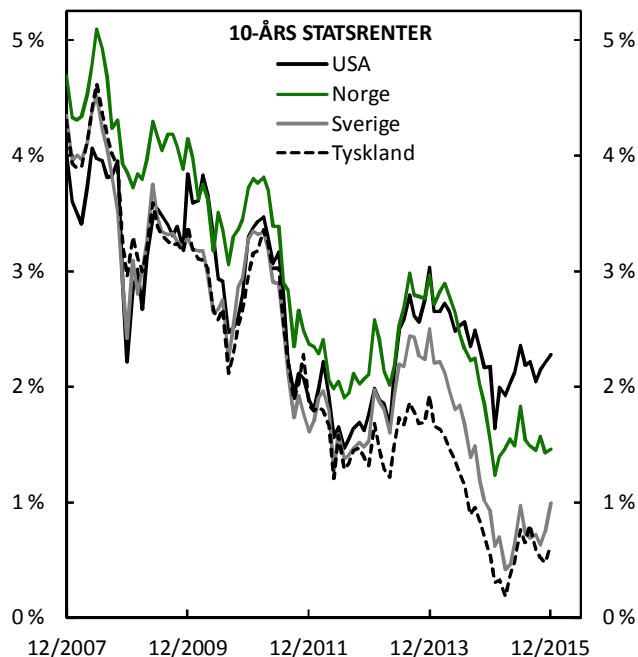
Mange internasjonale renteforvaltere ser aktive valutaposisjoner som en naturlig del av renteforvaltningen. Makroøkonomi, inflasjon, valuta og renteutvikling er tett knyttet sammen. Mange ubalanser vil korrigeres gjennom valutakursene. Endringer er ofte spesifikke og knyttet til situasjoner i et enkelt land.

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

Sikre renteplasseringer gir i dag ingen realavkastning. De har likevel en viktig porteføljeegenskap ved at de demper volatilitet, bidrar til å sikre porteføljen mot absolutte tap og gir muligheter for taktisk allokering mellom aktivaklasser.

Norske pengemarkedsplasseringer gir i dag i underkant av 2 % løpende avkastning, obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentebinding gir drøye 2 % og høyrenteobligasjoner med BB kredittverdighet gir om lag 9 % før tap. Innen høyrenteobligasjoner mener vi at det er blitt mer verdi i markedet etter siste tids økning i

FIGUR 17

Lave statsrenter - lave vekstforventninger

Kilde: Bloomberg

kredittmarginene. 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 kreditttap.

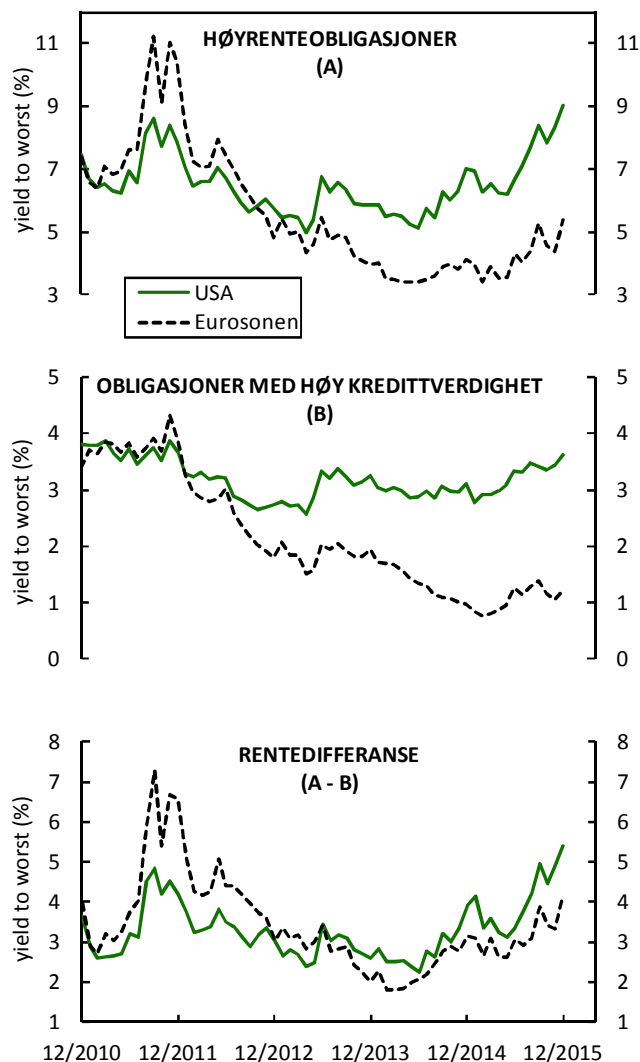
Utsikter for aksjemarkedene

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 rokke ved den langsiktige oppgangstrenden som startet i mars 2009. Oppgangen i perioden har vært betydelig som illustrert i **Figur 19**. I 2015 flatet denne oppgangen ut, målt i lokal valuta, og markedene nådde en foreløpig topp i mai 2015. God avkastning i NOK for utenlandske investeringer i senere år er blitt forsterket av fallende kronekurs.

Aksjemarkedet er alltid verdsatt med utgangspunkt i inntjeningen. Hvor mye investorene er villige til å betale for denne inntjeningen varierer over tid. En aksjeoppgang vil i hovedsak tilskrives to forhold, enten at inntjeningen øker, eller at investorene er villige til å betale mer for samme inntjening. Det store fallet vi har opplevd i rentenivået de siste år har medført at investorene har vært villig til å betale mer for samme inntjening. Dette har spesielt selskaper med stabil inntjening eller høyt utbytte nytt godt av. I denne perioden har vi opplevd fallende råvarepriser som har rammet energi- og råvarerelaterte aksjer. **Figur 20** viser avkastningsforskjellen mellom stabile og konjunkturfølsomme aksjer siden finanskrisen.

Det amerikanske aksjemarkedet har i denne perioden hatt et stigende moment støttet av en relativt sterk økonomi, meget god likviditet, økt inntjening per aksje og høye profittmarginer. Det er flere forhold som nå begynner å arbeide mot USA. Den høye verdsettelsen gir i seg selv lavere forventet avkastning. Profittmarginene, som er historisk høye, kan begynne å falle. Økt reallønn, økte renter og den sterkere USD-kursen vil redusere inntjeningen i USD, spesielt for de globale, amerikanske selskapene. **Figur 21** viser historisk utvikling i profittmarginer og inntjening per aksje på den amerikanske aksjeindeksen S&P 500. Vi ser at det i dag er historisk høye nivåer med en betydelig nedside. Vi opplever at europeiske, japanske og enkelte asiatiske aksjemarkeder har størst potensial for kursoppgang i dagens marked. Disse markedene har lavere verdsettelse og bedre potensial for vekst i profittmarginene.

FIGUR 18
Riktig betaling for risiko?



Kilde: Bloomberg

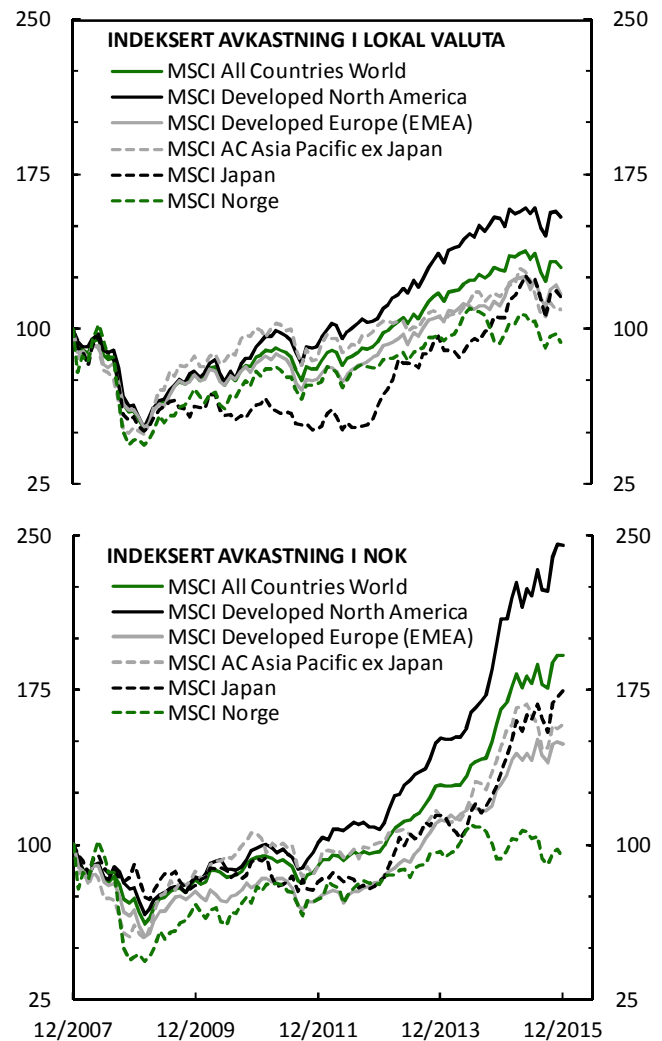
I det amerikanske aksjemarkedet har det i 2015 vært en spektakulær kursoppgang i enkelte store teknologiselskaper, mens det store flertall av aksjer har hatt en negativ kursutvikling. De fire største yndlingene har vært Facebook, Amazon, Netflix og Google. **Figur 22** viser utvikling og nøkkeltall for disse aksjene i 2015. Mange aksjemarkedsanalytikere opplever det som et svakhetstegn når markedsbredden i oppgangen er så dårlig som den har vært i 2015.

Norske aksjer fremstår i dag som rimelige i forhold til det tradisjonelle verdimålet pris i forhold til bokført egenkapital (P/B), men dersom forventet inntjening, legges til grunn fremstår markedet som dyrt i forhold til historisk prising. Dette er illustrert i **Figur 23** og **Figur 24**.

Innen aksjeforvaltning vil det nesten alltid være gode investeringsmuligheter på enkelt-selskapsnivå. Det viser de siste års utvikling, hvor mange sektorer på Oslo Børs har gjort det meget godt, mens olje- og offshoreaksjer har hatt en tung tid. Negative ringvirkninger fra oljesektoren har likevel nå spredt seg til bankaksjene på Oslo Børs.

FIGUR 19

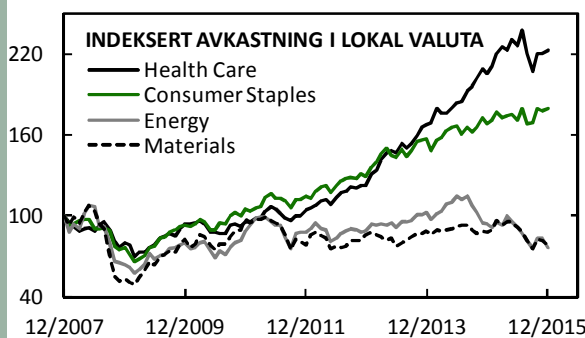
Avkastning i aksjemarkedene



Kilde: Bloomberg

FIGUR 20

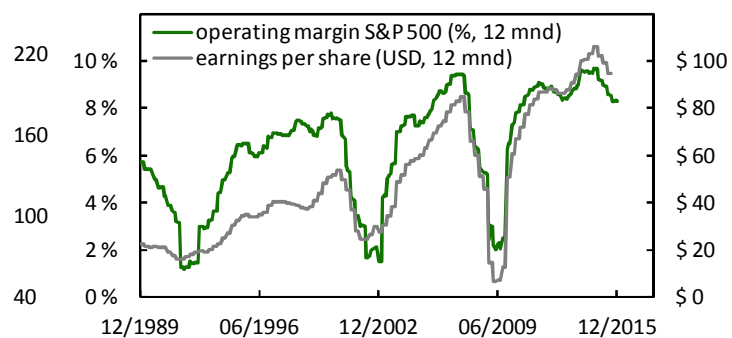
Stabile aksjer slår konjunkturfølsomme



Kilde: Bloomberg





FIGUR 21

Kortsiktig eller langsiktig svekkelse?



Kilde: Bloomberg og Standard & Poor

FIGUR 22
Vinneraksjene i 2015

Tall i mill. USD	Markedsverdi 31/12/2015	Omsetning 2015	P/E 31/12/2015	Avkastning 2015
	295 978	17 463	106	34 %
	316 832	107 184	980	118 %
	48 885	6 784	303	134 %
	527 961	60 267	36	47 %

Kilde: Bloomberg

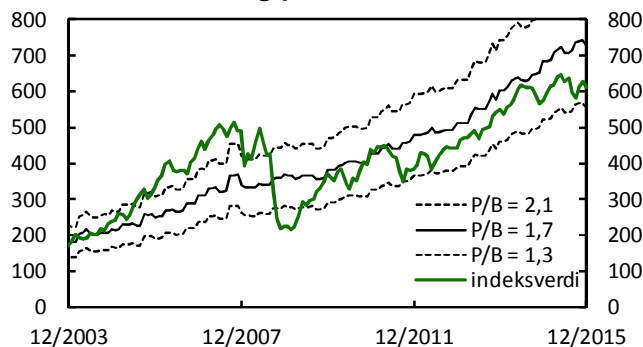
Alternative investeringer

Eiendom er en aktivaklasse som kan ha en strategisk allokering i en investeringsportefølje. Det er mulig å få en bred internasjonal eiendomseksponeering ved å investere i fond som plasserer i børsnoterte eiendomsselskaper. Dette representerer en likvid forvaltning av en eiendomseksponeering.

Vi vurderer også eiendomsinvesteringer hvor det er mulig å forholde seg helt konkret til forventet avkastning og risiko i et enkeltprosjekt og det er mulig å ta stilling til beliggenhet, kvalitet på bygg og motpartsrisiko. Likviditetspremie og diversifiseringseffekt er en del av en samlet vurdering.

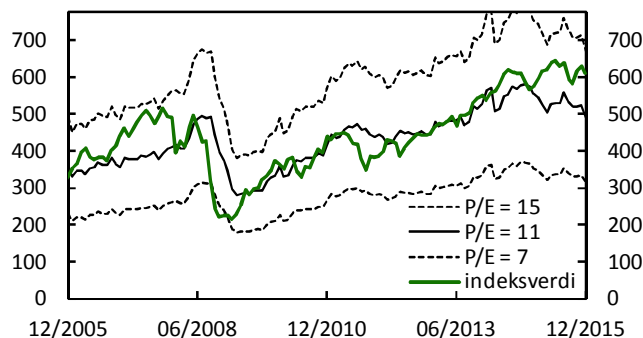
Infrastrukturinvesteringer er et investeringsområde i vekst. Det er et stort, oppdemmet behov i mange land for investeringer i veier, broer, havner, sykehus, skoler og energiproduksjon for å nevne noen konkrete områder. Dette investeringsområdet er

FIGUR 23
Oslo Børs billig på P/B



Kilde: Bloomberg

FIGUR 24
Oslo Børs dyr på P/E



Kilde: Bloomberg

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 norske aksjer i porteføljen og gjennom dette 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 gjennom historien er blitt verdiløse i mange land og sivilisasjoner. Mange internasjonale formuesforvaltere anbefaler å allokere 5 % av porteføljen i gull, som forsikring mot katastrofer. En andel av dette bør være fysisk gull som oppbevares i bankboks eller lignende. 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 fremtidig utvikling. Få eksperter klarte å spå den store globale finanskrisen. Statistisk greier svært få makroøkonomer å forutse resesjoner. Det er derfor viktig å tenke 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.

Et veldig enkelt eksempel er hvor fint det var å ha plasseringer i utenlandsk valuta i 2015. Noen andre eksempler på denne tankemåte er:

I dag er konsensus en nøktern forventning til global vekst, og markedene tror ikke på inflasjon i tråd med sentralbankenes inflasjonsforventninger. Det medfører at sykliske aksjer har falt mye og at rentene er svært lave. Dersom global vekst nå overrasker kraftig på oppsiden, kan sykliske aksjer stige kraftig i verdi og rentene vil begynne å stige.

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 kursoppgang.

Ingen av de to siste eksemplene er vårt hovedscenario 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 2016

Vi går inn i året med en portefølje som er om lag nøytralvektet i forhold til risiko. Vi er svakt undervektet i aksjer, men har en større posisjon i utvalgt høyrente med begrenset eksponering mot oljerelaterte papirer. Innen aksjer har vi undervekten i norske aksjer.

Innen internasjonale aksjer er porteføljen i hovedsak investert hos forvaltere som har en profil hvor det investeres i kvalitetsaksjer. 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.

Vi er undervektet i norske aksjer, 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.

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 dyktige forvaltere.

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 andelen av 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 noe av 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