

MARKEDSSYN OG AKTIVAALLOKERING VED INNGANGEN TIL 2017

Oslo, den 16. januar 2017

Den viktigste markedsendringen i 2016 var et skift til et mer positivt syn på global vekst. Redusert deflasjonsfrykt og økte vekstforventninger bidro til god avkastning i risikoaktiva på tross av større politisk risiko som følge av valget i USA og folkeavstemmingen i Storbritannia. Både oljeprisen og den norske kronen styrket seg i 2016.

Ved inngangen til 2017 vurderer vi at følgende temaer og utviklingstrekk vil ha størst innflytelse på markedenes utvikling:

- > Stor geopolitisk usikkerhet har oppstått som følge av endrede og til dels uklare politiske målsetninger hos USA, Kina og Russland. Eurosonen er fortsatt ustabil med viktige politiske valg i 2017.
- > Globalisering og teknologiske fremskritt skaper vinnere og tapere som fører til sosiale spenninger og motreaksjoner i form av proteksjonisme og populisme.
- > Potensiell global vekst er lavere enn før som følge av svak befolkningsvekst i sentrale økonomier, lav produktivitetsvekst og historisk høye gjeldsnivåer. Utviklingen har ført til fallende realrenter og realrentene antas å forbli lave.
- > I 2017 kan verdensøkonomien overraske med bedre vekst enn ventet som følge av et syklisk økonomisk oppsving i USA og etter hvert Europa, samt fortsatt høye økonomiske stimulanser i Kina. Det vil føre til økte inflasjonsforventninger, økte renter og stabile råvarepriser. I USA og Tyskland, som nærmer seg full sysselsetning, vil reallønnene øke.
- > Den ekspansive pengepolitikken fra verdens fem store sentralbanker vil i sum fortsette i 2017. De samlede sentralbankbalanser vil øke. USA vil dreie utviklingen mot høyere grad av finanspolitikk, som kan øke inflasjonspresset i økonomien.
- > Relativ høy verdsettelse og lave renter medfører at forventet avkastning i de fleste aktivaklasser er lavere enn hva vi har vært vant til. Relativ verdsettelse varierer likevel betydelig mellom regioner, sektorer og enkeltaksjer. Dette gir muligheter for meravkastning med god aktiv forvaltning.
- > Ved inngangen til 2017 ligger vi nøytralvektet mellom aksjer og renter. Vi er overvektet kreditt og undervektet durasjon i renteporteføljen.

HOVEDTEMAER FOR 2017

1	2	3	4
RAMMEBETINGELSER (side 3)	VEKSTUTSIKTER (side 6)	PENGEPOLITIKK OG FINANSPOLITIKK (side 12)	KONSEKVENSER FOR AKTIVAALLOKERING (side 15)
Geopolitisk usikkerhet (side 3) Strukturelle rammebetingelser (side 3) Befolkningsutvikling (side 4) Høye gjeldsnivåer (side 4)	Svekket potensiell BNP-vekst (side 6) Konjunkturoppgang (side 7) Prisutvikling råvarer (side 9) Lønnsutvikling (side 10) Renteutvikling (side 10) Inflasjonsforventninger (side 11) Konsekvenser for overskuddene (side 11)	Fortsatt ekspansiv pengepolitikk (side 12) Økende fokus på finanspolitikk (side 13)	Forventet avkastning lang sikt (side 15) Aktiv versus passiv forvaltning (side 15) Verdsetting aksjer (side 16) Verdsetting renter (side 16) Allokering mellom aktivklasser (side 17) Allokering mellom regioner (side 17) Allokering mellom sektorer (side 18) Konklusjon (side 18)

1. RAMMEBETINGELSER

GEOPOLITISK USIKKERHET

Vi lever i en tid hvor den etablerte verdensordenen er i sterk endring. Etter andre verdenskrig har den vestlige verden, ledet av USA, styrt verdensordenen. USA har dominert politisk, økonomisk og militært. De har hatt sterk innflytelse i sentrale institusjoner som Det internasjonale pengefondet (IMF), Verdensbanken, FN og NATO. Perioden har vært preget av en tro på liberal økonomisk styresett. Sovjetunionens fall forsterket posisjonen til USA og den vestlige verden. Utvikling i verdens handelsvolum i denne perioden fremgår av **FIGUR 1**.

USAs økonomiske dominans er redusert med Kinas sterke utvikling og inntreden i den globale økonomien. USAs politiske ambisjoner har avtatt betydelig allerede under president Barack Obama. Valget av Donald J. Trump vil forsterke utviklingen. Ytterligere usikkerhet skapes ved at Trump stiller spørsmål ved USAs forpliktelser i sentrale organisasjoner som NATO og FN og utfordrer etablerte frihandelsavtaler. Både Kina og Russland ønsker å utvide sine interessesfærer. Kina har ressurser til å forfølge sine ambisjoner. Samtidig preges både Europa og Japan med interne utfordringer som følge av spenninger innad i eurosone og stagnasjon i Japan.

Politiske uroligheter og kriger i Midt-Østen og Afrika har skapt store migrasjonsutfordringer for Europa, mens illegal innvandring fra Latin-Amerika til USA skaper spenninger der.

Vi ser som følge av dette en geopolitisk utvikling hvor USA og Vesten utfordres av Kina og Russland. Samtidig utfordres liberale verdier, rettsstatsprinsipper, frihandel og demokrati av proteksjonisme, populisme og karismatiske ledere som blir mer og mer totalitære med liten respekt for maktfordeling og uavhengige institusjoner.

STRUKTURELLE RAMMEBETINGELSER

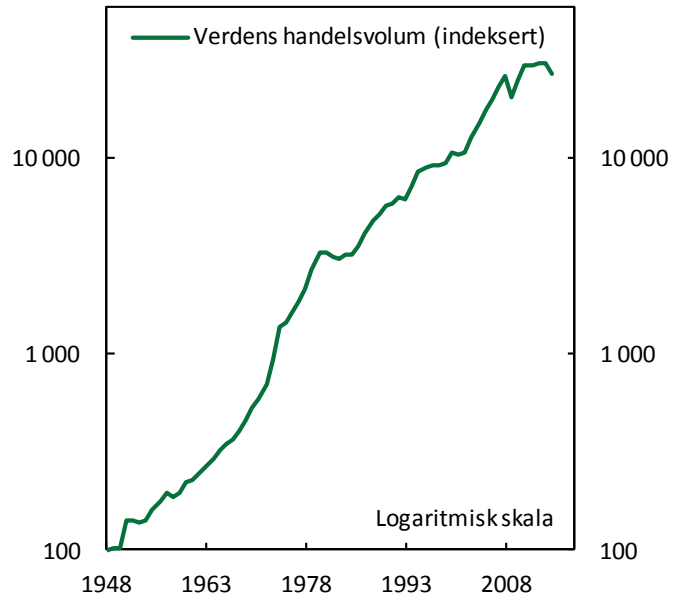
Friere flyt av arbeidskraft, varer og tjenester over grensene legger til rette for en mer effektiv bruk av ressurser, samt vekst i tilhørende aktiviteter, slik som transport. Slik har den raske veksten i global handel etter andre verdenskrig vært positiv for den globale økonomien.

Det som har bidratt positivt til den globale økonomien som helhet, har ikke nødvendigvis vært fordelaktig for alle undergrupper av befolkningen. Flere lavinntektsjobber i høyinntektsland har blitt erstattet av billigere arbeidskraft i utviklingsland. **FIGUR 2** viser at globaliseringen har gått spesielt utover den delen av befolkningen som er uten høyere utdanning i USA. Andre analyser bekrefter det samme bildet og peker på at reallønnsutviklingen for gruppen uten høyere utdanning har vært enda svakere for menn enn for kvinner.

Raske teknologiske endringer og automatisering har også påvirket reallønnsutviklingen. Eksempelvis har antall ansatte i industribedrifter i USA falt med nesten 30 % siden årtusenskiftet, selv om industriproduksjonen har økt i samme periode. Innovasjon er ikke noe nytt.

FIGUR 1

Kraftig vekst i verdenshandelen



Kilde: Verdens handelsorganisasjon

Dampmaskiner og andre maskiner erstattet hester og tekstilarbeidere under den industrielle revolusjonen. Forskjellen er at mennesker, i motsetning til hester, har stemmerett.

Økt global handel og mobilitet av arbeidskraft over landegrensene bidrar generelt til økonomisk vekst, men kan få negative konsekvenser for enkeltgrupper av befolkningen når veksten er svak. I en periode med lav vekst bidrar innvandring til økt konkurranse om færre ledige jobber, og globalisering bidrar til utflytting av etterspurte, nasjonale arbeidsplasser. Dette bidrar til å presse lønningene nedover, spesielt for de ufaglærte.

Brexit og valgresultatet i USA er signaler til det etablerte politiske system om at det er store ubalanser i mange land som dagens politikere må ta på alvor. Begge utfall var delvis en stemme mot globalisering og en refleksjon av enkelte velgergruppers opprør mot konkurranse om innenlandske arbeidsplasser. Med forestående valg i blant annet Frankrike og Tyskland vil vi få klare signaler om hvorvidt antiglobaliseringen sprer seg og kan representere en stor trussel mot eurosamarbeidet i dagens form.

BEFOLKNINGSUTVIKLING

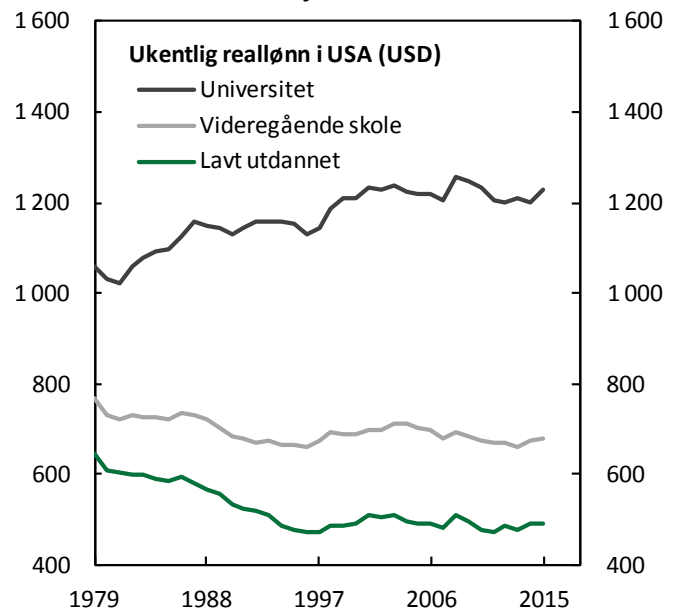
Ifølge FN er verdens årlige totale befolkningsvekst redusert fra 2,1 % i 1968 til 1,2 % i 2015. I sitt hovedscenarior forventer FN at den årlige veksttakten gradvis faller mot 0,1 % mot slutten av dette århundret. Et resultat av dette er at befolkningen eldes og andel i yrkesaktiv alder faller i mange land. Dette er illustrert i **FIGUR 3**. Svekket vekst og eventuelt fall i arbeidsfør befolkning legger en demper på økonomisk vekst.

Strukturen for statlige pensjonsordninger har i høy grad vært basert på løpende finansiering. Skatt fra en relativt sett mindre arbeidsstyrke må finansiere pensjonsutbetalinger til en relativt større andel pensjonister. Bekymringer om svekket pensjon på grunn av dette, kan få folk til å øke privat sparing.

HØYE GJELDSNIVÅER

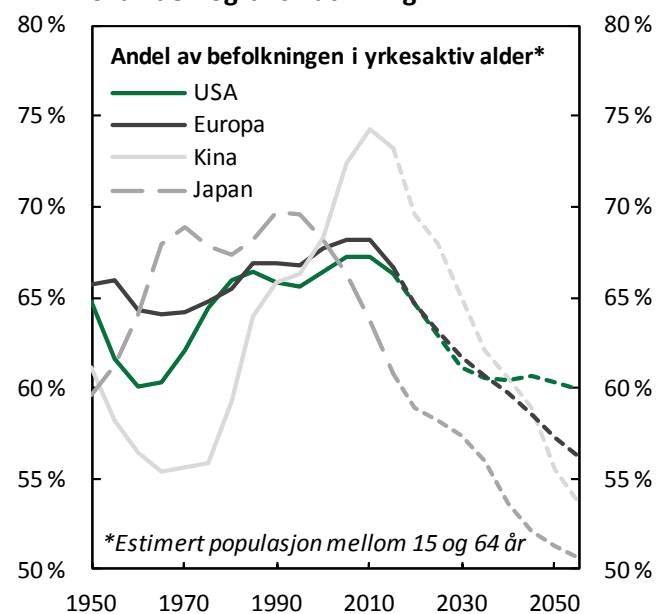
Verdens totale gjeld eksklusiv finansnæringen har vokst til om lag 250 % av BNP. Nytt av ytterligere gjeld er avtakende, men på grunn

FIGUR 2
Større lønnsforskjeller i USA



Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics (2015), Industrifinans

FIGUR 3
Svak demografisk utvikling



Kilde: FN (2015), Industrifinans

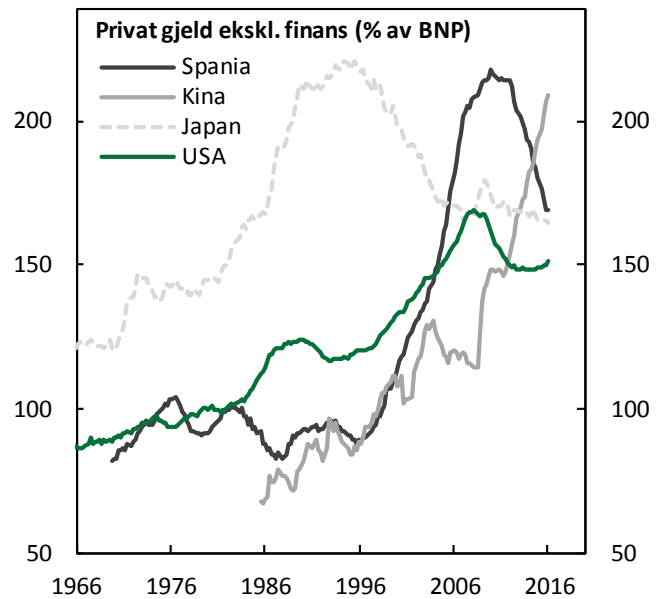
av et fortsatt lavt rentenivå, er gjelden lettere å betjene. Som vi ser av **FIGUR 4** og **FIGUR 5**, har privat gjeld eksklusiv finansnæringen avtatt i prosent av BNP i de senere år, mens det motsatte er tilfelle for offentlig gjeld. Dette er ifølge analyseselskapet BCA Research et typisk tegn på at gjeldssyklusen er inne i siste fase. Japans utvikling siden 1990-tallet er et tydelig eksempel på dette, hvor privat gjeld har avtatt, mens offentlig gjeld har akselerert uten å ha styrket veksten nevneverdig.

De høye gjeldsnivåene vil skape utfordringer, men for øyeblikket er gjeldsnivåene betjenbare siden rentene fortsatt er lave. Hvis rentene stiger på grunn av økt økonomisk aktivitet, er nivåene fortsatt ikke nødvendigvis et u håndterlig problem. Hvis derimot veksten er lav, vil en stadig større andel av lånetakerne kunne få problemer med å gjøre opp for seg.

Kinesisk privat gjeld har gjort Kina mer utsatt. Kinesiske myndigheter ønsker å få en sunnere økonomisk struktur, hvor innenlandsk konsum vokser på bekostning av investeringer og eksport. Kinesiske myndigheter ønsker likevel både reformer og stabilitet. For å nå sitt årlige vekstmål på 6,5 % har kinesiske myndigheter måttet finne en balansegang mellom reformer og status quo, mellom svakere valuta og økt gjeld. **FIGUR 4** viser at privat gjeld i Kina eksklusiv finansnæringen har vokst fra 114 % av BNP før finanskrisen til 209 % av BNP i midten av 2016. Kinesiske myndigheter ønsker å kontrollere kredittveksten som har bidratt til kraftig prisvekst i eiendom og andre formuesobjekter, men frykter samtidig for muligheten for en større økonomisk nedtur. Da oppgangen i kinesiske aktivapriser tiltok som mest i 2014 og første halvår i 2015, forsøkte myndighetene å stramme inn på stimulansene. Dette bidro til en avkjøling i eiendomssektoren, kraftig aksjefall og et svakere arbeidsmarked. Samtidig var det svakere økonomisk vekst. For å kunne nå vekstmålet i 2016, økte myndighetene stimulansene ved utløpet av 2015 og i løpet av fjoråret. Dette ser ut til å ha bidratt til høyere vekst i 2016. Samtidig har eiendomsprisene fortsatt å stige.

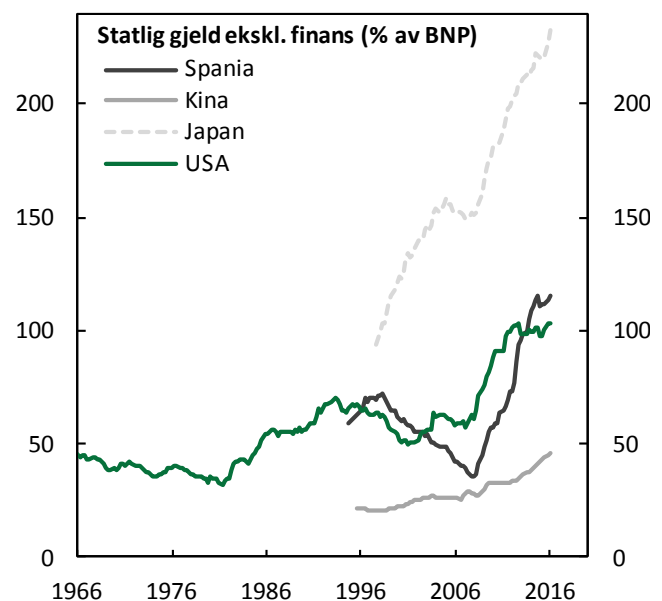
I det lange løp er det imidlertid klart at Kinas gjeldsvekst ikke kan fortsette å øke i nåværende tempo. Myndighetene oppfordres stadig til å bevege seg bort fra sin av-og-på-reformpolitikk og heller innføre flere tilbudssidere reformer. Selv om økt privat gjeld har skapt ubalanser, har staten store valutareserver og kapasitet til å ta over mye dårlig privat gjeld for å stabilisere økonomien om nødvendig.

FIGUR 4

Stor variasjon i privat gjeldsutvikling

Kilde: BIS total credit statistics

FIGUR 5

Statlig gjeld vokser

Kilde: BIS total credit statistics

2. VEKSTUTSIKTER

SVEKKET POTENSIELL BNP-VEKST

Vi observerer nå en lavere potensiell BNP-vekst enn tidligere i verdens store økonomier. Dette skyldes lav befolkningsvekst og fallende produktivitsvekst, hvor spesielt lave fødselsrater og en aldrende befolkning er rådende i mange sentrale land.

Potensiell vekst kan defineres som økonomiens fartsgrense, som er den maksimale veksten en økonomi kan ha uten at inflasjonen blir for høy. Potensiell vekst vil i høy grad bestemmes av vekst i arbeidsfør befolkning, vekst i realinvesteringer og produktivitsvekst.

Produktivitsveksten begynte å falle før finanskrisen. Årsakene er debattert. En årsak er lavere realinvesteringer i den vestlige verden. Kina har overinvestert i tungindustri hvor det er skapt overkapasitet med lav kapitalavkastning til følge, mens andre land har hatt mangelfulle realinvesteringer. Arbeidskraftens mobilitet er svekket i mange land, og veksten i global handel er lavere enn før. Produktivitsveksten har derfor nesten forsvunnet.

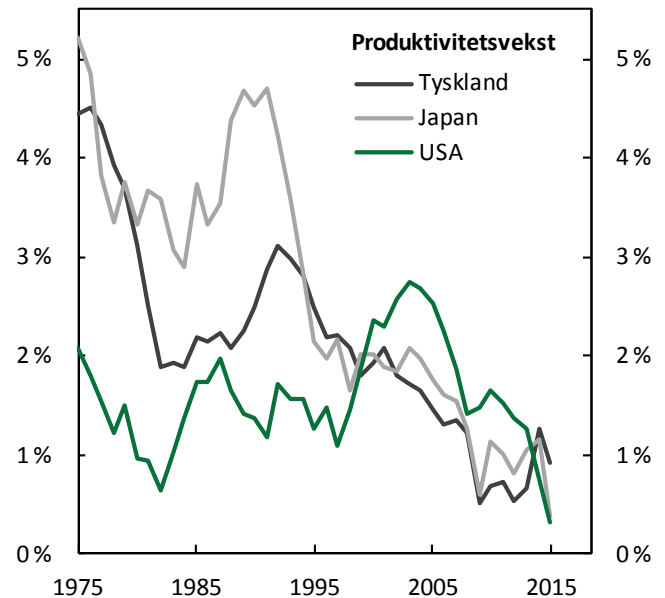
I USA skyldes redusert potensiell vekst primært svekket vekst i produktiviteten. Produktivitsveksten i USA er nå under 1 %, som vist i **FIGUR 6**. I tillegg har lavt nivå på realinvesteringer og svekket mobilitet etter finanskrisen også bidratt til redusert potensiell vekst.

Global handel har utviklet seg svakere. Global handel bidrar til større spesialisering og høyere produktivitet. Veksten i handelsvolum av varer og tjenester har oftest vært sterkere enn realøkonomisk vekst og bidratt til å styrke denne. Som **FIGUR 7** viser, har vi i de senere år hatt tre perioder hvor handelsveksten dempet den økonomiske veksten. Dette skjedde etter at IT-boblen sprakk, under finanskrisen og nå i den senere tid. Den gryende proteksjonistiske bølgen vi har beskrevet tidligere i brevet, kan legge en varig demper på handelsveksten og bidra til lavere potensiell vekst. På den positive siden forventer IMF at handelsveksten igjen skal bli sterkere enn realøkonomisk vekst.

Som investorer bør vi følge den videre utviklingen i produktivitsveksten nøye da dette er en helt sentral parameter for nivået på potensiell BNP-vekst.

Potensiell vekst preges nå av at veksten i arbeidsfør befolkning er svekket, veksten i realinvesteringer er svak, og produktivitsveksten i sentrale land er under 1 %. Lombard Street Research (LSR) estimerer at potensiell vekst er 1,5 % i USA og 1 % i Europa.

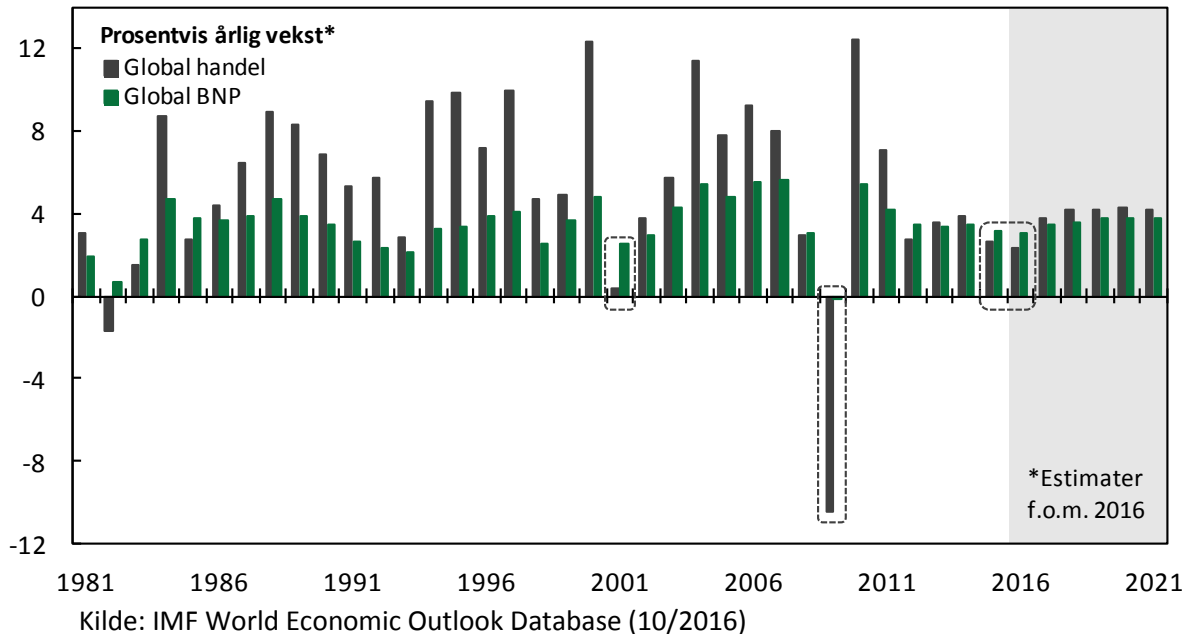
FIGUR 6
Svak produktivitsvekst



Kilde: OECD (2017)

FIGUR 7

Verdens handelsvekst er mot normalt lavere enn veksten i BNP



KONJUNKTUROPPGANG

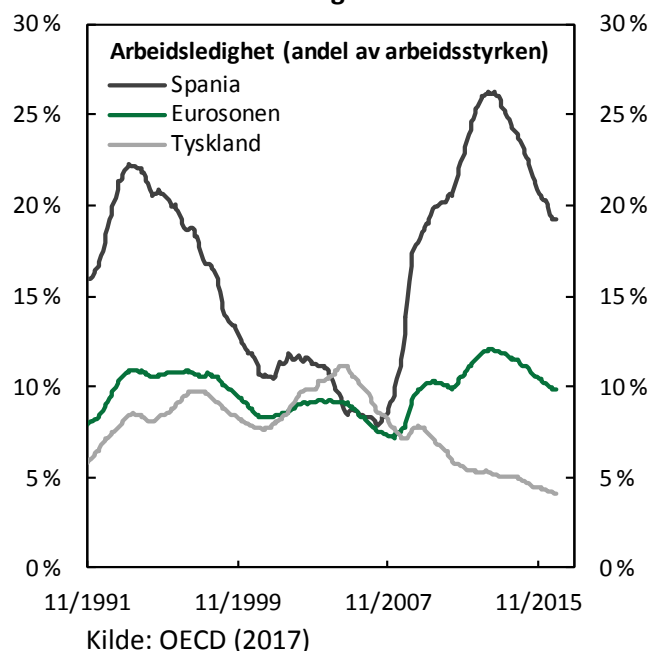
Selv om vi er i en epoke med lav potensiell vekst, opplever USA nå en oppgangskonjunktur og Kina nyter godt av ytterligere stimulanser. Europa ligger etter, men viser også klare tegn på styrket konjunktur. USA har hatt en svak, men lang konjunkturoppgang etter finanskrisen. Dagens arbeidsmarked, med rundt 5 % arbeidsledighet i 2016, har nådd full naturlig sysselsetting etter de fleste definisjoner av begrepet. I Europa er det langt igjen til samme lave arbeidsledighet, men også her synker arbeidsledigheten i flere land, som framgår av **FIGUR 8**.

Det er interessant at selv om arbeidsmarkedet har bedret seg betydelig i USA og er på bedringens vei i Europa, har ikke økt sysselsetting vært fulgt av den samme styrkingen av økonomisk vekst som tidligere. Dette kan likevel endre seg, da vi forventer høyere vekst og ser en klar styrking av inflasjonsforventningene. Den store jokeren er om produktivitetsveksten tar seg opp.

På tross av dette har den amerikanske sentralbanken (Fed) vært svært forsiktige med rentehevinger. Når dette ses i sammenheng med allerede oppnådd naturlig sysselsettingsnivå, kan det argumenteres for at de henger etter i konjunkturoppgangen. Sentralbanksjef Janet Yellen har eksplisitt kommentert at Fed heller vil la inflasjonen overstige målsetningen enn å sette opp rentene for tidlig. Inflasjonen har ligget under målsetning i flere år og Fed er åpne for å måle inflasjonen som et snitt over en periode. De tar også hensyn til svekkelsen i potensiell vekst

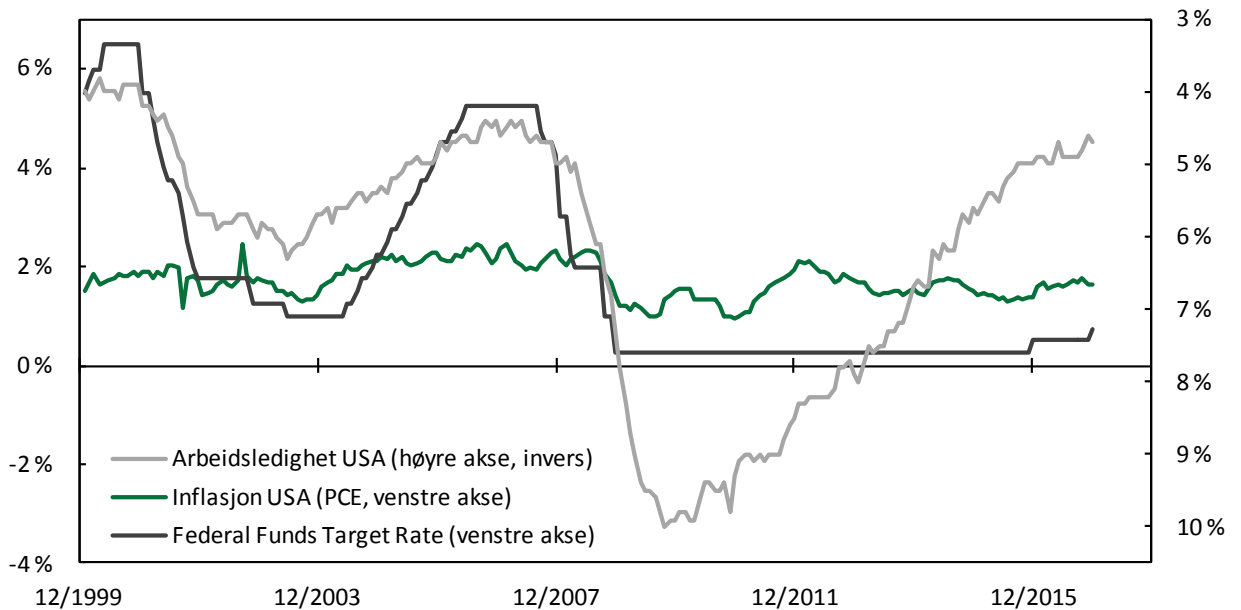
FIGUR 8

Fallende arbeidsledighet



FIGUR 9

Full naturlig sysselsetting i USA, men fortsatt svært lave styringsrenter



Kilde: Bloomberg

som tilsier en lavere styringsrente enn før. Fed ønsker ikke å torpedere en skjør og hardt tiltrengt konjunkturoppgang.

Som **FIGUR 9** viser, var Feds styringsrente atskillig høyere i de forrige periodene med full naturlig sysselsetting. Vi begynner imidlertid å se signaler på at BNP-veksten i USA er sterkere enn den potensielle veksten, slik at vi nå kommer til et vekstnivå som kan gi økt inflasjon. Ifølge LSR har USA allerede en overopphetet økonomi med 2 % vekst mot potensiell vekst på 1,5 %.

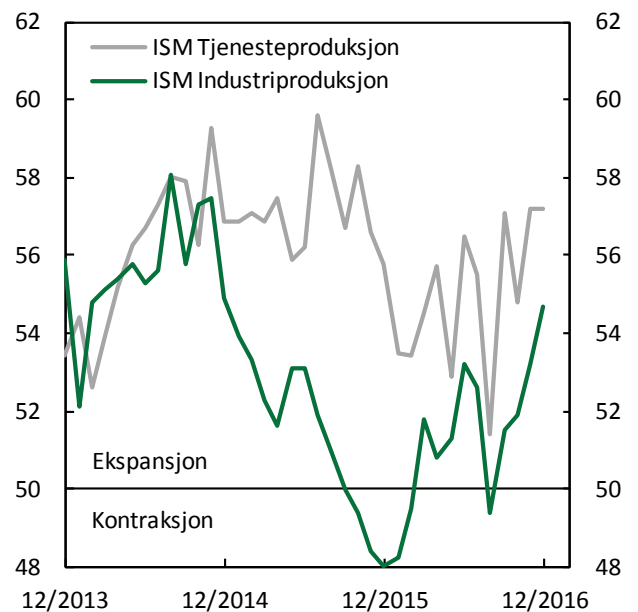
Ved inngangen til 2016 sprikte veksten i amerikanske bedrifter mellom industriproduksjon som falt og tjenesteproduksjon som steg, målt ved Institute of Supply Managements (ISM) velkjente indekser som fremgår av **FIGUR 10**. Figuren illustrerer at industriproduksjonen snudde fra fall til vekst i løpet av året, også den drevet av konjunkturoppgangen i USA.

En sterk drivkraft til styrkede konjunkturer i 2016 var at Kina igjen økte sine økonomiske stimulanser. Dette har vært med å opprettholde den økonomiske veksten i Kina og styrke etterspørselen etter råvarer.

Vi forventer en stabil utvikling i Kina i 2017 med en videreføring av dagens økonomiske stimulanser. Den sittende presidenten Xi Jinping vil vektlegge stabilitet fram mot den 19. partikongressen i november. Partikongressene som avholdes hvert femte år, er svært sentrale begivenheter i Kinas politiske struktur.

FIGUR 10

Bedrede økonomiske utsikter i USA



Kilde: Bloomberg

Risikoen knyttet til den positive konjunkturutviklingen vi nå ser, er at rentene stiger for fort i USA, populistiske partier vinner valgene i Frankrike og Tyskland eller om vi får uventet store valutakurssvingninger, hvor japansk og kinesisk valuta er mest utsatt på bakgrunn av interne ubalanser.

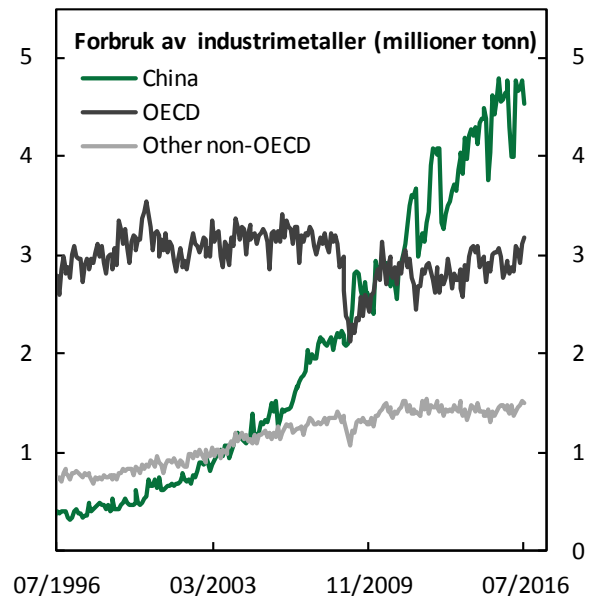
PRISUTVIKLING RÅVARER

Kinesiske økonomiske stimulanser har også ført til økte råvarepriser. Kinas betydning for råvaremarkedet er vanskelig å overvurdere. **FIGUR 11** viser at Kinas konsum av industrielle metaller har økt mer enn 1000 % siste 20 år. Til sammenligning har resten av verdens konsum økt rundt 30 % i samme periode. Kinas konsum av industrielle metaller utgjorde ved siste måling om lag halvparten av hele verdens konsum.

Oljeprisen er viktig for norsk økonomi. Amerikansk skiferolje er blitt svingproduzenten i oljemarkedet. **FIGUR 12** viser aktive oljerigger for utvinning av skiferolje i USA. Antall aktive rigger ble kraftig redusert i det store prisfallet. Da oljeprisen begynte å stige, har også antall aktive rigger fulgt etter. På mellomlang sikt kan det derfor antas at det nye regimet med fleksibel oljeproduksjon i skiferbrønnene i USA bidrar til et visst tak på oljeprisen og demper konsekvensene av OPECs nylig vedtatte produksjonsbegrensninger.

FIGUR 11

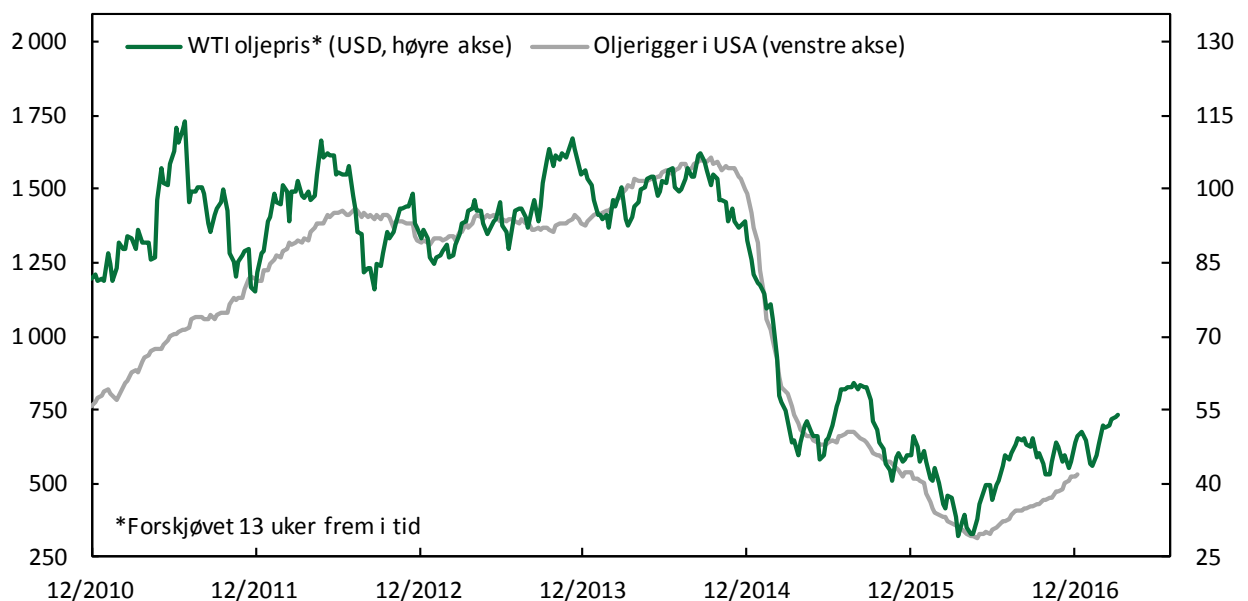
Kina dominerer råvareetterspørselen



Kilde: World Bureau of Metal Statistics

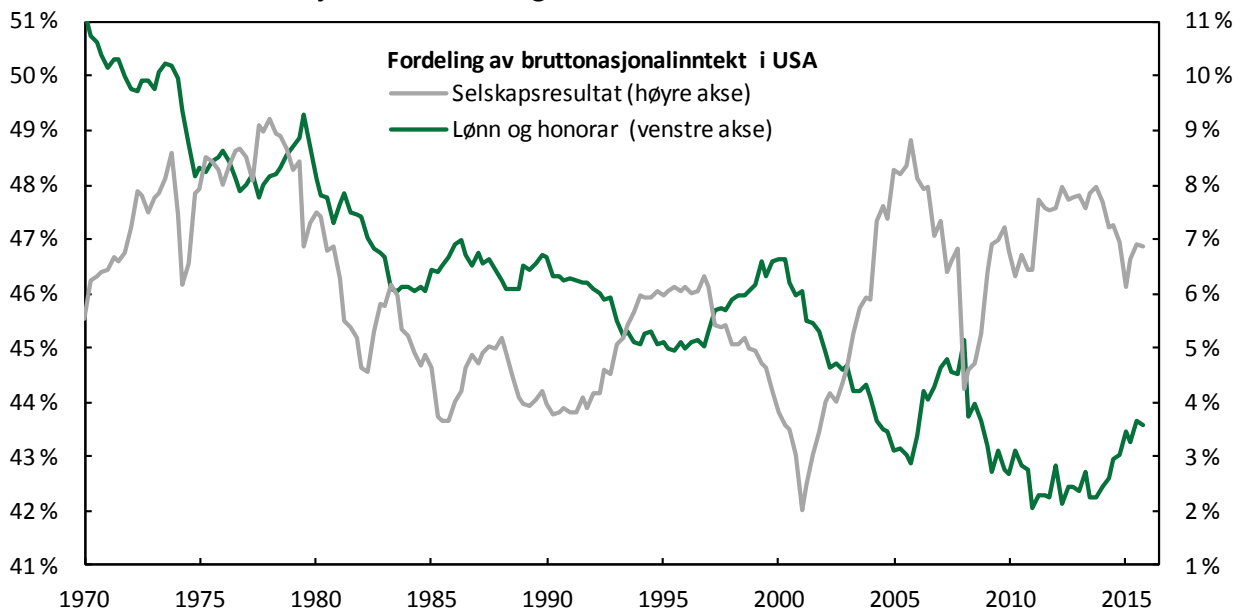
FIGUR 12

Skiferoljeproduksjonen i USA følger oljeprisen



Kilde: Baker Hughes, Bloomberg, Industrifinans

FIGUR 13
Andel av bruttonasjonalinntekt som går til arbeidstakerne tiltar



Kilde: Federal Reserve Economic Research, Industrifinans

LØNNSUTVIKLING

Dagens fulle naturlige sysselsetting i USA skaper lønnspress. **FIGUR 13** viser utvikling i lønnskostnader målt opp mot utvikling i bedriftenes overskudd. Arbeidskraftens andel øker nå etter mange år med motsatt utvikling.

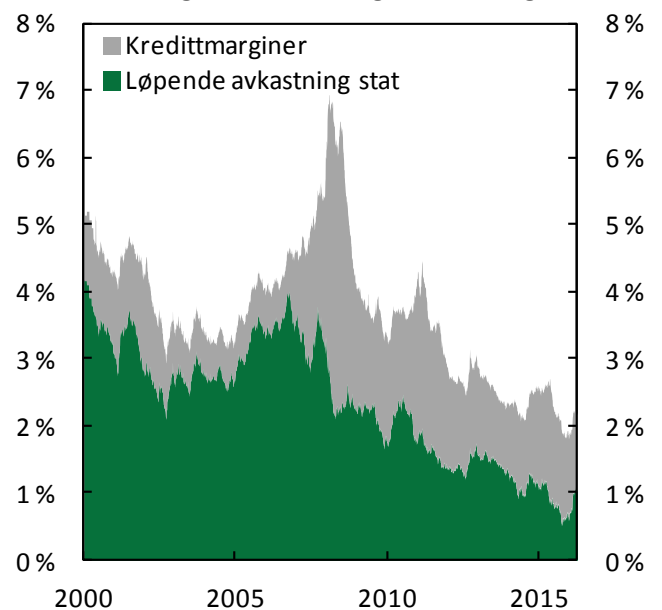
RENTEUTVIKLING

Svekket potensiell vekst har lagt en demper på renteutviklingen i store deler av verden. I de siste årene har statsrenter vært på historisk lave nivåer, de laveste i moderne tid. Det sykliske oppsvinget i økonomisk vekst har likevel gitt en viss renteøkning fra disse lave nivåene. USA leder an i denne utviklingen blant OECD-landene. I USA øker rentene både på grunn av økninger i sentralbankrenten og styrkede forventninger til økonomisk vekst og inflasjon.

I eurosonen blir rentenivået fremdeles holdt nede av fortsatt ekspansiv pengepolitikk med kvantitative lettelser fra den europeiske sentralbanken. I Japan blir i praksis 10-årige statsrenter holdt nede rundt 0 % ved hjelp av sentralbankens obligasjonskjøp.

I vurderingen av konsekvensene av renteoppgangen for bedriftenes kapitalkostnad, er det viktig å ta hensyn til kredittpåslag. **FIGUR 14** viser utvikling i globale statsrenter samt et anslag på utviklingen i de globale kredittmarginene. Ifølge Barclays har amerikanske kredittobligasjoner nå en gjennomsnittlig løpetid på over 9 år, slik at det generelt vil ta lang tid før eksisterende låneporteføljer med fastrente har behov for refinansiering til nye rentenivåer. Dermed vil det ta tid før bedriftenes kapitalkostnad stiger på grunn av høyere rentenivå.

FIGUR 14
Utvikling i statsrenter og kredittmarginer



Kilde: Bloomberg

INFLASJONSFORVENTNINGER

Det har i 2016 vært et skifte i sentimentet fra deflasjonsfrykt til økte inflasjonsforventninger. Årsaken er blant annet lønnsvekst, spesielt i USA. **FIGUR 15** viser at kjerneinflasjonen i USA tiltok selv da råvareprisene falt i 2015, selv om den samlede konsumprisinflasjonen har vært svekket. Etter hvert som de direkte og indirekte effektene av råvareprisfallet forsvinner, forventes konsumprisinflasjonen å tilta. Også inflasjonsforventningene er styrket markant, noe som fremgår av **FIGUR 16**. Disse inflasjonsforventningene er langsiktige med 10-års horisont og er direkte avledet av hva markedet er villig til å betale for inflasjonssikrede obligasjoner.

Også hva utviklingen i konsumpriser angår, er det grunn til å tro på regionale forskjeller mellom USA på den ene siden og eurosonen, samt Japan på den andre siden.

KONSEKVENSER FOR OVERSKUDDENE

Alle de foregående delene av kapittelet om vekst må tas med i vurderingen av forventninger til framtidig overskudd i bedriftene. Forventet vekst og tilhørende inflasjon påvirker overskuddet i bedriftene. Svekket potensiell vekst vil bidra til svekket inntektsvekst. Amerikansk konjunkturoppgang virker positivt.

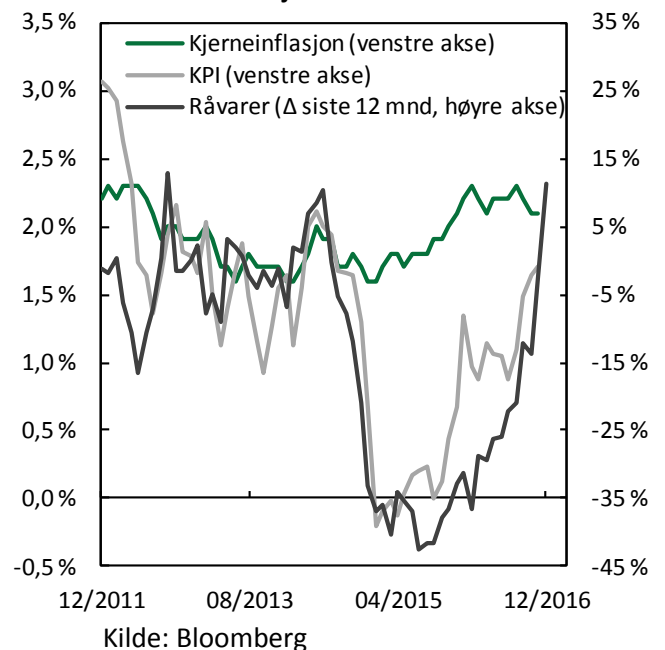
Råvarepriser har svært forskjellig betydning for ulike sektorer. Prisutviklingen for disse slår rett inn på bunnlinjen for enkelte industrier og rett inn på topplinjen for andre. Det har vært et tydelig skille mellom sektorene energi og materialer og de øvrige sektorene.

Lønnsveksten er sentral, og kanskje undervurdert i høye forventninger til ny vekst i overskuddene. Lønnsveksten slår også relativt fort inn i regnskapstallene og reduserer marginene, såfremt produktivitetsveksten ikke motsvarer lønnsveksten.

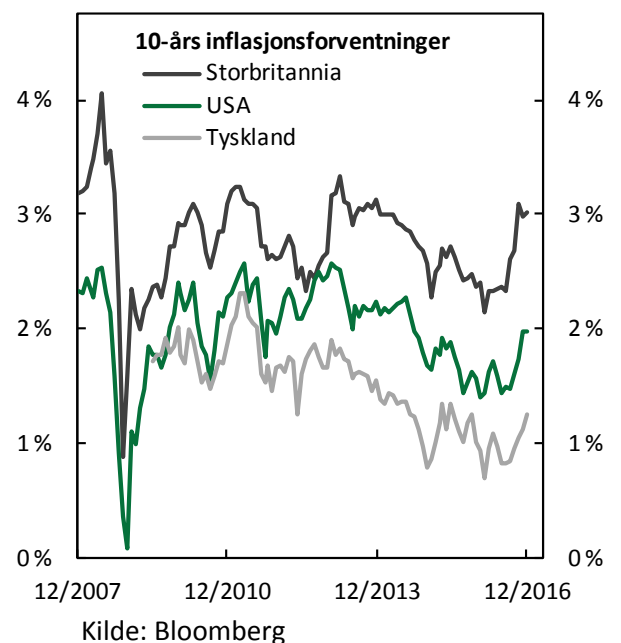
Stigende rente vil redusere overskuddene noe mer fram i tid, da bedriftenes låneporteføljer nå har en relativt lang rentebinding. Denne rentebindingen er nå om lag 7 år i USA.

Generelt er det høye forventninger til overskudd i 2017. Den positive effekten av konjunkturoppgangen antas å veie tyngre enn den negative effekten av lønnsvekst og renteøkning. Dersom produktivitetsveksten skulle ta seg opp, vil dette også berettige høyere lønnsvekst. Spørsmålet er om overskuddsutviklingen blir sterk nok.

FIGUR 15
Realisert inflasjon tiltar



FIGUR 16
Stigende inflasjonsforventninger



3. PENGEPOLITIKK OG FINANSPOLITIKK

FORTSATT EKSPANSIV PENGEPOLITIKK

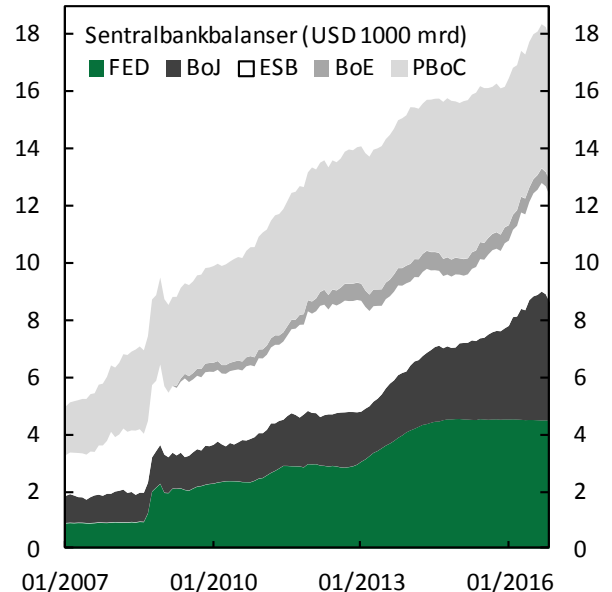
Årene etter finanskrisen har i høy grad stått i sentralbankenes tegn. Styringsrentene er blitt kuttet til historisk lave nivåer, og ikke minst har sentralbankenes balanser ekspandert i et forsøk på å tilføre markedene likviditet. **FIGUR 17** viser utviklingen i balansene til de viktigste sentralbankene. Målsetningen har vært økt økonomisk aktivitet gjennom kredittvekst, økt konsum og økt inflasjon. Veksten, målt ved BNP, har imidlertid ikke utviklet seg som ønsket, og inflasjonen har holdt seg på nivåer godt under sentralbankenes målsetninger. Samtidig har inflasjonsjusterte styringsrenter i de fleste modne økonomier vært negative over lang tid, og vil sannsynligvis forbli negative inntil sentralbankene begynner å betrakte inflasjonen som faretruende høy eller global vekst styrkes vesentlig. **FIGUR 18** viser inflasjonsjustert styringsrente i USA. Pengepolitikken har imidlertid bidratt til å styrke tilliten til markedene, økt kredittgivning i bankene, og ikke minst gitt lavere diskonteringsrente.

Kritikerne av sentralbankenes politikk har pekt på at den i begrenset grad har kommet den jevne arbeider til gode, og målt i form av den såkalte GINI-koeffisienten har lønnsforskjellene i USA fortsatt å øke etter finanskrisen. I Vest-Europa er det Storbritannia som har hatt den høyeste økningen i lønnsforskjellen, mens Norden utpeker seg som en region med lave relative forskjeller i lønn. Lett tilgang på kapital har dessuten bidratt til at selskaper som gjennom en vanlig konjunktursyklus hadde blitt tvunget til å effektivisere driften eller stenge dørene har kunnet fortsette sin drift som før, populært kalt Zombie-selskaper.

I USA har Fed nå begynt å sette opp styringsrenten. Denne er satt opp to ganger siden desember 2015, og det forventes ytterligere rentehevinger inneværende år. Selv om Fed ikke lenger utvider balansen i form av obligasjonskjøp blir renter og avdrag fra eksisterende obligasjonsbeholdning fortsatt reinvestert i markedet. Neste steg vil derfor være at Fed ikke lenger reinvesterer sine posisjoner og derigjennom gradvis bygger ned balansen. Det forventes imidlertid ikke at dette vil skje allerede i år.

FIGUR 17

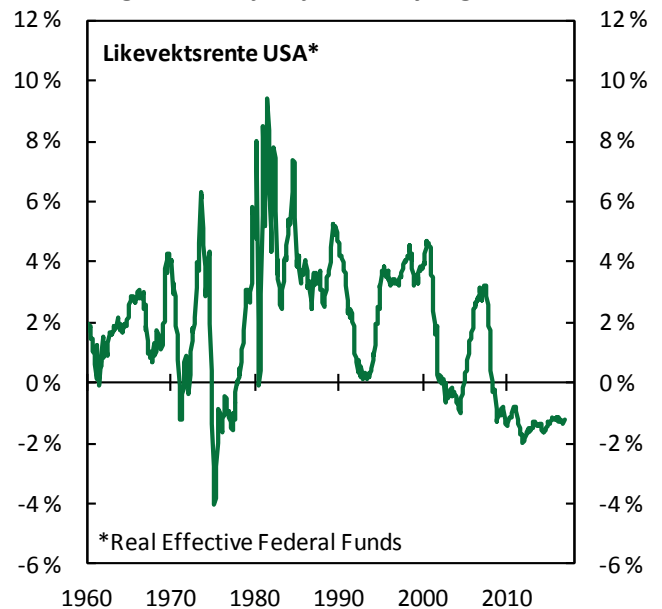
Sentralbankbalansene vokser fortsatt



Kilde: Bloomberg

FIGUR 18

Negativ inflasjonsjustert styringsrente



Kilde: Federal Reserve Economic Research, Industrifinans

Den europeiske sentralbanken (ESB) fortsetter imidlertid med sine obligasjonskjøp, som i utgangspunktet skulle avsluttes april 2017. I rentemøtet i desember 2016 ble disse besluttet forlenget ut 2017, men hvor månedlige kjøp reduseres fra EUR 80 til 60 milliarder. Dette er et resultat av at økonomien i eurosonen har mer ledig kapasitet enn i USA samtidig som inflasjonen fortsatt er langt under inflasjonsmålet. Utover effektene beskrevet over vil også kvantitative stimulanser å svekke egen valuta, men de siste måneders svekkelse av EUR mot USD kan i all hovedsak tilskrives en styrket USD i kjølvannet av økte inflasjonsforventninger i USA etter presidentvalget i november 2016.

Den japanske sentralbanken (BoJ) er inne i sitt fjerde år med Abenomics, bestående av en ekspansiv pengepolitikk, økt offentlig forbruk (finanspolitikk) og reformer som tar sikte på å bedre produktiviteten. Pengepolitikken har så langt bidratt til at JPY har svekket seg med over 30 % mot USD, men effekten på økonomisk vekst og inflasjon har så langt vært tilnærmet fraværende. I lys av BoJs relativt sett mer aggressive tiltak i form av betydelige kjøp av statspapirer, kjøp av selskapskreditt samtidig som japanske pensjonsfond som et ledd i politikken har kjøpt aksjer i form av ETFer (børsnoterte indeksfond), er spørsmålet hva som kan være det neste som BoJ trekker opp av hatten. Såkalte helikopterpenger er det mest nærliggende virkemiddelet, enten i form av at BoJ kjøper evigvarende statsobligasjoner med nullrente eller at det utstedes verdikuponger som gis til japanske husholdninger. Inntil videre har imidlertid BoJ fokus på de pågående stimulansene, med potensial for å kutte styringsrentene ytterligere eller øke kjøpene av blant annet selskapskreditt.

Også Kina er inne i en fase med ekspansiv pengepolitikk, primært i form av fallende styringsrenter. Den kinesiske sentralbanken (PBoC) gjennomfører imidlertid ikke kjøp av statspapirer på samme måte som de andre sentralbankene, men stimulerer økonomien gjennom blant annet reduserte kapitalkrav til bankene for å styrke utlånsveksten.

ØKENDE FOKUS PÅ FINANSPOLITIKK

Et tilbakevendende tema har vært at pengepolitikken ikke alene kan redde økonomien, og at også finanspolitikken aktivt må benyttes for å bidra til økt aktivitet. De mest nærliggende finanspolitiske tiltakene er reduserte skatter og avgifter samt økte offentlige investeringer. Blant andre IMF har etterspurt større investeringer i infrastruktur som et virkemiddel for å få en mer betydningsfull økonomisk aktivitet. Avtroppende president Obama har lenge ønsket å gjennomføre større investeringer i infrastruktur i USA, men ikke klart å få dette vedtatt i Kongressen hvor republikanerne har flertall. Også Trump har tydelig signalisert at han ønsker å investere USD 800-1000 milliarder i infrastrukturprosjekter i USA, og det vil komme som en overraskelse dersom hans partikolleger i Kongressen igjen stemmer mot. Ved siden av de åpenbare effektene av slike investeringer som ytterligere nedgang i arbeidsledigheten og økt innenlands aktivitet lider også deler av USAs infrastruktur av manglende investeringer, som illustrert i **FIGUR 19**.

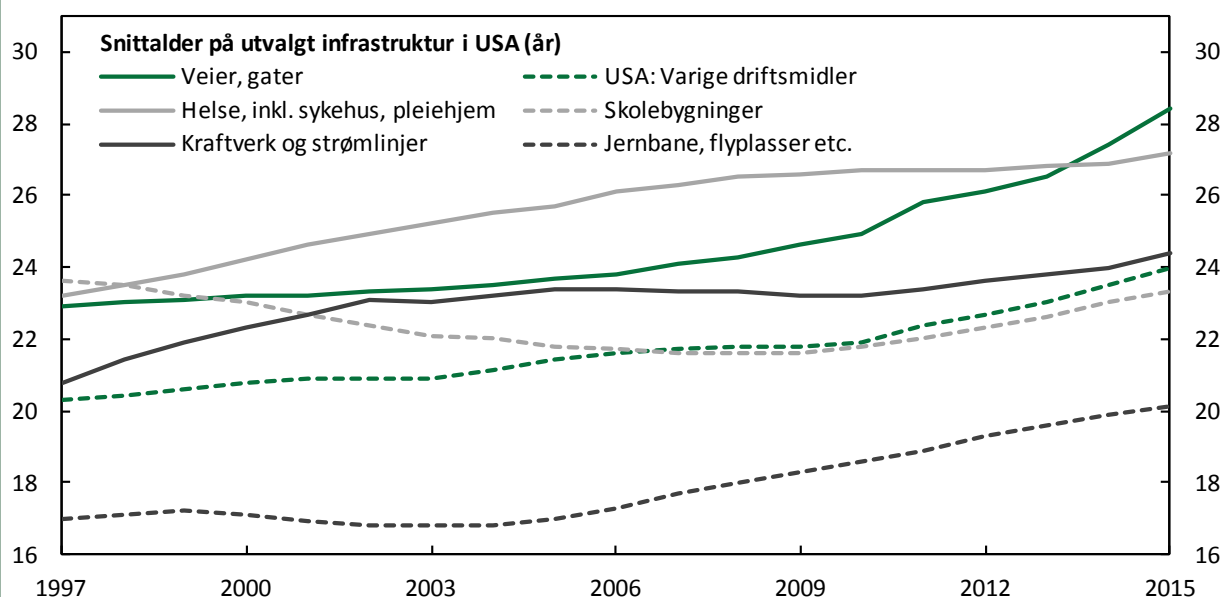
Ved siden av økte investeringer ønsker Trump også å gjennomføre en skattereform. Målsetningen er å redusere selskapsskatten i USA, som ifølge OECD i dag er opp mot 38,92 %, til nivåer under 20 %. Til sammenligning er selskapsskatten i Tyskland 30,18 % og 20 % i Storbritannia. Grovt regnet kan en reduksjon i selskapsskatten bidra med mellom 10 og 20 % økning i selskapenes inntjening per aksje, som ved uendrede nøkkeltall vil gi seg utslag i tilsvarende økte aksjekurser.

Europeisk økonomi har med en arbeidsledighet i eurosonen på rundt 10 % mer ledig kapasitet enn eksempelvis den amerikanske, men bortsett fra EUR 350 milliarder i et paneuropeisk infrastrukturfond lansert tilbake i 2014, har Europa hatt større fokus på gjeldsnivåer enn ekspansiv finanspolitikk. De strukturelle utfordringene i eurosonen med begrenset arbeidsmobilitet på tross av en felles valuta tilsier også at det kan være lenge til

arbeidsledigheten faller til nivåene før finanskrisen. Eurosamarbeidet preges også av at Tyskland, som har vært gjennom to perioder med hyperinflasjon de siste 100 årene, for enhver pris vil unngå for høy inflasjon.

Japan er en stor usikkerhetsfaktor. Det er vanskelig å se for seg hvordan Japan vil løse sine statsfinansielle og strukturelle utfordringer over tid, hvor en aldrende befolkning representerer den største bøygen. Den største fordel er imidlertid at japansk statsgjeld nesten i sin helhet er eid av japanske institusjoner og privatpersoner. Store bevegelser i den japanske valutaen kan likevel skape internasjonale konsekvenser.

FIGUR 19

Stort investeringsbehov i infrastruktur i USA

Kilde: U.S. Bureau of Economic Analysis

4. KONSEKVENSER FOR AKTIVAALLOKERING

FORVENTET AVKASTNING LANG SIKT

De fleste aktører er enige i at dagens relativt høye verdsetting og lave renter medfører lav forventet avkastning for de fleste aktivaklasser. Det anerkjente analyseselskapet BCA Research opererer ved inngangen til 2017 med forventede avkastninger for ulike aktivaklasser som fremgår av **FIGUR 20**.

FIGUR 20

Lavere forventet avkastning fremover

	COMPOUND % RETURNS P.A.		
	THE PAST 1982-2016	THE FUTURE 2016-2026	PORTFOLIO WEIGHT (%)
U.S. EQUITIES	11.2	3.7	45
OTHER DEVELOPED EQUITIES	9.0	5.5	15
EM EQUITIES	11.0	10.5	5
10-YEAR TREASURIES	9.3	2.6	25
CORPORATE BONDS	10.0	3.0	10
TOTAL PORTFOLIO*	10.3	4.0	100
INFLATION	2.7	2.0	
TOTAL PORTFOLIO REAL RETURN	7.4	1.9	

*Avkastningen er gitt vektene i kolonnen til høyre. Vektene er ikke anbefalinger.

Kilde: BCA

AKTIV VERSUS PASSIV FORVALTNING

Industrifinans søker etter dyktige aksjeforvaltere som har en aktiv tilnærming til investeringsvalg. I tillegg prefereres forvaltere med investeringsfilosofi og -strategi som fokuserer på langsiktig fundamental verdiskapning.

Aktiv forvaltning i seg selv er ingen garanti for god langsiktig avkastning. Noen forvaltere gjør det bedre enn markedet, mens andre gjør det dårligere. Uansett påløper det forvaltningskostnader. Investor må derfor søke nøye blant forvaltere av aktivt forvaltede fond for å finne den spesifikke investeringsfilosofien og strategien for aktiv forvaltning som investor har tro på skal gi ønsket risikjustert avkastning. Industrifinans bidrar med råd og kompetanse i denne prosessen.

Ulike perioder i markedet preges av ulike muligheter til å skape resultater innen aktiv forvaltning. Perioder hvor hele markedet løftes av en eller få større faktorer, kan gi god avkastning i mange aktivaklasser, slik som tidevannet løfter alle båter.

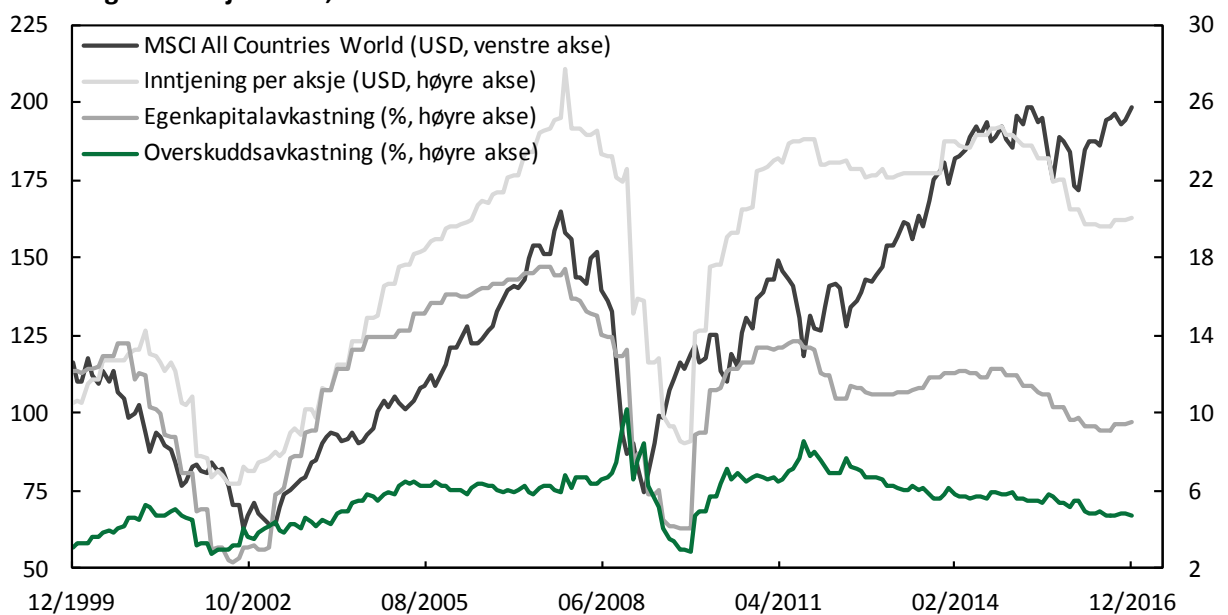
Perioden vi går inn i, bærer derimot med seg generelt lavere forventninger til avkastning. Det vil likevel kunne være større forskjeller i avkastningen mellom enkeltaksjer. Den riktige investeringsfilosofien og strategien vil derfor kunne ha større muligheter til god langsiktig avkastning og til meravkastning utover markedet.

VERDSETTING AKSJER

Dagens verdsetting av internasjonale aksjer er høy sett i et historisk perspektiv. Det er da sentralt å se verdsettingen av aksjer i lys av de momenter som er behandlet tidligere i dette markedssynet. Fallende likevektsrenter har hatt effekt for kapitalkravet for investeringer og bidratt til å løfte verdsettingen av aksjer. Fallende rentenivå har dog ikke skjedd isolert, men i en økonomi med svekket potensiell vekst på aggregert nivå. Vekst i aggregert selskapsinntjening inngår i den potensielle veksten. Fallende vekstforventninger burde da bidra til å redusere verdsettingen. **FIGUR 21** viser indeksutviklingen og ulike nøkkeltall for verdens aksjemarked (MSCI AC World). Figuren viser at de senere års oppgang i aksjekursene ikke er understøttet av tilsvarende vekst i inntjening.

Crestmont Research hevder i sin rapport "P/E ratios and inflation" at historisk har perioder med positiv, men ikke for høy inflasjon vært perioder med høy verdsetting av aksjer. Markedet hadde lenge en frykt for deflasjon. Dette ville kunne tippe balansen i negativ retning og gi redusert verdsetting. Når markedet nå anser sannsynligheten for konjunkturoppsving og tiltakende inflasjon som høyere, har dette ifølge Crestmont også vært perioder som i mindre grad har kunnet opprettholde høy verdsetting dersom inflasjonen blir for høy.

FIGUR 21
Stigende aksjekurser, men stabilt overskudd



Kilde: Bloomberg

VERDSETTING RENTER

Med historisk lave løpende renter på statsobligasjoner i mange land, er også verdsettingen av disse obligasjonene blitt svært høy. Verdsettingen har vært drevet opp av utstrakte kvantitative lettelsener fra sentralbanker som har innebåret kjøp av statsobligasjoner. Prisingen har vært rettferdiggjort av noen investorer på grunn av den relative tryggheten i statsobligasjonene. Samtidig har offentlig regulering av institusjonelle investorer favorisert statsobligasjoner. Det har likevel vært svingninger i den ellers lave løpende avkastningen. Renteoppgangen siden sommeren 2016 har vært relativ sterk. Vi er sannsynligvis fortsatt i en stigende trend, selv om de lange rentene den siste tiden har falt noe tilbake.

Det er regionale forskjeller. USA leder an i renteoppgangen. I eurosonen har spesielt åpningen for å inkludere statsobligasjoner med kortere durasjon i de kvantitative lettelsene fra ESB

presset ned rentene på tyske statsrenter med kortere løpetid. I Japan har sentralbanken nå en eksplisitt politikk om å holde renten på 10-års statsobligasjoner nær null.

Kredittpåslaget i rentemarkedet varierer også. Selv om globale statsrenter har gått noe opp siden sommeren, har kredittpåslagene for både høy kredittverdighet og lavere kredittverdighet falt. Målt ved Barclays' indekser for det globale markedet har da løpende avkastning økt for kredittobligasjoner med høy kredittverdighet og falt for høyrenteobligasjoner.

ALLOKERING MELLOM AKTIVAKLASSER

Strategisk allokering mellom aktivaklasser er basert på langsiktige forventninger til risikopremier og risiko for den enkelte aktivaklasse, samt risikoevne og -vilje hos investor. En taktisk allokering i den samme porteføljen søker å ta hensyn til midlertidige endringer i forventede risikopremier og tilhørende risiko. Verdsetting er en naturlig faktor i taktisk allokering.

Løpende avkastning i rentemarkedet kan sammenlignes med ulike avkastningstall i aksjemarkedet, som alle har sine styrker og svakheter. Med overskuddsavkastning (earnings yield) regner en inn hele den delen av verdiskapningen som tilfaller aksjonæren. **FIGUR 22** viser sammenligning av disse måltallene for aksjer og renter, målt ved indekser fra MSCI og Barclays. Selv om overskuddsavkastningen faller som følge av høyere verdsetting, faller også løpende avkastning for renteplasseringer, og det er fremdeles mulig å hente meravkastning i aksjer generelt.

Det er sentralt å vurdere hvilken ekstra risiko investor tar for å oppnå den ekstra avkastningen. På tross av at en rekke aksjemarkeder ut fra forskjellige måltall kan fremstå som noe dyre, mener vi fortsatt at aksjer gir tilstrekkelig godt betalt til å sitte med en god aksjeeksponering. Dette gjør at vi anbefaler nøytralvekt mellom aksjer og renter.

ALLOKERING MELLOM REGIONER

Verdsettingen er ulik fra region til region og mellom ulike sektorer. Målt ved syklisk justert P/E er USA relativt høyt verdsatt, mens Europa og fremvoksende markeder prises til relativt sett lavere nøkkeltall enn USA. Syklisk justert P/E tar hensyn til inflasjonsjustert inntjening over de siste 10 år. **FIGUR 23** viser hvor stor meravkastning USA har hatt de senere år. En medvirkende effekt til meravkastningen har

FIGUR 22

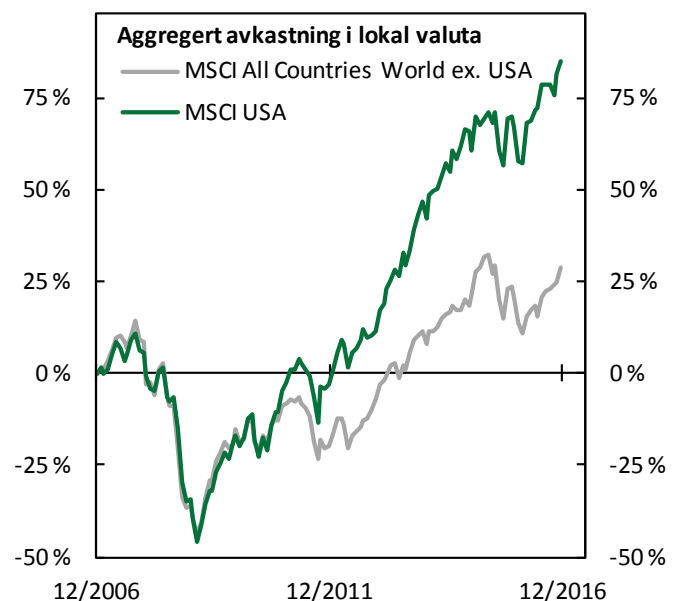
Løpende avkastning faller



Kilde: Bloomberg

FIGUR 23

USA har gitt meravkastning



Kilde: Bloomberg

vært tilbakekjøp av aksjer finansiert med billig gjeld, hvilket har redusert antall utestående aksjer og i seg selv har bidratt til kursoppgang. Dette gjør også fremtidig avkastning i USA relativt mer usikker på grunn av høy verdsettelse, samt høyere gjeldskostnader og lønnskostnader som legger press på profittmarginene.

Innledningsvis i analysen fokuserte vi på geopolitiske utfordringer. Skal dette trekkes ned på det praktiske plan for en investor, vil mer urolige tider gjerne føre til at markedet søker til trygge havner for investeringene sine.

ALLOKERING MELLOM SEKTORER

I lys av skiftet fra deflasjonsfrykt til inflasjonsforventninger, vil optimal allokering mellom sektorer også bli påvirket. Noen sektorer har lettere for å skyve inflasjon på innsatsfaktorer over på sluttkunden. Sektorer som produserer råvarer nyter godt av stigende råvarepriser i nominelt salg. Selskaper i andre sektorer som opererer i sterk priskonkurranse og er pristakere, vil oppleve marginpress. Selskaper som har sterk konkurranseposisjon og opererer som prissettere, vil enklere kunne justere utsalgsprisene og beholde stabil inntjening. Det er sistnevnte type selskaper som ligger nærmest vår egen investeringsfilosofi og strategi.

KONKLUSJON

Industrifinans anbefaler ved inngangen til året nøytralvekt mellom aksjer og renter. Risikopremien i aktivaklassen aksjer er ikke høy nok til å forsvare en overvekt på tross av lav alternativavkastning. Innen aksjer har vi et fokus på selskaper med god forventet fundamental verdiskapning. Innen internasjonale aksjer er porteføljen overvektet Asia og Europa, mens porteføljen er undervektet USA. Samtidig er porteføljen overvektet stabile sektorer, herunder helse, mens sykliske sektorer er undervektet. Den sykliske undervekten i internasjonale aksjer kompenseres gjennom aktivaklassen norske aksjer, som har et høyt innslag av sykliske sektorer. Innen renter anbefaler vi overvekt i kreditt og kort durasjon.

Ansvarsbegrensning. Dette markedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivaklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.