

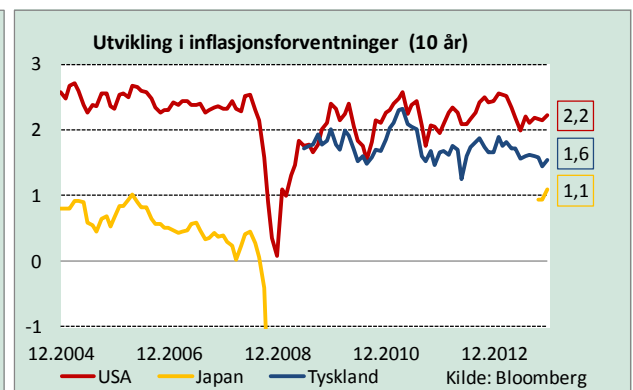
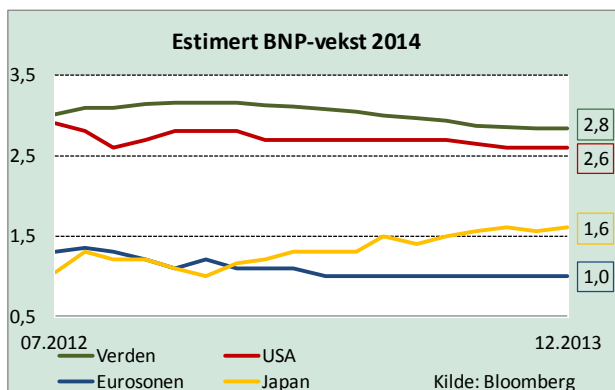
Markedssyn og aktivaallokering ved inngangen til 2014

Oslo 15. januar 2014

Det er ved inngangen til året en høy grad av konsensus blant forvaltere og finansielle rådgivere om at den gode utviklingen i aksjemarkedene vil fortsette. Vi liker å være kontrære og utfordre konsensus, fordi konsensus ofte tar feil. Ved inngangen til året sammenfaller likevel vårt markedssyn i høy grad med konsensus, hvor forventningen er at aksjer vil gjøre det bedre enn renter. Det er viktig å være klar over at vi nå er i andre del av aksjeoppgangen.

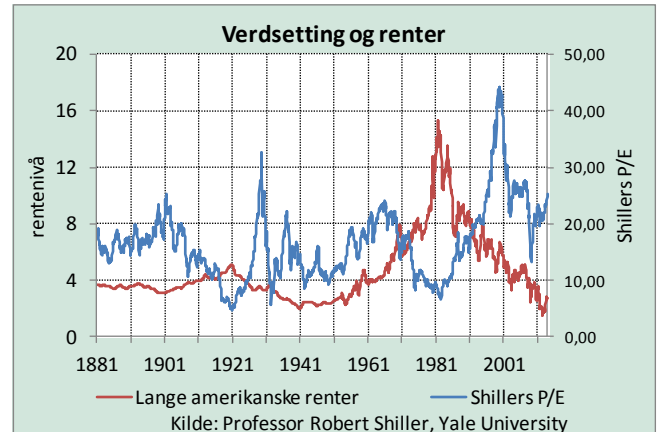
2014 blir sannsynligvis en fortsettelse av 2013, men med lavere avkastning

Aksjer er ikke lenger billige, men har foreløpig heller ikke bobleprising. Det vil høyst sannsynlig være rikelig med likviditet i markedene til å understøtte en videre oppgang i aksjemarkedene, selv om den amerikanske sentralbanken fortsetter å redusere støttekjøpene av obligasjoner gjennom året. Styringsrentene til de store sentralbanker vil trolig ikke øke gjennom året og dermed bidra til sterk likviditet. Den globale økonomiske veksten vil være positiv, men lavere enn trendvekst. Konsensus BNP-vekst for 2014 er, som grafen under viser, 2,8 % i følge Bloomberg. Dette medfører at det blir krevende å redusere arbeidsledigheten, lønnskostnadene vil ikke stige vesentlig og inflasjonsforventningene forblir lave og vel forankret, som grafen under viser. Inflasjonen er heller for lav enn for høy i utviklede land. Dette gir sentralbankene handlingsrom. Global vekst vil være positiv, men ikke sterkere enn at dagens lange renter ikke vil stige vesentlig mer fra dagens nivåer. Sikre renteplasseringer med kort løpetid vil gi negativ realrente. Risikoappetitten til investorene er sterk. Rikelig likviditet og høy risikoappetitt legger ofte grunnlaget for finansielle bobler. Sentralbankene vil ha hovedfokus på vekst og redusert arbeidsledighet, fremfor å unngå finansielle bobler i det kommende året.



Makro- og likviditetsbildet som er beskrevet over, sammen med høy risikovilje, representerer gode rammebetingelser for aksjeoppgang, nærmest for godt til å være sant. Hva kan da gå galt? Det er flere ting som kan gå galt. Utgangspunktet er at alle risikoaktiva starter året fra et vesentlig høyere verdsettelsesnivå enn da fjoråret startet. Dette reduserer forventet avkastning

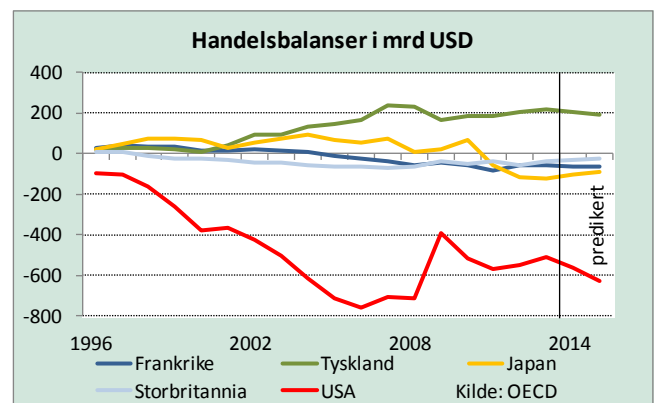
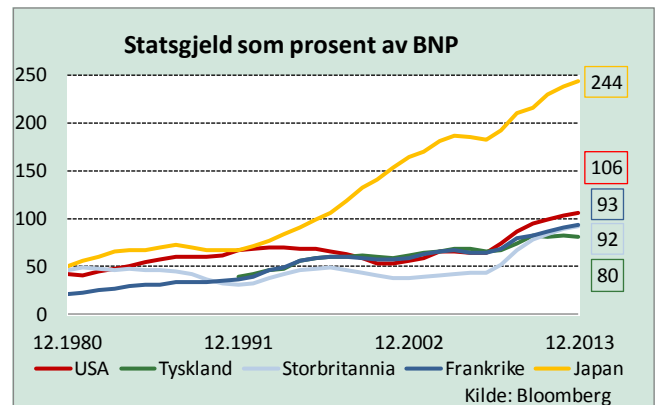
og øker risikoen. Sannsynligvis vil verdsettelse alene ikke være nok til å stoppe en videre børsoppgang. Til det er dagens prising trolig ikke høy nok. Etter hvert som prisingen på aksjer og obligasjoner øker bør det vurderes å øke diversifiseringen i porteføljene med alternative investeringer. Figuren til høyre viser lange tidsserier for rentenivå og aksjemarkedets verdsettelse i USA.



Det kan likevel gå galt

Vårt markedssyn vil endres til negativt om global vekst skuffer vesentlig eller ved for høy økning i inflasjonsforventninger. Det siste har meget lav sannsynlighet.

Finanskrisen for fem år siden ble forårsaket av et for høyt samlet gjeldsnivå i verden og utløst av høy grad av dårlig kreditt innen amerikansk boligkjøp. Samlet globalt gjeldsnivå i dag er vesentlig høyere enn da finanskrisen startet. Ubalanser i verdens handelsbalanser vedvarer også. Grafene til høyre viser økning i statsgjeld som prosent av BNP og de store ubalanser i spesielt USAs og Tysklands handelsbalanser.



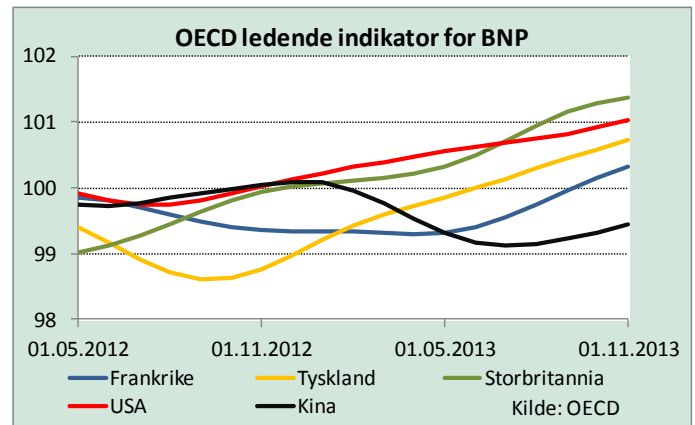
Verden kan kun håndtere denne gjeldsbyrden om global vekst er tilstrekkelig sterk og realrentene fortsetter å være svært lave eller negative. Sentralbankene vil gjøre sitt for at pengepolitikken skal bidra, men det er en krevende balansegang. En for sterk innstramning av likviditet for tidlig kan gi frykt for gjeldsdeflasjon med økende volatilitet og fallende priser for aksjer og andre risikoaktiva. Tillitt er avgjørende. Taper sentralbankene markedsaktørens tillit, kan situasjonen utvikle seg til en negativ og selvforsterkende spiral. En for langvarig ultraløs pengepolitikk kan på den andre siden gi både spekulative bobler og for høye inflasjonsforventninger med stagflasjon i økonomien og fall i verdsettelsen av risikoaktiva i finansmarkedene.

Men veksten kan også overraske i styrke

Det mest positive fremtidsbildet for verden vil være om den globale veksten overrasker på oppsiden med å komme tilbake til trendvekst, samtidig som de globale ubalansene utjevnes.

Da vil både pengepolitikken og renteni-våene kunne normaliseres. En positiv spiral vil så kunne igangsettes hvor inflasjonen stiger gradvis og kontrollert. Det vil kreve store og visjonære beslutninger blant verdens ledende politikere. Kina

må gjennomføre sine reformer og Tyskland må øke innenlandsk konsum og redusere sitt spareoverskudd. USAs politikere må begynne å samarbeide om konstruktive langsiktige løsninger og Japan må lykkes med sitt økonomiske eksperiment. I dette bildet kan aksjer fortsatt gjøre det bra, mens obligasjoner og eiendom må leve med en renteoppgang. Figuren over viser at OECD ledende indikatorer for BNP vekst utvikler seg positivt.



De viktigste drivere som må overvåkes i 2014

Det rådende markedssyn vil enten understøttes eller rokkes av den løpende utvikling innen makro og likviditet. Verdsettelsesnivåene innen de ulike aktivklassene må følges. På dagens verdsettelsesnivåer er aksjemarkedet sårbart om inntjeningsutviklingen skuffer. Utvikling i sentiment og risikovilje sender hele tiden viktige signaler om markedsaktørenes vurdering av situasjonen.

Vi vil i det følgende diskutere de viktigste drivere for utviklingen i 2014 både på makro og likviditetsnivå, samt drøfte forventet avkastning og risiko innen de viktigste aktivklassene.

USA

Veksten i amerikansk økonomi overrasket positivt i 2013 på tross av finanspolitiske innstramminger. Bloomberg konsensus vekst for 2014 er nå 2,6 %. Amerikansk vekst har bidratt vesentlig til den positive markedsutviklingen. Fortsatt vekst på om lag konsensusnivå er avgjørende for en fortsatt positiv markedsutvikling.

Den nye sentralbankensjefen Janet Yellen får en meget viktig og delikat oppgave i å dosere nedskaleringen av obligasjonskjøpene (QE3 programmet) i 2014, slik at makroøkonomiske målsetninger oppnås for inflasjon og arbeidsledighet, samtidig som finansiell stabilitet opprettholdes. Det ser ut som om Yellens hovedfokus er arbeidsledighet. Selv med en gradvis nedskalering og deretter avslutning av programmet vil netto likviditetstilførsel fra sentralbanken i 2014 være betydelig. Sentralbankbalansen vil ved utløpet av året være betydelig større enn ved inngangen til året. I tillegg har sentralbanken lovet ikke å øke styringsrenten før en god stund etter at arbeidsledigheten har passert 6,5 %, såfremt inflasjonen fortsatt er innen målet. Få tror styr-

ingsrenten vil bli satt opp i 2014. Sentralbanken har foreløpig ikke begynt å drøfte en reell nedbygging av sentralbankbalansen med markedet. Vi ser av figuren til høyre at sentralbankbalansen er firedoblet siden finanskrisen startet.

En nedbygging av balansen blir et langt løp hvor det blir svært lenge til sentralbankbalansen kommer tilbake til utgangspunktet som før finanskrisen, om det i det hele tatt skjer. Hele denne prosessen er ladet med risiko og uoversiktlige konsekvenser for finansmarkedene. Spenn sikkerhetsbeltet.

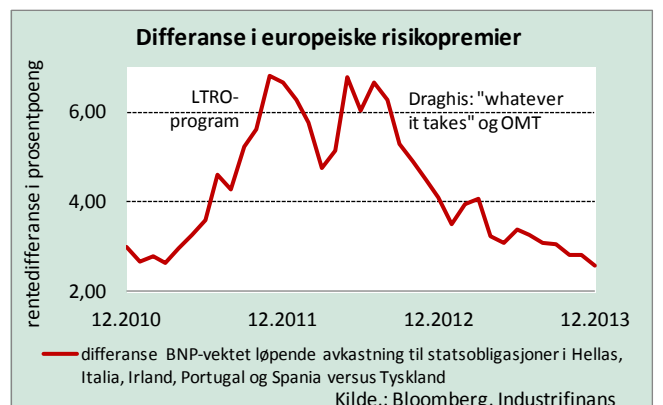
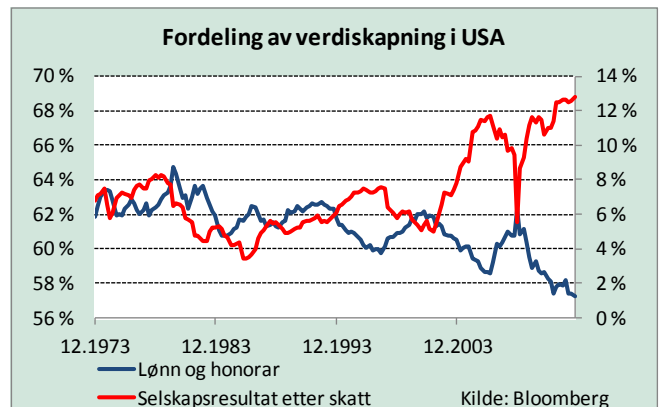
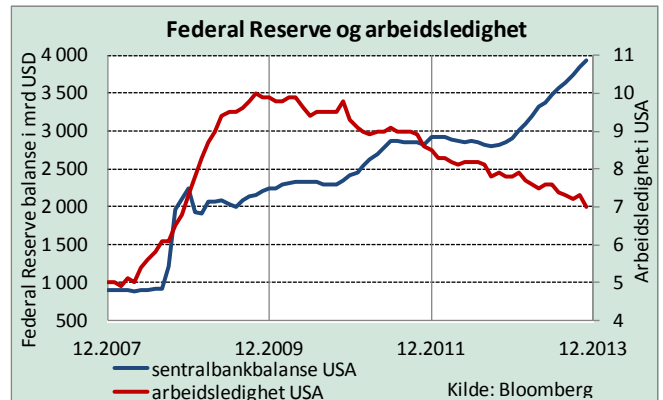
USAs konkurranseevne har bedret seg dramatisk de siste år gjennom billig energi og lav lønnsvekst. Lave renter og lav lønnsutvikling har gjort amerikanske selskaper superlønnsomme og likvide. En større og større andel av verdiskapningen har de siste år, som det fremgår av grafen til høyre, tilfalt aksjonærene.

En stor del av overskuddet i de store børsnoterte bedriftene er brukt til tilbakekjøp av egne aksjer. Lønnsøkninger og realinvesteringer i ny kapasitet vil kunne sette ytterligere fart på økonomien, men redusere overskuddet per aksje.

Europa

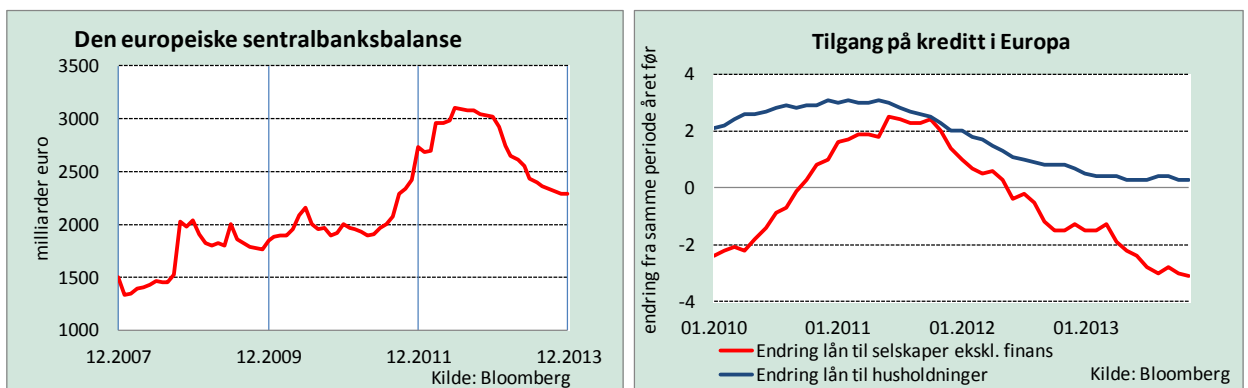
I 2013 bedret synet på eurosonen seg betydelig. Dette ga seg utslag i sterkt fallende risikopremier i middelhavslanene med stigende aksje- og obligasjonskurser som resultat. Det faktum at greske statsobligasjoner og det greske aksjemarkedet hadde høyest kursvekst av samtlige euroland forteller mye. I fjerde kvartal kom Eurosonen ut av resesjonen og fortsatt positiv utvikling er ventet. Konsensusanslaget for vekst i 2014 er i følge Bloomberg nå 1,0 %.

Det store omslaget i eurokrisen kom høsten 2012 da sentralbanken lanserte OMT-programmet (Outright Monetary Transactions) og lovet å gjøre det som trengtes for å bevare euroen. Prog-



rammet gir sentralbanken autorisasjon til å kjøpe et medlemslands statsobligasjoner om landet oppgir suverenitet og underkaster seg EU og ECB sine krav. Det var dette programmet som roet ned markedene og fikk periferilandenes rentekostnader på statsgjelden ned til et levelig nivå. I grafen på forrige side ser vi at rentedifferansene har falt markert. OMT-programmet er fortsatt ikke godkjent av den tyske konstitusjonsdomstolen. Et nei til programmet vil representere et jordskjelv. OMT-programmet er heller ikke utprøvd i praksis.

Eurosonen lider fortsatt av stram likviditet, kredittkontraksjon og underkapitaliserte banker. I motsetning til andre sentralbanker har ECB, som det fremkommer av figuren under, bygget ned balansen siste år ved at bankene har tilbakebetalt lån fra LTRO-programmet (Long Term Refinancing Operation) som ble lansert som første store redningsplanke høsten 2011.



ECB vil i 2014 gjennomføre stresstesting av systemkritiske banker i eurosonen. Resultatene vil bli viktige for å komme videre med å løse den europeiske bankknuten.

Ubalansene mellom nord og sør består. Eurokursen stiger som følge av stram pengepolitikk og er altfor høy for periferilandene, mens den er for lav for Tyskland med den følge at Tyskland er meget konkurransedyktig globalt. Statsfinansielle innstramminger og lønnsreduksjoner skaper deflasjon i periferilandene og samlet inflasjon ligger nå langt under inflasjonsmålet på 2,0%. En mer ekspansiv pengepolitikk fra ECB kombinert med økt forbruk og økt inflasjon i Tyskland vil være kjærkomment for å skape bedre balanse internt i eurosonen og samtidig skape grunnlag for vekst. Eurosonen bør opp på en årlig veksttakt på 2,5 % for å kunne vokse ut av gjeldssituasjonen.

Europas store lyspunkt i 2013 har vært Storbritannia hvor veksten nå har tatt seg betydelig opp støttet av god kredittvekst, stigende boligpriser og fallende arbeidsledighet.

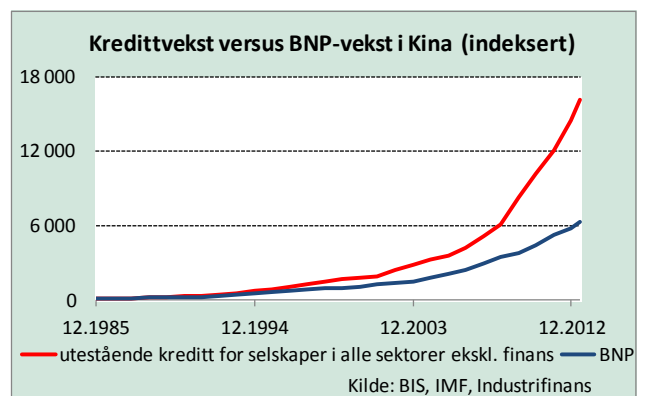
Kina

Det store spørsmålet er hvor fort og i hvilket omfang Kina vil implementere den vedtatte reformplanen fra det siste store partiplenumsmøtet i november. Dersom reformene blir implementert vil det ha særs positive ringvirkninger på verdensøkonomien og bidra til å redusere de ubalans-

ene som Kinas store spareoverskudd skapte i årene som ledet opp til finanskrisen. Reformene vil bidra til at Kina i høyere grad integreres i de globale finansmarkedene ved at valutaen blir konvertibel og det etableres fri kapitalflyt mellom Kina og omverden. Det skal åpnes opp for privat virksomhet i flere og flere sektorer av økonomien. Renter og varer skal prises til markedspriser fremfor regulerte priser. Eiendomsretten på landsbygda skal styrkes og det åpnes opp for større intern mobilitet.

På kort sikt kan reformene innebære dramatiske omstillinger for kinesiske banker som vil miste innskudd, fordi alternative plasseringer for bankkundene øker. I tillegg må bankene betale markedsrente på de gjenværende innskudd. Samtidig vil bankene måtte rydde opp i en stor låneportefølje av antatt dårlige lån. Kredittveksten i Kina har vært dramatisk de siste år og det antas at en høy grad av lånene har dårlig kredittkvalitet og lav rentebetalingsevne.

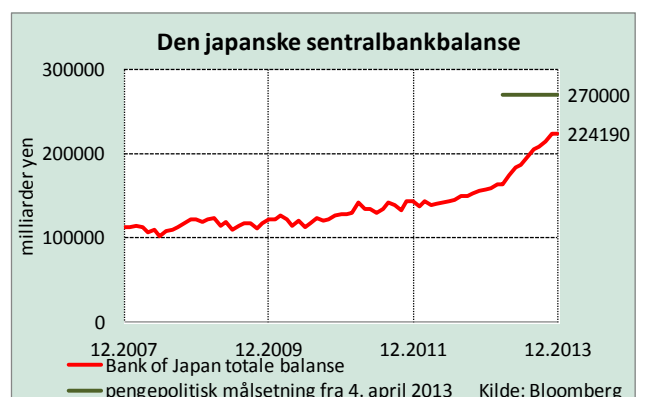
Sannsynligheten for at dette kan ende med behov for rekapitalisering av deler av bankvesenet er stor. Grafen til høyre viser at årlig kredittvekst i Kina har det siste året ligget på om lag det dobbelte av BNP-veksten. Reformprosessen kan redusere veksten i kinesisk økonomi på kort sikt, men legge grunnlag for en mye sunnere langsiktig vekst. Selv om prosessen kan bli smertefull, bør sentralbanken og myndighetene ha nok finansielle ressurser til å kunne rekapitalisere de delene av bankvesenet som måtte trenge det. Det positive er at implikasjonene for det globale finansvesenet er små da Kina i begrenset grad er integrert i dette.



President Xi Jinping har konsolidert sin egen maktbase for blant annet å kunne gjennomføre reformene. Det må likevel endres på mange etablerte maktstrukturer for å få det til. Takten i gjennomføringen av reformprosessene vil være sentrale i finansmarkedenes utvikling fremover. Det er en allmenn oppfatning at Kina må gjennomføre reformer og at en utsettelse bare vil være negativt for videre global vekst og bidra til at de globale ubalanser består.

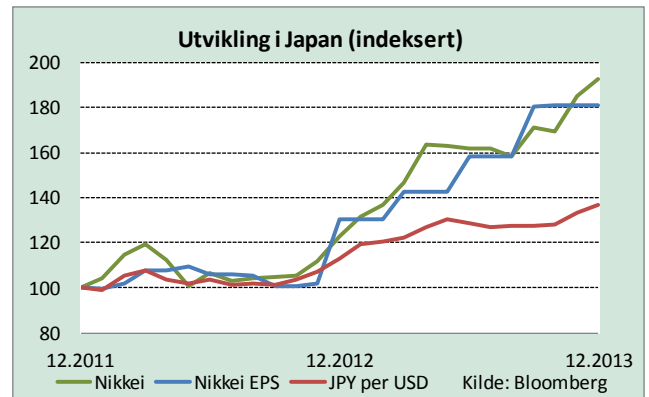
Japan

Japan er inne i et eksperiment med stort utfallsrom. Statsminister Shinzo Abe prøver å sparke i gang den japanske økonomien med et tredelt program av aggressiv pengepolitikk, statsfinansielle stimuli og strukturelle reformer. Den japanske sentralbanken er i ferd med å doble landets pengemengde i løpet av kort tid, primært ved kjøp av japanske



statsobligasjoner. Veksten i Japans sentralbank-balanse fremkommer i grafen på forrige side.

På kort sikt bidrar pengepolitikken til å svekke valutaen, bedre bedriftenes konkurranseevne og øke aksjekursene. Vi ser av grafen til høyre at selskapenes inntjening og aksjekursen har steget kraftig, mens valutaen har svekket seg. En stor del av likviditeten vil sannsynligvis sive ut i de globale finansmarkedene i 2014 og bidra positivt til det globale likviditetsbildet. Et av målene om å øke inflasjonsforventningene i Japan ser ut til å oppfylles, i første omgang gjennom importert inflasjon ved lavere valutakurs.



Det vil ta lang tid før vi vil få svaret på om reformene vil lykkes med å gi Japan bærekraftig vekst og sunne statsfinanser. Det er mye som skal klaffe for at dette skal bli mulig med Japans utgangspunkt hva gjelder statsgjeld og demografi.

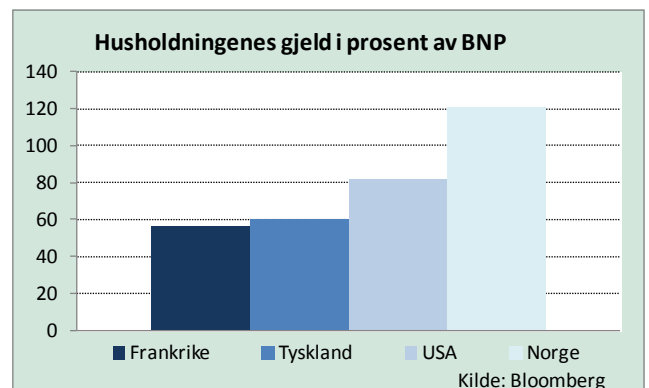
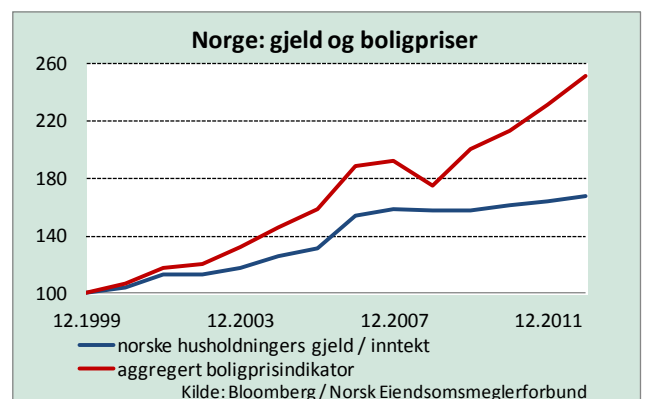
Strukturelle reformer i arbeidsmarkedene og mindre subsidier til skjermede næringer er viktige potensielle reformer. Foreløpig er ikke noen vesentlig strukturelle reformer gjennomført. Lønnsvekst og økt privat konsum er andre viktige drivere som må på plass for å øke veksten i Japan.

Det er likevel høy sannsynlighet for at trenden med fallende valutakurs og stigende aksjemarkeder vil fortsette i 2014. I 2013 var oppgangen i det japanske aksjemarkedet sterkt understøttet av stigende selskapsinntjening. Det geopolitiske spillet mellom Japan og Kina er et kompliserende kort i kabalen.

Norge

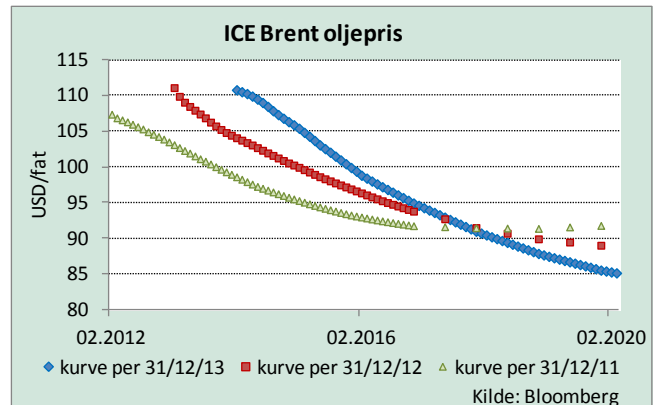
Få hadde forutsett den kraftige svekkelsen vi fikk av norske kroner i 2013. Svekkelsen var sannsynligvis forvarselet på den svake økonomiske utvikling vi nå ser i Norge.

Mange internasjonale investorer tror at den lange positive råvaresyklusen, hvor bytteforholdet mellom råvarer på den ene siden og ferdigproduserte varer på den annen side løpende gikk i favør av råvarer, er over. Denne syklusen har gjennom mange år understøttet veksten og valutakursene til Norge og land som Canada og Australia. Disse landene er snart også de eneste land



hvor boligprisene ikke har falt markant. Husholdningenes gjeld i forhold til BNP er svært høy i alle disse landene, noe som i høy grad er knyttet til nivået på boligprisene.

Denne situasjonen gjør norsk økonomi sårbar og enda mer avhengig av at oljeprisen holder seg høy. Oljeprisen har i motsetning til andre råvarer holdt seg i pris de siste årene. Analyser tilsier at oljeprisen fortsatt kan holde seg høy i årene som kommer. Etterspørselsveksten er betydelig. Tilbudssiden preges av at den økende produksjon i USA motvirkes av fallende produksjon i mange andre store eksisterende felt som til eksempel Nordsjøen. Politiske uroligheter i mange sentrale produksjonsland i Midt Østen og Afrika gjør at noe av tilbudet hele tiden faller bort. OPEC, med Saudi Arabia i spissen har fortsatt mulighet for å regulere tilbudet slik at summen av tilbudssiden bidrar til å opprettholde en tilfredsstillende oljepris. Priskurven for olje, som illustrert på grafen, viser en fallende pris fremover.



Det antas at USD 80 per fat er grensekostnaden for å utvinne nye skiferoljeforekomster i USA. Priser under USD 100 vil påvirke utbyggingstakten for nye felt i Nordsjøen. Det særnorske kostnadsnivået vil være med på å heve grensekostnaden for utbygging i norsk sektor.

Norske myndigheter har på den annen side finansielt handlingsrom til å igangsette vesentlige infrastrukturprosjekter innen samferdsel, helse og utdanning om økonomien skulle svekke seg ytterligere.

Aksjer

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 illustreres i grafen til høyre.

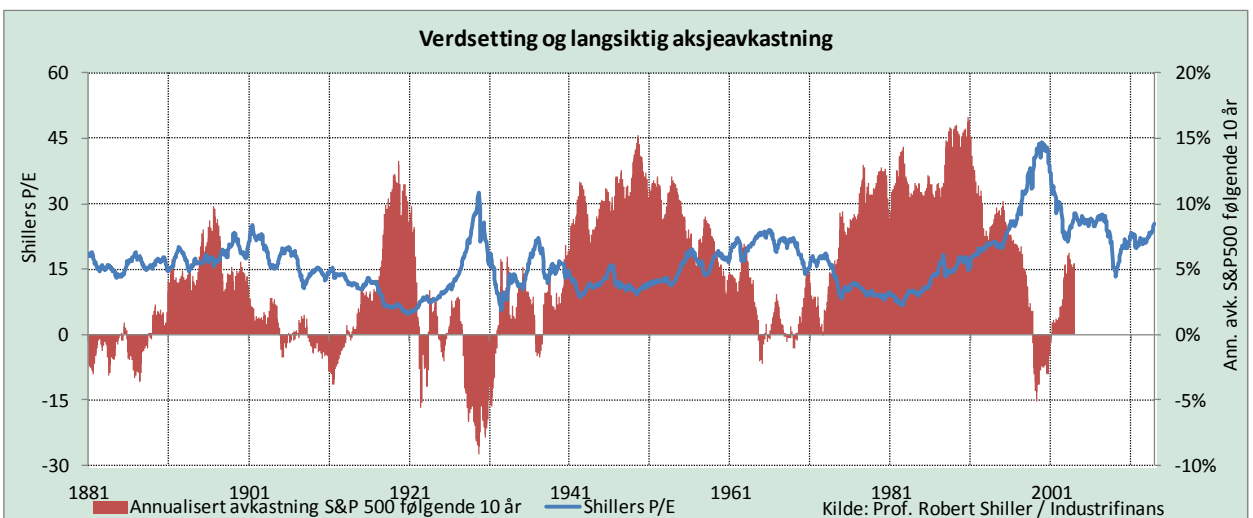
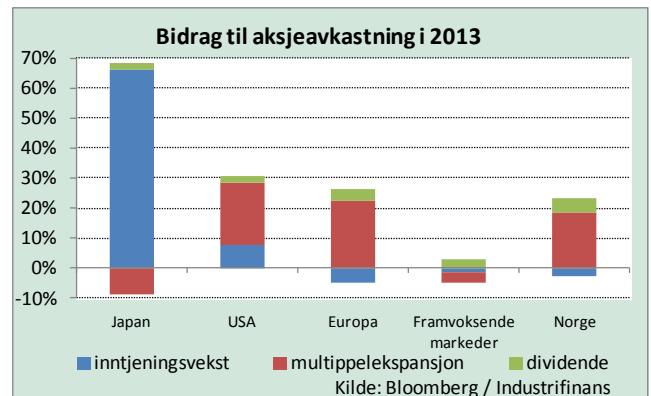


I første fase av oppgangen var aksjer relativt sett billige, men den opplevde usikkerhet knyttet til den makroøkonomiske situasjonen og verdens gjeldsoverheng var høy. I denne fasen økte likevel selskapenes inntjening og la et grunnlag for aksjeoppgang, selv med høye risikopremier. I siste del av oppgangen har den opplevde usikkerhet falt betydelig. Dette har resultert i fallende risikopremier hvor aksjemarkedene har steget betydelig uten tilsvarende økning i selskapenes inntjening. Grafen nedenfor viser aksjeavkastning fordelt på de tre komponentene: inntjeningsvekst, endring i P/E og utbytte. Vi ser av grafen at mesteparten av aksjeoppgangen i 2013 i de

fleste markeder skyldes stigende P/E tall og ikke inntjeningsvekst. En annen måte å uttrykke dette på er at investorene var villige til å betale mer for samme inntjening som igjen forklares av økt fremtidsstro og større villighet til å ta risiko. Unntaket er Japan hvor aksjeoppgangen i fjor i høy grad kan tilskrives inntjeningsvekst.

Den sterke aksjeoppgangen siste år gjør at aksjer i dag ikke lenger fremstår som rimelige. Det er derfor naturlig å spørre hvor vi nå er i oppgangen og hvilken vei kursene vil ta videre. På kort sikt er det ikke verdsettelsesnivåene som definerer retningen i aksjemarkedene, men på lang sikt vil alltid markedene trekkes mot normale verdsettelsesnivåer og skape en gjennomsnittsavkastning. På lang sikt er derfor avkastningen på en investering i aksjemarkedet et resultat av det verdsettelsesnivå aksjemarkedet hadde på investeringstidspunktet.

Professor Robert J. Shiller, årets nobelprisvinner i økonomi, er en av verdens ledende akademikere på verdsettelse og aksjeavkastning. Han har analysert data over det amerikanske aksjemarkedets avkastning siden tidlig 1900-tallet og har kommet frem til at beste verdsettelsesindikator er syklisk justert P/E. En syklisk justert P/E normaliserer selskapsinntjeningen over siste 10 år. Grafen nedenfor viser sammenhengen mellom P/E nivå på et gitt tidspunkt og gjennomsnittlig årlig avkastning neste 10 år. Analysen er gjort for det amerikanske aksjemarkedet målt ved S&P 500 indeksen.



Vi ser at når P/E nivået er høyt er etterfølgende årlige 10 års avkastning lav, til og med negativ. Det motsatte er også tilfelle, en lav P/E gir oftest en høy årlig avkastning neste 10 år. I dag ligger Shillers P/E på 25, som er klart over historisk snitt.

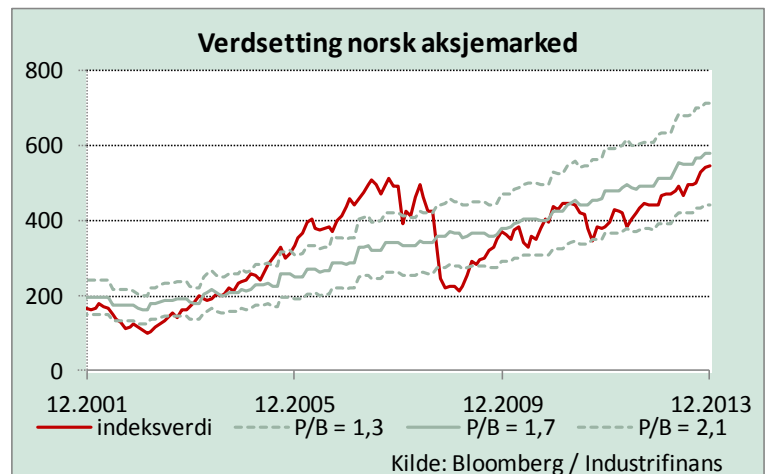
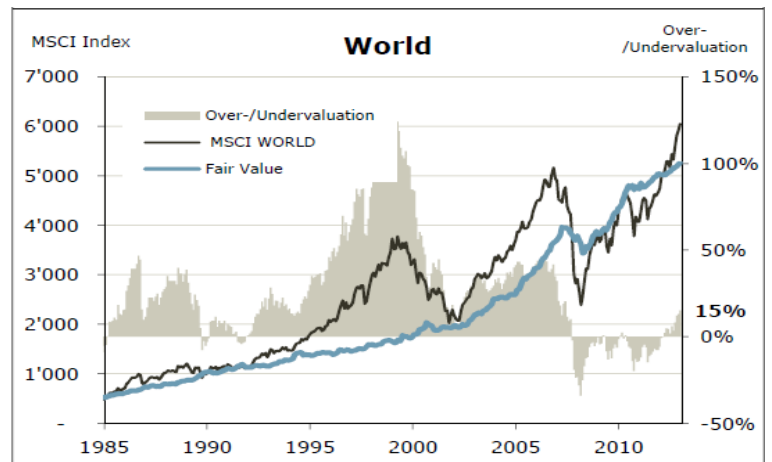
USAs aksjemarked utgjør i dag rundt 50 % av verdensindeksens markedsverdi. Mange andre aksjemarkeder er rimeligere priset enn USA. Det medfører at verdensindeksen fremstår som

rimeligere, men selv verdensindeksen er nå priset høyere enn det vi vil karakterisere som normalverdi.

Grafen til høyre, utarbeidet av 1741 Asset Management AG, viser at verdensindeksen ved årsskiftet var priset 15 % over normalverdi (fair value). Verdensindeksen uten USA ligger rett i overkant av normalverdi.

I Norge er det mest brukte verdsettelsesmål børsverdi i forhold til bokført egenkapital. Grafen til høyre viser at Oslo Børs ved årsskiftet fortsatt var bokført noe under langsiktig snitt.

Det skulle tilsa et fortsatt potensiale på Oslo Børs. Utviklingen videre vil i høy grad påvirkes av investorenes syn på olje og råvarer. I dag er dette negativt og legger en demper på kursutviklingen. Skulle sentimentet bli mer positivt til olje kan vi få et betydelig kursløft på Oslo Børs.

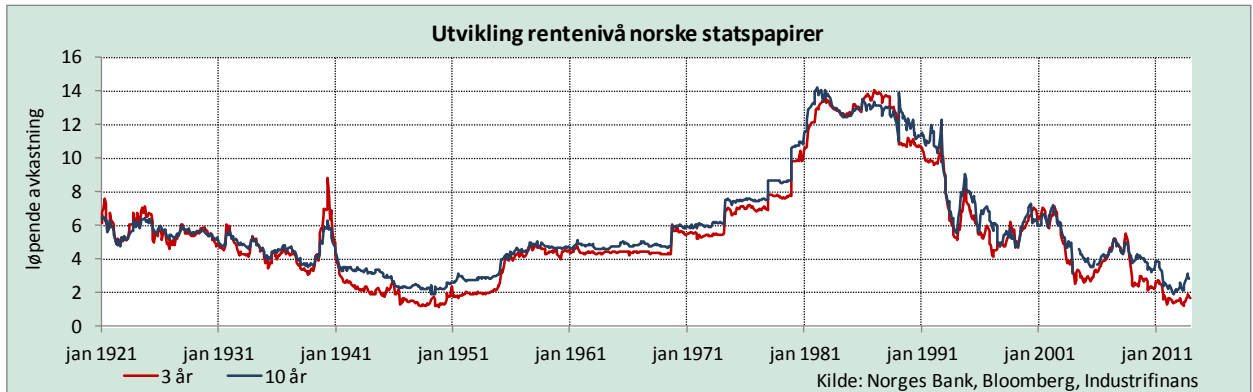


Mange forhold ligger til rette for en ytterligere oppgang i aksjemarkedet, selv om markedet generelt begynner å bli dyrt. En sterkere global makroøkonomi og fortsatt lav lønnsvekst bør gi inntjeningsvekst. Det ser ut som likviditeten fra sentralbankene fortsatt vil være rikelig. Investorene generelt blir mer og mer positive til aksjer på bekostning av andre aktivklasser. Dette øker kapitaltilflyten til aksjer. Det er fortsatt et stykke igjen før aksjer er faretruende høyt priset. På den annen side øker den underliggende risiko i aksjemarkedet som følge av høyere prising. Uventede endringer i inntjeningsbildet eller likviditetsbildet kan da få store kursutslag. Høyere volatilitet må derfor påregnes.

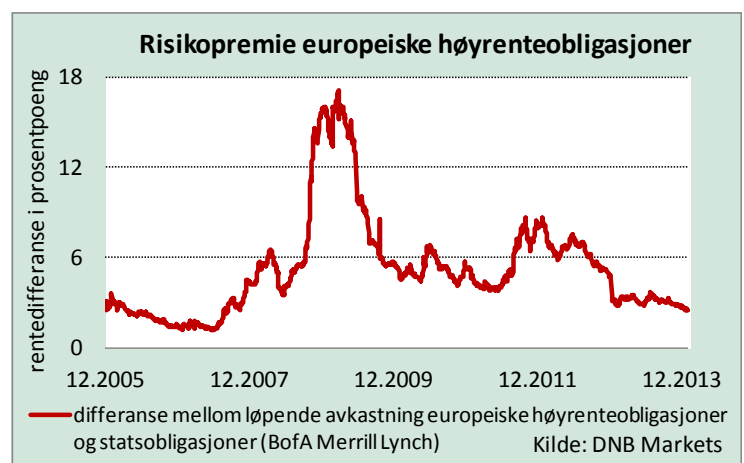
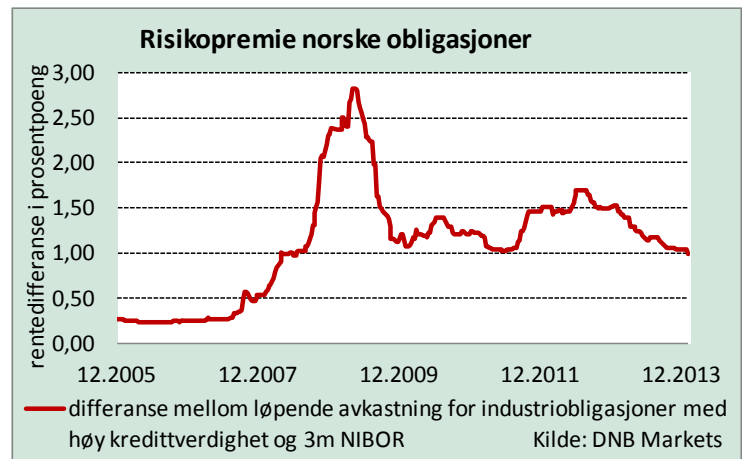
Obligasjoner

Obligasjonsinvesteringer har i hovedsak tre avkastningskomponenter. Statsrentenivået pluss swap-marginen for en gitt løpetid pluss kredittmarginen. Statsrentenivået har i Norge som internasjonalt vært i en fallende trend fra 1982 og frem til 2012. Som grafen nedenfor viser var statsrentenivået i Norge for 10-års obligasjoner 14,2 % i 1982, mens det bunnet ut den 31. juli 2012

på 1,9 %. I dag er 10-årsrenten på ca 3,0 %. Grovt anslått vil 10 årsrenten være summen av vekstraten og inflasjonen. Den videre utvikling vil derfor i høy grad bestemmes av veksten i økonomien og inflasjonen. Dersom veksten fortsetter å være svak og inflasjonen lav kan rentene stabiliserer seg på dagens nivå en stund. Dersom veksten derimot overrasker positivt eller inflasjonen øker så vil rentene kunne stige videre.



Swap-marginer og kredittmarginer er i mye høyere grad knyttet til risikopremier. Når risikoaversjonen øker stiger risikopremiene. Grafen til høyre viser de kraftige utslagene som kommer i kriser. Under finanskrisen steg risikopremien på industriobligasjoner med høy kredittverdighet til 2,8 prosentpoeng, for så å falle tilbake til 1,1 prosentpoeng i 2010. Under eurokrisen steg den samme risikopremien til 1,7 prosentpoeng for deretter å falle tilbake til 1,0 prosentpoeng etter hvert som situasjonen har roet seg ned og fremtidsroen kom tilbake. Risikopremien for europeiske høyrenteobligasjoner var godt under 5 prosentpoeng før finanskrisen. Under finanskrisen steg denne til 17,1 prosentpoeng for så å falle tilbake til rundt 5 prosentpoeng i 2010. Under Eurokrisen i 2011/2012 steg risikopremien til 8,7 prosentpoeng, mens den i dag har falt ned til 2,5 prosentpoeng. Vi ser at dagens kredittmarked reflekterer det mer positivt syn investorene nå har på fremtiden. En ny krise vil skape ny volatilitet med kurstap til følge.



Norske pengemarkedsplasseringer gir i dag om lag 2 % løpende avkastning, obligasjoner med høy kredittverdighet og to års rentebinding gir om lag 3 % og høyrenteobligasjoner med BB kredittverdighet gir om lag 6-7 %. Innen høyrenteobligasjoner opplever vi at det er blitt mer selgers enn kjøpers marked siste året. Det skyldes stor tilstrømming av kapital som skal plasseres. Fortsatt god avkastning innen høyrenteobligasjoner betinger at den globale makroøkonomiske utvikling fortsetter i sitt positive spor og at det fortsetter å være rikelig likviditet i markedene. Selv med en god utvikling vil det bli vanskelig å oppnå en årsavkastning høyere enn 6-7 %, fordi det er begrenset hvor mye mer kredittmarginene kan falle.

Alternative investeringer

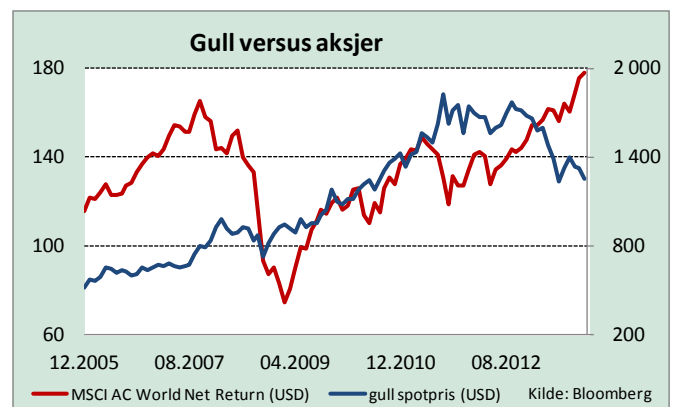
Bak alle investeringer ligger en vurdering av forventet avkastning og risiko. I tillegg bør en investor gjøre en porteføljevurdering for å sikre tilstrekkelig diversifisering og beskyttelse mot nedsiderisiko ved større og spesielle potensielle hendelser.

Renteplasseringer og aksjer vil alltid være ryggraden i en portefølje. Alternative investeringer er interessante og har sin misjon hvis de kan gi en bedre forventet avkastning og risikoprofil, samt virke diversifiserende i en portefølje.

Generelt prøver vi å unngå alternative investeringer som er unødvendig komplekse og dyre. Kompleksitet og kostnader gjør mange alternative investeringer lite hensiktsmessige for de fleste investorer. På den annen side finnes det alternative investeringer som er interessante.

Eiendom er en aktivaklasse som bør være interessant for mange. Vi liker spesielt eiendom hvor det er mulig å forholde seg til forventet avkastning og risiko på en oversiktlig og kontrollert måte. Det tilsier ofte enkeltprosjekter der det er mulig å ta stilling til beliggenhet, kvalitet på bygg og motpartsrisiko. Den forventede avkastning og risiko en slik mulighet representerer må veies opp mot forventet avkastning på renteplasseringer og aksjer. Likviditetspremie og diversifiseringseffekt er en del av den samlede vurdering.

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 har 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. Figuren over viser prisutviklingen for gull



og aksjer siden 2005. Vi ser at prisutviklingen for gull og aksjer har ulike drivere. Jord og skog er også realaktiva som har vist seg å bevare realverdier over tid.

Hedgefond faller ofte inn i dyrt og komplekst kategorien som vi ikke anbefaler. På den annen side finnes det mange hedgefond som er dyktig forvaltet og har strategier som kan være diversifiserende i en portefølje. Gode long/short aksje hedgefond kan være interessante for å redusere nedsiderisikoen i porteføljen når aksjer er høyt priset.

Forvaltning og rådgivning gjennom 2014

Vi går inn i året med en portefølje som er svakt overvektet i aksjer og kredittobligasjoner. Innen aksjer har vi overvekten i internasjonale aksjer, mens norske aksjer er nøytralvektet. For obligasjoner er vi overvektet i norsk kreditt og har kort rentebinding.

Innen internasjonale aksjer er vi i dag undervektet USA og Japan, mens vi er overvektet Europa. Generelt er porteføljen investert hos forvaltere som har en profil hvor det investeres i kvalitetsaksjer som er fornuftig verdsett. Kvalitetsaksjer vil sjelden være billige. Det er viktig å ha et forhold til pris også ved kjøp av kvalitet. Høy pris senker forventet avkastning. Vi vurderer å øke eksponeringen mot Japan og fremvoksende markeder. I Japan stiger nå selskapsinntjeningen mer enn i andre markeder og verdsettelsen er fornuftig, mens valutaen svekker seg. Det kan da være aktuelt å valutasikre en slik investering. Fremvoksende markeder blir mer og mer upopulært å investere i og verdsettelsen relativt til andre markeder blir mer og mer attraktiv. En mulig investering her vil sannsynligvis ha et hovedfokus mot Asia da vi tror at råvarepriser fortsatt vil være under press de nærmeste år, mens det skjer mange spennende strukturelle endringer i Asia blant annet som følge av reformene i Kina og Japan.

Verdsettelsen av det norske aksjemarkedet taler for en fortsatt nøytralvekt i norske aksjer. Det virker på den annen side som om råvareland som Australia, Canada og Norge blir mindre populære blant internasjonale investorer. Vi er også opptatt av den høye risikoen knyttet til oljeprisen i norske aksjeporteføljer. Vi vil i utgangspunktet ha nøytral vekt i norske aksjer, men vurderer å gå i undervekt for da å bruke mer av aksjeeksponeringen internasjonalt.

Innen renteplasseringene vil vi høyst sannsynlig redusere eksponeringen mot norsk høyrente og spesielt om kredittpåslagene faller ytterligere. Vi vurderer å plassere noe av renteporteføljen i internasjonale obligasjonsfond med frie mandater hvor samlet kredittverdighet likevel er høy. Dette vil gi diversifisering ved bruk av 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. Implisitt i dette ligger at vi kan komme til å øke eksponeringen mot sikre renteplasseringer gjennom året om vi opplever at verdsettelsen av aksjer og kreditt blir så høy at risikopremien blir for lav til at det er attraktivt 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 for at det går galt som beskrevet innledningsvis øker. I begge disse tilfeller vil da pengene stå i sikre plasseringer i påvente av bedre investeringsmuligheter.

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