

MARKEDSSYN OG AKTIVAALLOKERING VED INNGANGEN TIL 2018

Oslo, 15. januar 2018

Den globale veksten ble sterkere i 2017 enn hva som var ventet ved inngangen til året. På tross av dette holdt både rentene og inflasjonen seg lav. Lønnskostnadene steg kun moderat. Inntjeningen i bedriftene viste en fin vekst i de fleste markeder. Oljeprisen fortsatte å styrke seg i 2017. På denne bakgrunnen hadde aksjemarkedene både i Norge og internasjonalt et svært godt år i fjor.

Ved inngangen til 2018 vurderer vi at følgende temaer og utviklingstrekk vil ha størst innflytelse på markedsutviklingen:

- Det geopolitiske bildet er utfordrende med økt risiko for vesentlige negative hendelser. Globale institusjoner svekkes, mens USA, Russland og Kina prioriterer nasjonale interesser. EU har en krevende beslutningsstruktur.
- Den raske teknologiske utviklingen skaper sammen med globaliseringen store endringer som utfordrer etablerte strukturer. Nye produkter og tjenester blir tilgjengelig, men mange tradisjonelle virksomheter og arbeidsplasser forsvinner og skaper store omstillingsbehov.
- De globale gjeldsnivåene fortsetter å øke mer enn den underliggende økonomiske veksten. Dette skaper en svært sårbar situasjon dersom rentene skulle stige fra dagens historisk lave nivåer.
- Den globale veksten er nå bredt basert og forventes å være sterk også i 2018. Veksten støtter generelt opp om selskapenes omsetnings- og inntjeningsutvikling.
- Den globale veksten har bidratt til stigende oljepris og økte priser på industrimetaller.
- Et sentralt utviklingstrekk for 2018 vil være i hvilken utstrekning den globale veksten slår ut i økt inflasjon, økte inflasjonsforventninger, renteøkninger og lønnsvekst.
- Aksjemarkedene opplevde en meget sterk inntjeningsvekst i 2017 og det er positive forventninger til god vekst også i 2018.
- Oppgangsmarkeder pleier å ende når inflasjonen stiger og sentralbankene øker rentene vesentlig. Sentralbankene er i en tidlig fase av potensiell innstramming og denne utviklingen blir viktig å følge videre.
- 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 mulighet for meravkastning med god aktiv forvaltning.
- Ved inngangen til 2018 ligger vi tilnærmet nøytralvektet mellom aksjer og renter. Vi har kreditteksponering, men er undervektet durasjon i renteporteføljene.

HOVEDTEMAER FOR 2018

1	2	3	4
STRUKTURELLE FORHOLD (side 3)	MAKROØKONOMISKE RAMMEBETINGELSER (side 6)	PENGE- OG FINANSPOLITIKK (side 12)	FINANSMARKEDENE OG AKTIVAALLOKERING (side 14)
<p>Geopolitisk risiko (side 3)</p> <p>Teknologisk utvikling (side 4)</p> <p>Demografi (side 4)</p> <p>Høye gjeldsnivåer (side 5)</p>	<p>Sterk global vekst (side 6)</p> <p>Prisutvikling råvarer (side 8)</p> <p>Lønnsutvikling (side 9)</p> <p>Renteutviklingen (side 10)</p> <p>Inflasjonsutvikling (side 11)</p>	<p>Sentralbankene mindre ekspansive (side 12)</p> <p>Finanspolitikk i endring (side 13)</p>	<p>Forventet avkastning lang sikt (side 14)</p> <p>Rentemarkedet (side 15)</p> <p>Verdsetting kreditt (side 16)</p> <p>Aksjemarkedenes inntjeningsutvikling (side 16)</p> <p>Verdsetting aksjer (side 17)</p> <p>Allokering mellom aktivaklasser (side 18)</p>

1. STRUKTURELLE FORHOLD

GEOPOLITISK RISIKO

Verden opplever en tiltagende geopolitisk usikkerhet. Internasjonalt samarbeid er i tilbakegang. Det er lite dynamikk i FN. Nasjonalstatenes interesser settes i førerretet på bekostning av multinasjonalt samarbeid for å løse gjensidige globale problemer.

Forskere ved den amerikanske sentralbanken (Fed) har nylig utarbeidet en indeks for geopolitisk risiko som måles ved å følge utvalgte avisers fokus på dette temaet over tid. **FIGUR 1** illustrerer at risikoen øker.

President Trump fører an i denne utviklingen med "America First", men også Kina og Russland viser realpolitiske muskler i fremme av nasjonale interesser. Russlands annektering av Krim og Kinas oppbygging av militærbaser på territorielt omtvistede øyer i Sør-Kinahavet viser vilje til å bruke makt og viser manglende respekt for internasjonal rett.

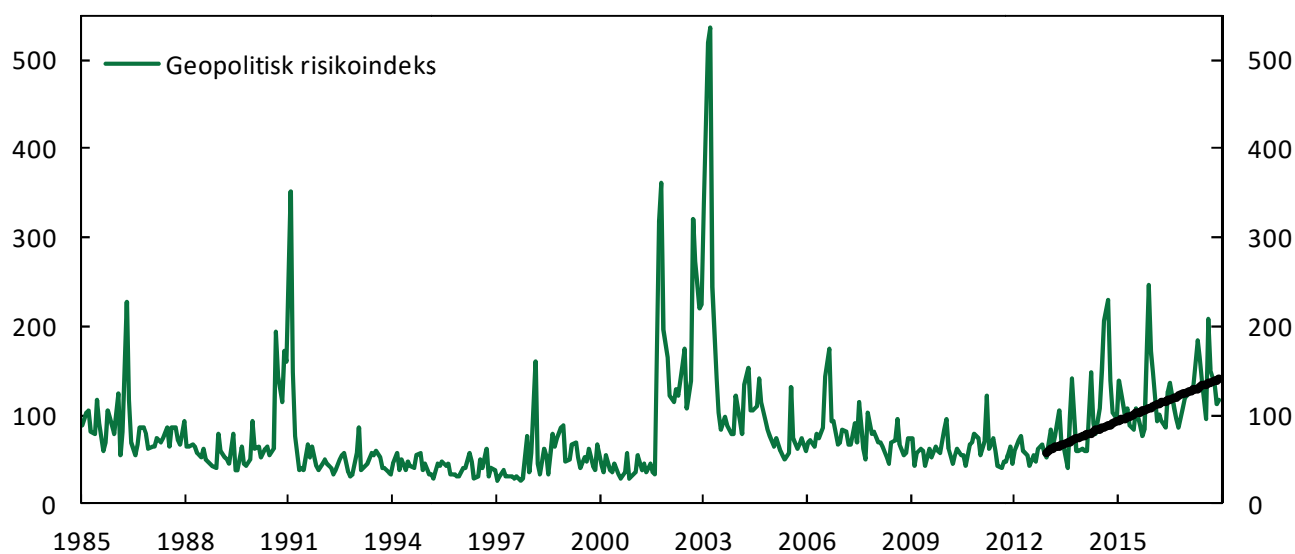
USA står mot Russland i Ukraina og USA står mot Kina i Sør-Kinahavet. Begge konfliktene kan eskalere fremover. Nord-Korea representerer også en vesentlig risiko.

Europa ble rystet av Brexit, men prøver nå å samle kreftene. EU er i en konstant brytning mellom sentrale samlende krefter og nasjonalstater som krever mer makt. Valget av Macron i Frankrike var svært positivt, mens utviklingen i Polen og Ungarn er mer bekymringsfull. Valget i Italia i mars i år blir neste hinder å passere. Det er tvilsomt om EU vil evne å samle seg om nye store oppgaver som å bygge et felles forsvar.

I Midt-Østen er spenningen stigende hvor en større militær konfrontasjon mellom Saudi-Arabia og Iran representerer en reell trussel. Konflikten i Yemen viser dette, og tilsvarende situasjoner kan oppstå i nye land.

"America First"-politikken representerer en signifikant risiko for verdenshandelen i form av økt internasjonal proteksjonisme. Det er heldigvis sterke krefter både i og utenfor USA som fortsatt ser store fordeler med en integrert global økonomi.

FIGUR 1
Geopolitisk risiko øker



Kilde: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, December 2017

TEKNOLOGISK UTVIKLING

Den teknologiske utviklingen går innen mange områder i eksponentiell fart. Utviklingen er global og påvirker alt fra dagliglivet til arbeids- og kapitalmarkedene i global målestokk. Digitalisering, automatisering og globalisering utfordrer etablerte arbeidsmarkeder og skaper store omstillingsbehov. Samtidig skapes nye goder og tjenester som gir rom for utvikling. Kunstig intelligens og moderne genteknologi kan skape en ny virkelighet i løpet av vår generasjon om utviklingen løper videre uten regulering.

Et illustrerende eksempel på hvor langt utviklingen er kommet innen kunstig intelligens er den selvlærende datamaskinen AlphaZero som er utviklet av DeepMind, et datterselskap av Google. AlphaZero ble kun instruert om reglene for å spille sjakk, og begynte deretter å spille mot seg selv for å lære spillet. Etter kun fire timer hadde AlphaZero opparbeidet en sjakk-kompetanse som overgikk alt som fantes til da. Det er mange år siden datamaskiner slo mennesker i sjakk. Den beste tradisjonelle datamaskinen for sjakk heter Stockfish. Etter å ha lært seg spillet på fire timer spilte AlphaZero 100 sjakkpartier mot Stockfish. AlphaZero vant 28, tapte ingen, mens 72 endte med remis.

Den raske teknologiske utviklingen har store ringvirkninger for kapitalforvaltning. Nye selskaper kan utvikle seg i rivende fart, mens eksisterende selskaper kan bli utdatert om de ikke evner å endre seg raskt eller blir offer for teknologiske skift.

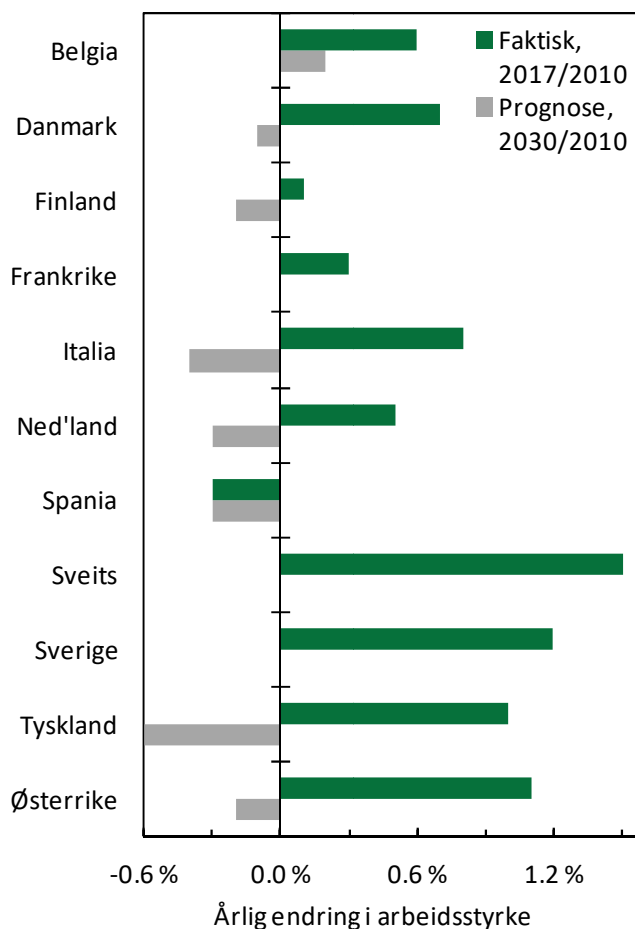
DEMOGRAFI

I fjorårets årsbrev henviste vi til FNs analyse av årlig total befolkningsvekst. I sitt hovedscenarior forventer FN at den årlige veksttakten gradvis faller mot 0,1 % mot slutten av dette århundre. I mange land eldes befolkningen og andelen i yrkesaktiv alder faller. Denne utviklingen bidrar til å dempe økonomisk vekst. Fallet i andel av befolkningen i yrkesaktiv alder er ventet å være spesielt sterkt i utviklede land og regioner, som USA, Europa og Japan, men også i Kina.

OECD publiserte en tilsvarende analyse i 2012 for forventninger til utviklingen av Europas arbeidsstyrke i perioden 2010-2030. Analysen viste forventninger om et markant fall i arbeidsstyrken i viktige land som Tyskland, Italia, Frankrike og Nederland. **FIGUR 2** viser at den foreløpige utviklingen i perioden 2010-2017 i høy grad har gått i motsatt retning. Nesten alle land har hatt en markant vekst i arbeidsstyrken i motsetning til det forventede fallet. Dette skyldes i høy grad immigrasjon. I første del av perioden skyldes økningen immigrasjon fra Øst-Europa, mens siste del av perioden forklares i hovedsak av immigrasjon fra Sør-Europa og Nord-Afrika. Denne økningen i arbeidsstyrken har også medført økte investeringer i boliger, tjenester og infrastruktur som er med på å forklare den sterkere økonomiske veksten som store deler av Europa nå opplever.

FIGUR 2

Overraskende positiv vekst i arbeidsstyrken i Europa



Kilde: TS Lombard, OECD

HØYE GJELDSNIVÅER

Verdens totale gjeld eksklusiv finansnæringen er nå om lag 245 % av globalt BNP. Dette forholdstallet er cirka uendret fra fjoråret. Det er positivt at den samlede gjeldsveksten i prosent av BNP ser ut til å flate ut, selv om det absolutte nivået er høyt og voksende.

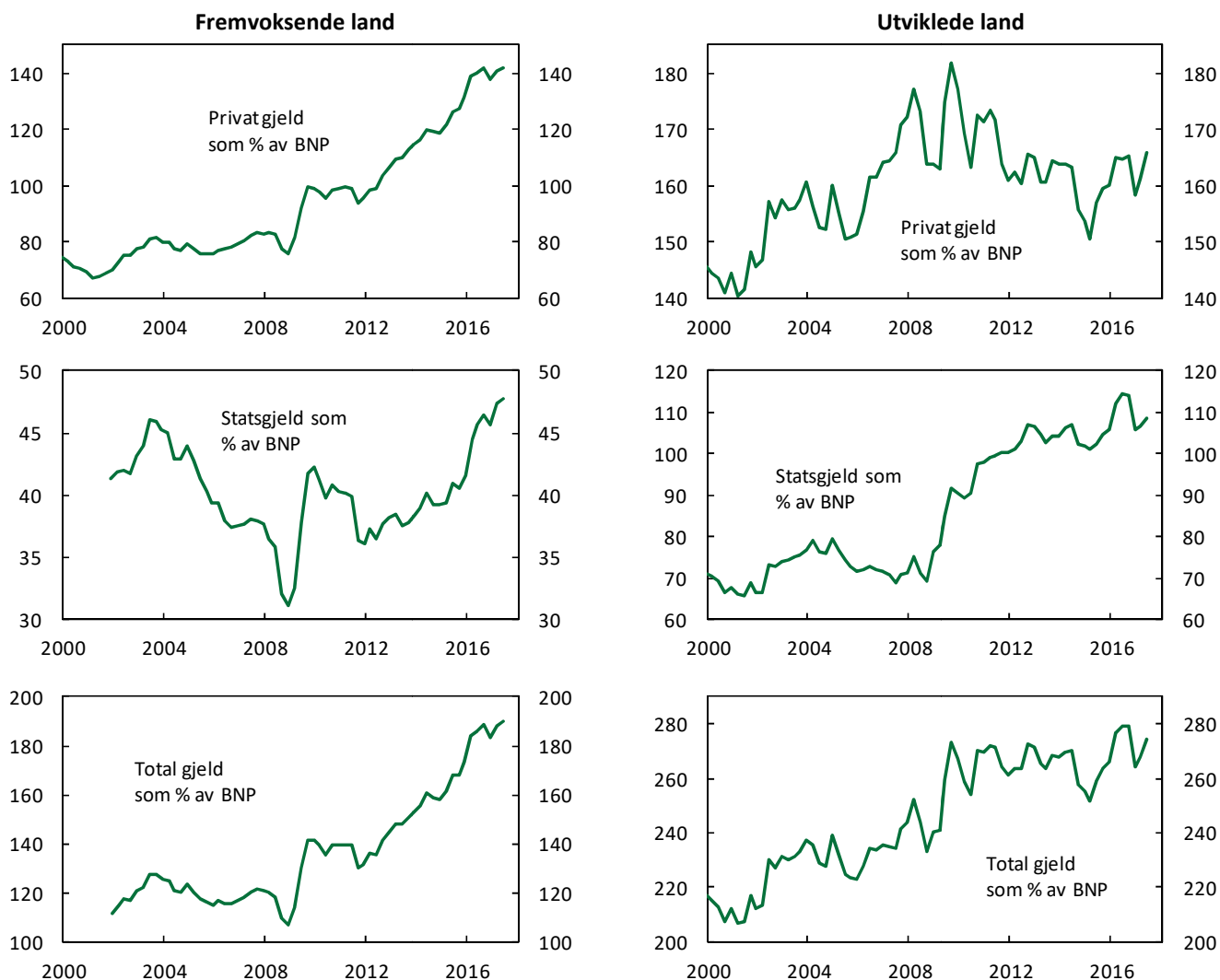
Gjeldsveksten har de siste årene hatt klare strukturelle forskjeller. **FIGUR 3** viser at i utviklede land var samlet gjeldsvekst sterk før finanskrisen, men har flatet ut deretter. Etter finanskrisen har privat gjeld falt, mens offentlig gjeld har økt.

I utviklingsland ble samlet gjeld derimot redusert i årene før finanskrisen, mens både privat og offentlig gjeld har steget raskt etter finanskrisen. Samlet gjeld i forhold til BNP er likevel fortsatt vesentlig lavere sammenlignet med utviklede land.

For tiden er de høye gjeldsnivåene betjenbare fordi rentenivået er svært lavt og den globale økonomien er sterk med relativt lav arbeidsledighet. Dersom veksten fortsetter, inflasjonen tar seg noe opp og realrentene forblir lave, kan verden vokse seg ut av gjeldsutfordringen. Hvis derimot veksten svikter, arbeidsledigheten øker og eiendomsprisene faller, kan dagens gjeldsnivå skape store utfordringer.

FIGUR 3

Utvikling i gjeldsnivåer



Kilde: BIS total credit statistics

2. MAKROØKONOMISKE RAMMEBETINGELSER

STERK GLOBAL VEKST

I vårt årsbrev for 2017 kommenterte vi at verdens store økonomier nå hadde en svekket potensiell BNP-vekst i forhold til tidligere. Dette skyldes lav befolkningsvekst og fallende produktivitsvekst. Dette gjelder fortsatt, men både befolknings- og produktivitsvekst kan påvirkes ved politiske tiltak, slik vi nå har sett at høy immigrasjon har endret Europas potensielle vekst.

Den globale økonomien opplever nå et sterkt syklisk oppsving som ser ut til å kunne vedvare på kort til mellomlang sikt. **FIGUR 4** viser at forventningene til global BNP-vekst i 2018 er løpende blitt oppjustert. Den globale veksten kan fortsette å overraske positivt. Bakgrunnen for dette er at veksten nå er sterk i de tre store lokomotivene: USA, Europa og Kina, samtidig som det fortsatt er flere positive drivere for vekst i tiden fremover.

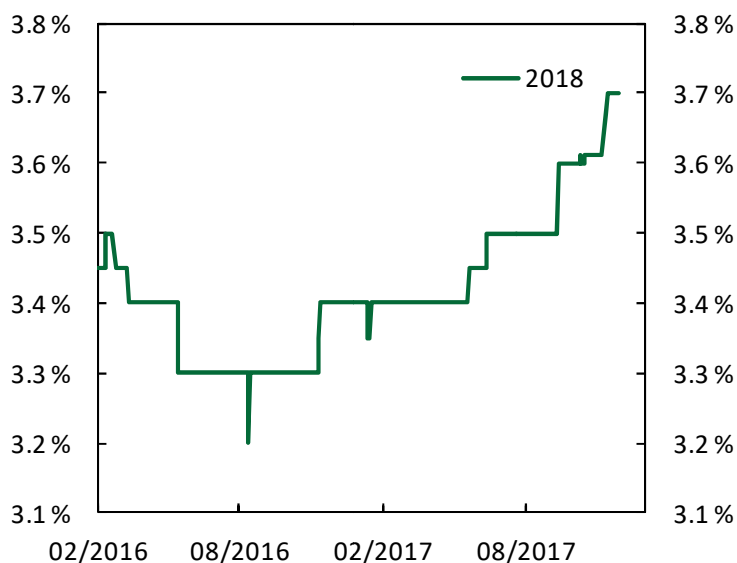
USA leder an i det i globale oppsvinget. Det er derfor sentralt hvor lenge oppgangen i USA vil vare. Konsensus i markedet tenderer mot at oppgangen, som nå har vart i ni år, er i sin siste fase og at vi nærmer oss neste resesjon. Dette er et plausibelt scenario. Arbeidsledigheten i USA har nå falt til et svært lavt nivå, og den amerikanske sentralbanken har allerede begynt å heve rentene. Historisk har denne kombinasjonen vært et varsel om at toppen i oppgangen er nær. **FIGUR 5** viser at konjunktursyklene i USA historisk har snudd først når arbeidsledigheten har begynt å stige.

Det er likevel flere forhold som konsensus trolig undervurderer. Oppgangssyklusen i USA har vært lang, men svak. Arbeidsledigheten er nå lav, uten at lønnsveksten har tiltatt. Pengepolitikken har vært svært ekspansiv, men privat kredittvekst har vært moderat.

For resten av verden samlet er det først i 2016 at veksten virkelig har tatt seg opp. Eurosonen opplevde sin egen dobbelresesjon mellom 2011 og 2014, mens Kina hadde et vesentlig vekstfall i 2015 og 2016 som også påvirket mange nærliggende land negativt. Dette tilsier i sum at den globale oppgangen kan bli av lengre varighet enn mange nå tror.

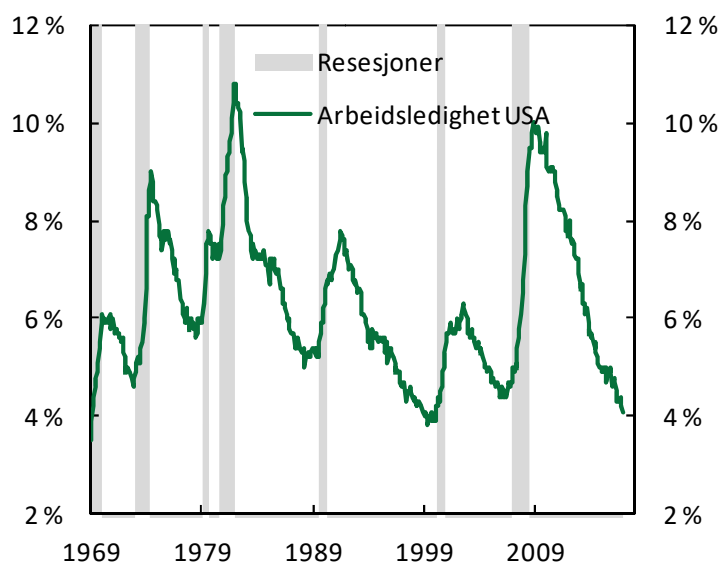
Det er flere forhold som tilsier at veksten i USA kan styrke seg. På tross av lav arbeidsledighet har både konsumvekst og bedriftenes investeringer i

FIGUR 4
Styrket forventning til global vekst



Kilde: Bloomberg

FIGUR 5
Arbeidsledighet i USA på lave nivåer



Kilde: Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, Industrifinans

kapitalvarer vært moderat de seneste årene. Den relativt lave konsumveksten skyldes at husholdingene har nedbetalt betydelig med gjeld etter finanskrisen. Det kan nå se ut som denne fasen er over og at konsumentene føler seg finansielt sterke nok til å redusere spareraten og isteden øke konsumet. Veksten i USA bekreftes også av de amerikanske ISM-indeksene, som viser at både tjeneste- og industrisektorene er i vekst.

Det er videre trolig at vi vil se en sterk økning i bedriftenes investeringer i kapitalvarer i USA fremover. Denne trenden var på vei før Trump tok over, men vil sannsynligvis bli ytterligere forsterket av den vedtatte skattereformen i USA.

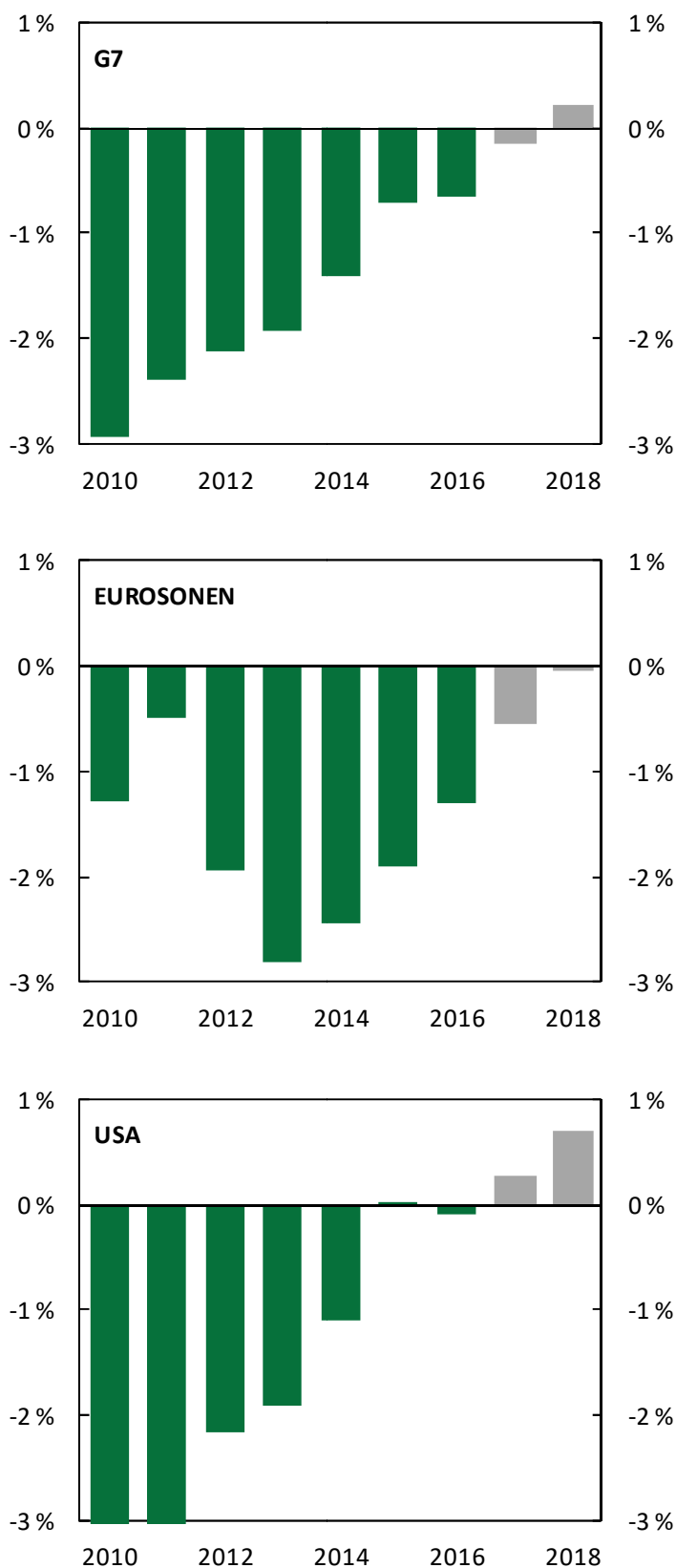
Det har vært svært lave investeringer i kapitalvarer i amerikanske bedrifter etter finanskrisen. Det fallende investeringsnivået har bidratt til den svake produktivitetsutviklingen i amerikansk økonomi i samme periode. Utelatte kapitalinvesteringer har gjort at det nåværende behovet for å fornye anleggsmidler i amerikanske bedrifter er stort. Trump-administrasjonens skattereform gir bedriftene mulighet til å kunne utgiftsføre kapitalvareinvesteringer i sin helhet. Dette gir et ekstra incentiv til å investere og vil trolig gi en positiv effekt allerede i 2018. Et annet vesentlig vekstbidrag er Trump-administrasjonens avreguleringer innen energi- og finanssektoren. Tiltakene er ikke positive for miljøet og langsiktig finansiell stabilitet, men vil gi vekstimpulser til økonomien på kort sikt.

Eurosonen opplever tiltakende vekst. Tyskland er kjernen av veksten, sammen med øvrige Sentral-Europa og Norden. Utviklingen er også positiv i Frankrike og Middelhavslandene, men i disse landene er det fortsatt mer ledig kapasitet. Det er fortsatt ikke tegn til økende inflasjon i eurosonen, noe som tilsier at oppgangen ikke vil bli hindret av pengepolitiske tilstramminger. Den europeiske sentralbanken fortsetter en ekspansiv pengepolitikk, selv om kjøpene av obligasjoner reduseres og muligens faller helt bort i løpet av 2018.

Den kinesiske økonomien er i en omstillingsfase fra kapitalintensiv tungindustri til mer tjenesteorientert virksomhet. Denne omstillingen utvikler seg positivt. Tjenestesektoren står nå for 52 % av Kinas BNP, men bidrar med 60 % av

FIGUR 6

Kapasitetsgrensen for BNP-vekst brytes



Kilde: Bloomberg, IMF

veksten, slik at denne sektoren blir stadig viktigere. Husholdningene opplever sterk inntektsvekst på om lag 9 % årlig og veksten i konsum har vært på om lag 10 %. Kinas økonomi skaper mange nye arbeidsplasser, og lønnsveksten er god. Det globale oppsvinget bidrar også positivt til Kinas eksport, som igjen viser tosfret vekst.

Det er stort fokus på Kinas høye gjeld og spesielt gjelden på kommunalt nivå og gjelden knyttet til industrier med overkapasitet. Det er utvilsomt et risikomoment knyttet til dette forholdet. På den annen side har sentrale myndigheter i Kina stor finansiell handlefrihet og hele bankvesenet i Kina er styrt av sentrale myndigheter, som i praksis er kommunistpartiet. Kommunistpartiet har på sin side finansiell stabilitet som topp prioritet. Det er derfor liten grunn til å tro at de vil la situasjonen komme ut av kontroll. Vår vurdering er at Kinas vekst i 2018 vil være om lag på nivå med 2017.

I tillegg til USA, Europa og Kina opplever også Japan og store land som India, Brasil og Russland positiv økonomisk utvikling, og den globale økonomien nærmer seg i sin helhet sin egen kapasitetsgrense. **FIGUR 6** viser utviklingen i ledig kapasitet i ulike regioner samt et gjennomsnitt for G7-landene. Vi ser av grafen at USA nå trolig har en vekst utover kapasitetsgrensen. Eurosonen antas i 2018 å ligge på sin kapasitetsgrense, men Tyskland ligger over og Middelhavslandene fortsatt ligger under. Hele G7 antas å bryte kapasitetsgrensen i 2018.

Verdensøkonomien har siden finanskrisen i 2009 operert med vesentlig ledig kapasitet. Det faktum at den globale økonomien nå bryter kapasitetsgrensen kan få store ringvirkninger for lønns-, rente- og inflasjonsutvikling, som igjen vil påvirke sentralbankenes pengepolitikk.

PRISUTVIKLING RÅVARER

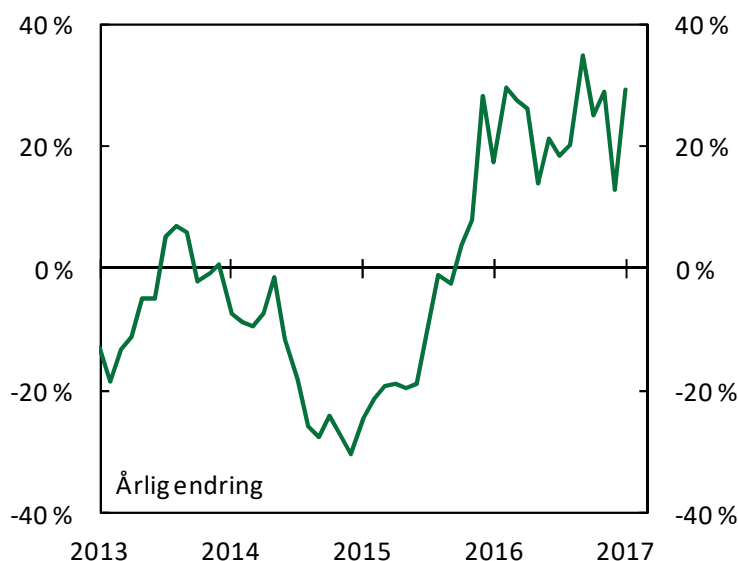
Vi har i tidligere årsbrev kommentert at realprisene på råvarer er fallende i et langsiktig perspektiv. Dette skyldes den teknologiske utviklingen som gjør utvinning mer og mer effektiv, samt at de fleste råvarer kan substitueres med alternativer. På den annen side kan det oppstå korte til mellomlange perioder med etterspørselsoverskudd hvor prisene kan stige dramatisk inntil ny kapasitet igjen øker tilbudet og skaper markedsbalanse.

Prisutviklingen for industrimetaller, som fremgår av **FIGUR 7**, har fulgt konjunktorene med høy korrelasjon de siste årene og har fått et løft i 2016 og 2017 i kjølvannet av bedret økonomisk vekst.

På bakgrunn av den sterke økonomiske utviklingen kan det antas at råvareprisene vil fortsette å utvikle seg positivt i en periode fremover. Bildet kompliseres likevel av at Kina fortsatt er verdens store forbruker av råvarer. Kinas dreining mot en mer tjenestebasert økonomi vil på marginen svekke etterspørselen etter råvarer. På den annen side er Kinas egen produksjon av råvarer som stål og aluminium sterkt forurensende, og Kina stenger nå ned egen kapasitet for å redusere forurensingen.

Olje og gass er en viktig råvare globalt og spesielt for Norge. Fornybar energi som sol og vind viser sterk vekst, men fra et lavt startpunkt. Det grønne skiftet er reelt og vil sørge for at den fornybare veksten fortsetter. Verdens energiforbruk er likevel fortsatt totalt dominert av hydrokarboner og vil være det i titalls år framover. Etterspørselen etter olje vokser fortsatt og vil gjøre det i mange år. Oljeprisen vil være et resultat av grensekostnaden for produksjonen av det tilbudet som skal til for å dekke etterspørselen.

FIGUR 7
Prisutvikling industrimetaller



Kilde: Bloomberg

FIGUR 8 viser at etterspørselen nå har tatt igjen tilbudet i form av løpende produksjon. Det er fortsatt store lagre av olje, men det er grunn til å tro at oljemarkedet fremover vil være noe strammere.

Politiske konflikter kan føre til stor volatilitet i oljeprisen på kort sikt. Spenningene i Midt-Østen er en stor risiko for et slikt utfall. Ustabile land som Nigeria og Venezuela skaper også tilbudsforstyrrelser. På lang sikt vil likevel grensekostnaden for utvinning av skiferolje være et naturlig prisnivå for olje. Vi ser også at offshore oljeutvinning er blitt mer konkurransekraftig som følge av overkapasitet i servicesektoren, hvilket gjør leie av rigger og forsyningskip rimelig. Samtidig blir utvinningsteknologien mer og mer effektiv. **FIGUR 9** viser utviklingen i oljepris og løpende utvikling i markedets forventninger til oljeprisen fem år frem i tid.

LØNNSUTVIKLING

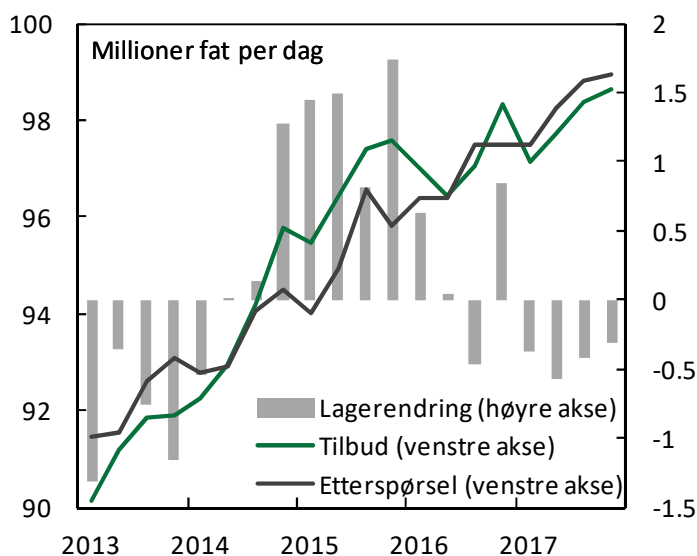
Et av de markante trekk siste 10 år i mange land, og spesielt i USA, har vært hvor svak lønnsutviklingen har vært i forhold til den samlede verdiskapningen. Det har medført at profittmarginene har steget og holdt seg svært høye med den følge at en høyere andel av bedriftenes verdiskapning har gått til eierne. Samtidig har fallende renter bidratt til økte verdier på eiendom og aksjer. I sum har dette bidratt til at forskjellene mellom kapitaleiere på den ene siden og vanlige lønnsinntakere på den andre siden er historisk høy.

En viktig forklaring er at når økonomien opererer under kapasitetsgrensen og arbeidsledigheten er høy, har lønnsstakere dårligere forhandlingsposisjon. En likeså sentral forklaring er at den teknologiske utviklingen har gjort globaliseringen mulig, slik at arbeidsplasser kan flyttes dit arbeidskraften er rimeligst.

Lønnsutviklingen i USA blir særs interessant å følge fremover. Arbeidsledigheten i USA er nå 4,1 %, mens naturlig arbeidsledighet målt ved den mye brukte NAIRU definisjonen er 4,6 %. **FIGUR 10** viser sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønnsvekst. Vi ser at når arbeidsledigheten historisk har falt til disse nivåer, har lønnsveksten tatt seg opp.

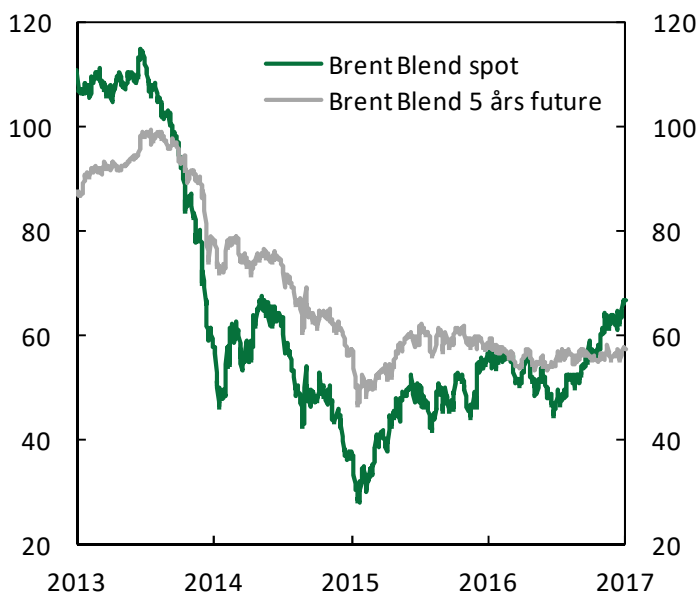
Den lave lønnsutviklingen i USA de siste årene har også gjort amerikanske lønnskostnader mer konkurransedyktige, målt mot til dømes Kina som har hatt en vesentlig reallønnsvekst i samme periode.

FIGUR 8
Overskuddsetterspørsel etter olje



Kilde: U.S. Energy Information Administration.

FIGUR 9
Utvikling oljepris



Kilde: Bloomberg

Det er flere forklaringer på hvorfor lønnsveksten i USA i disse årene har vært mer moderat enn ventet. Sjefsstrateg Dan Roberts i den anerkjente kapitalforvalteren MacKay Shields, som selv var økonomisk rådgiver for Reagan-administrasjonen, mener at det er en tidsforskyvning som skyldes at etterkrigstidens babyboom-generasjon med høye lønninger går over i pensjon og blir erstattet av nyutdannede med vesentlig lavere lønn. Aggregert slår dette ut i statistikkene som lav lønnsvekst, selv om de nyutdannede hver i sær oppnår en respektabel årlig lønnsutvikling.

Chen Zhao, som tidligere var sentral i BCA Research og som nå er sjefsstrateg i AlpineMacro, forklarer den lave lønnsveksten med at de fleste nye jobbene i USA er skapt i sektorer med lavere lønnsnivå enn gjennomsnittet og hvor arbeidselastisiteten er høy. Dette har medført begrenset samlet lønnspress. På den annen side har de sektorene med høyest lønnsvekst bare bidratt med 7 % av alle nye jobber. IT-sektoren i USA er et eksempel på en sektor med betydelig lønnsvekst. Han mener at denne strukturen i arbeidsmarkedet også kan råde i 2018, slik at lønnsveksten fortsatt kan holde seg moderat, som igjen kan bidra til at inflasjonen fortsatt blir lav.

RENTEUTVIKLINGEN

Det lave rentenivået er et av de mest omdiskuterte og viktigste premissene for dagens kapitalmarkeder. Rentenivået beveger seg i lange sykluser. I det helt lange historiske bildet har rentene oftest vært lave, kun avbrutt av kriger og andre situasjoner som har skapt finansiell ustabilitet.

I nyere tid opplevde vi stigende renter i etterkrigstiden fram til 1981, mens rentene har vært i en fallende trend fra 1981 og fram til nå.

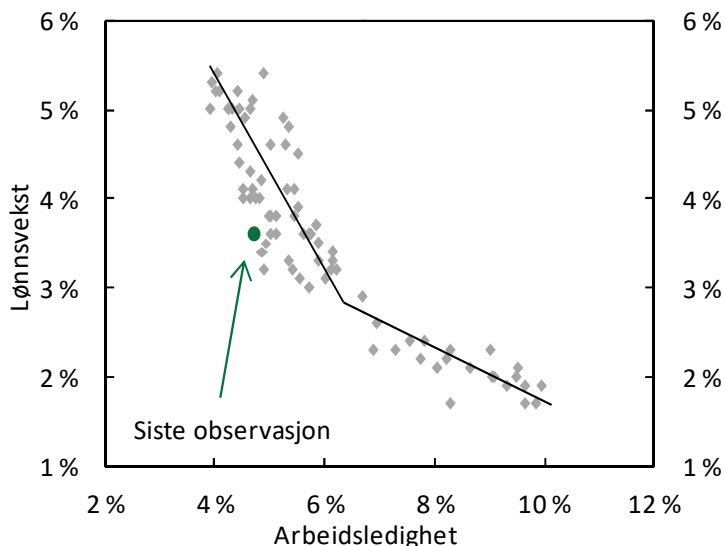
FIGUR 11 viser denne utviklingen.

Det er mange grunner til rentefallet. Det er viktig å skille mellom nominelle renter og realrenter.

Gjennom 1970-årene steg inflasjonen mye, slik at de nominelle rentene steg mye som følge av dette. Inflasjonen falt gradvis gjennom 1980-tallet og tok nominelle renter med seg nedover. Et annet markant trekk har vært at realrentene løpende har falt, og er nå negative for de fleste løpetider i de fleste utviklede land. Dette tilskrives strukturelle forhold som blant annet høyt spareoverskudd, demografisk utvikling og høye samlede gjeldsnivåer. Mange mener at den lange rentesyklusen nå har bunnet ut og at rentene fremover vil stige. Utviklingen i verdensøkonomien hvor kapasitetsgrenser nå brytes, tilsier at realrentene bør stige. Det er likevel sterke strukturelle krefter som tilsier fortsatt lave renter. Vi tror derfor at rentene

FIGUR 10

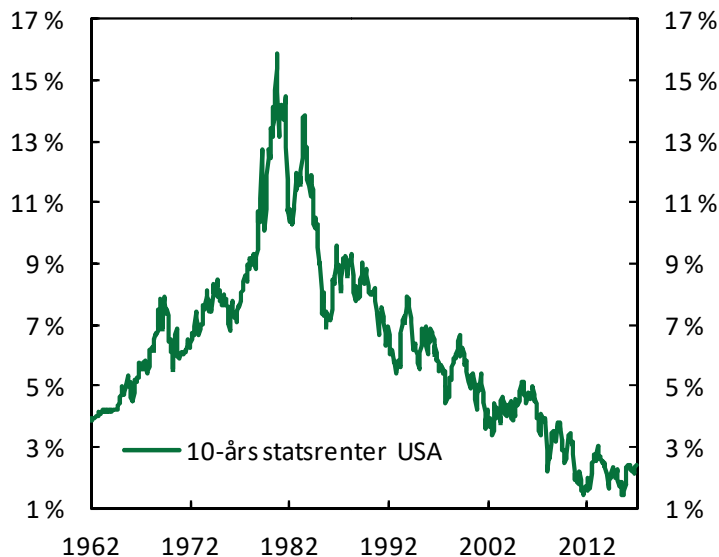
Sammenhengen mellom arbeidsledighet og lønnsvekst i USA



Kilde: Bloomberg, US Bureau of Labor Statistics, Industrifinans

FIGUR 11

Lange trender i renteutviklingen



Kilde: Bloomberg

kan fortsette å være lave lenge selv om trenden videre kan være opp. Vi ser at i 2017 har de lange rentene holdt seg overraskende stabile på tross av den sterke økonomiske utviklingen. Sentralbankenes betydelige obligasjonskjøp bidrar til å påvirke markedsprisene for obligasjoner for alle løpetider. Det er trolig at de lange obligasjonsrentene nå ville ha vært høyere uten sentralbankenes kjøp og bedre ha reflektert dagens økonomiske utvikling.

I USA er sentralbanken allerede i en rentehevingssyklus. Det vil være helt sentralt for den videre økonomiske oppgangen om sentralbanken kalibrerer rentehevingene riktig i forhold til hvor mye det økonomiske oppsvinget tåler. De lærde strides om hvor mye dette vil være. **FIGUR 12** viser sentralbankenes eget anslag på rentehevinger i forhold til markedets forventninger.

Sentralbanken på sin side styres av utviklingen i sysselsetning og inflasjon. Siden arbeidsmålsetningen nå er nådd med den lave arbeidsledigheten, blir inflasjonsutviklingen og sentralbankens vurdering av fremtidig inflasjonsutvikling helt sentralt for den videre rentehevingssyklus. Sentralbanken estimerer at underliggende inflasjonspress tilsier en forventet inflasjon over inflasjonsmålet for årene som kommer.

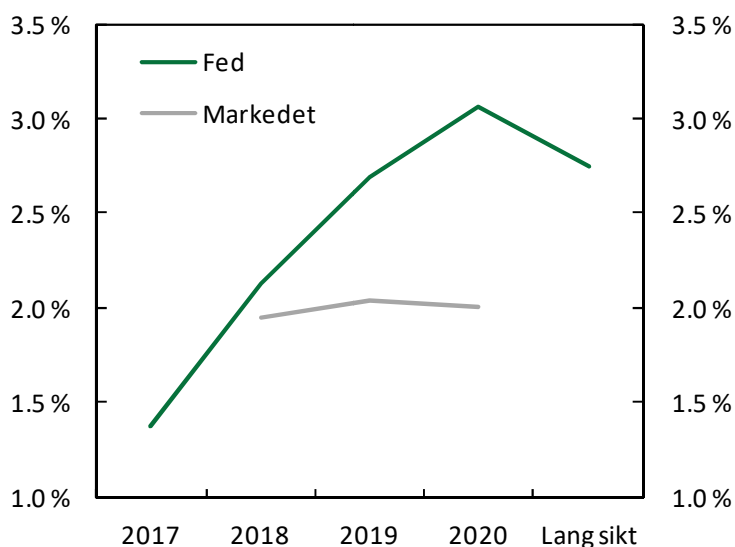
INFLASJONSUTVIKLING

I de siste årene har både renter og inflasjon holdt seg på lavere nivåer enn det de fleste har spådd. Den amerikanske sentralbanksjefen, Janet Yellen, kalte i 2017 den lave inflasjonen i USA for et mysterium. Vi ser av **FIGUR 13** at selv i USA, som ligger lengst fremme i den økonomiske konjunkturoppgangen, fortsetter den realiserede inflasjonen å ligge under sentralbankens inflasjonsforventning. Det er grunn til å anta at sentralbanken vil fortsette med en ekspansiv pengepolitikk så lenge inflasjonen ligger under inflasjonsmålsetningen.

Stadig flere aktører mener at sentralbankene ikke burde ha noen inflasjonsmålsetning og at et naturlig inflasjonsmål er pluss minus null. De mener at resultatet av et inflasjonsmål på 2 % blir at sentralbankene overstimulerer økonomiene og holder for lave renter som skaper finansielle bobler. Dette er en lang og til dels akademisk diskusjon som fører for langt i denne sammenheng.

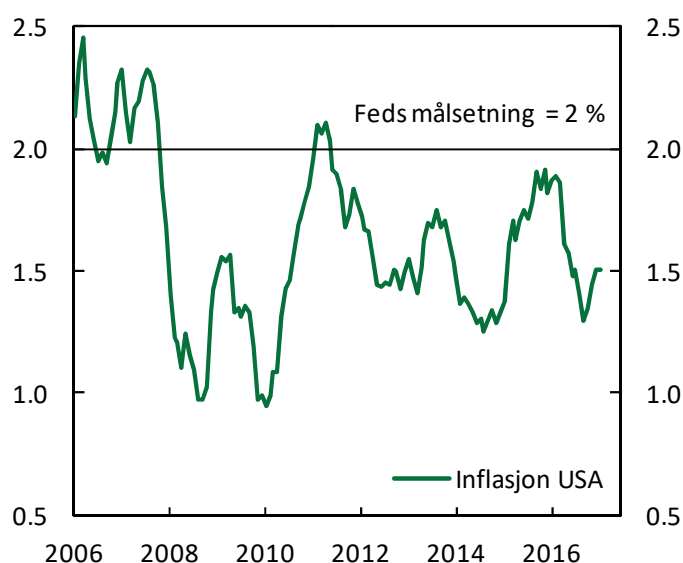
Den praktiske konsekvensen for oss er at vi kan oppleve nok et år eller to med lavere inflasjon enn sentralbankenes målsetning og at pengepolitikken derfor vil være mer ekspansiv enn strengt tatt nødvendig. Dette er som sagt et svært sentralt tema med store meningsforskjeller mellom de ulike markedsaktørene.

FIGUR 12
Sprikende renteforventninger



Kilde: Bloomberg, Federal Reserve

FIGUR 13
Inflasjon under målsetningen



Kilde: Bloomberg

3. PENGE- OG FINANSPOLITIKK

SENTRALBANKENE MINDRE EKSPANSIVE

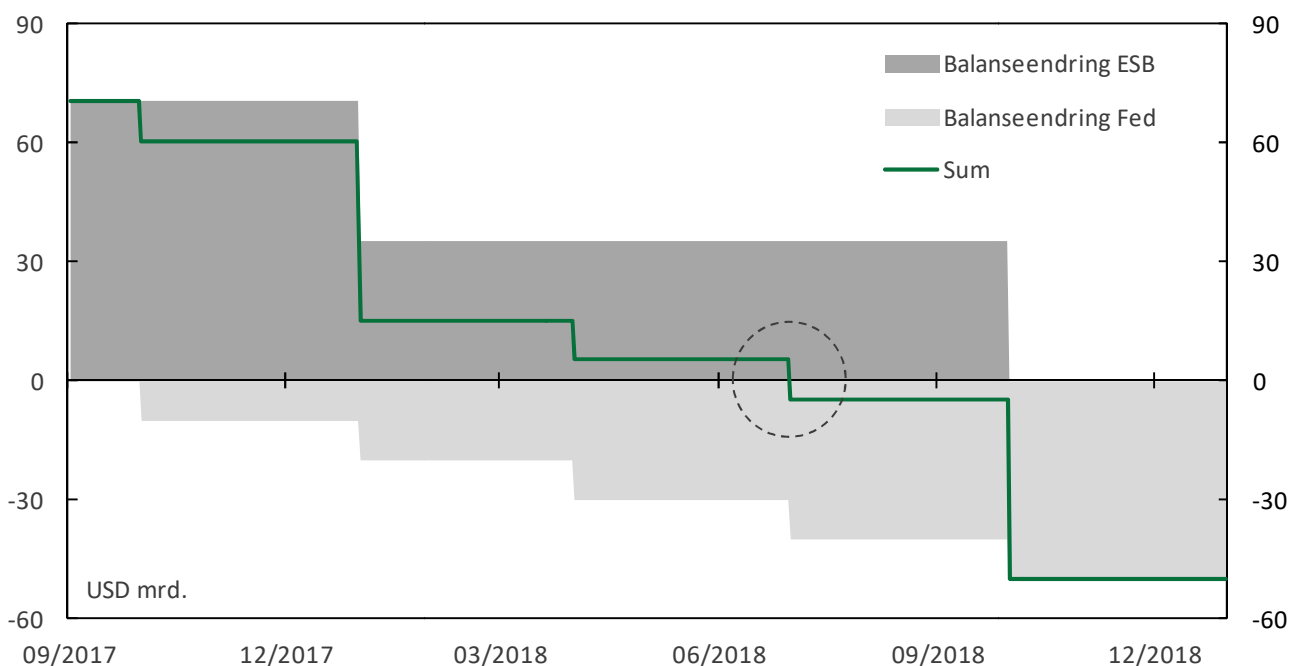
Det er få som er uenige om at den globale økonomiske utviklingen er positiv og at det derfor er behov for mindre ekspansiv pengepolitikk. Pengepolitikken etter finanskrisen har vært banebrytende i form, hvor helt nye virkemidler er tatt i bruk. Spesielt har de kvantitative lettelsene (QE) med storstilt kjøp av verdipapirer i markedet vært dramatisk både i form og innhold. De har hatt et omfang som er vanskelig å fatte, selv for erfarne markedsaktører. Det er stor enighet om at tiltakene var nødvendig da hele det finansielle systemet holdt på å bryte sammen i 2008-2009. Det er flere meningsforskjeller om hvor viktige tiltakene har vært i de senere årene, og om hvor mye de har påvirket de lange rentene og markedets fastsettelse av de fleste aktivapriser.

Vi står foran en periode hvor denne politikken skal reverseres, og det hersker stor usikkerhet om hvordan markedene og aktivaprisene vil bli påvirket av denne reverseringen. Reverseringen vil i hovedsak skje på to måter. Det er fastsettelsen av den korte styringsrenten som er det tradisjonelle virkemidlet. Det andre er hvordan sentralbankene vil reversere verdipapirkjøpene ved gradvis å bygge ned sine balanser. **FIGUR 14** viser hvilken utvikling vi ser for oss hos de to største sentralbankene i 2018.

Vi ser at den amerikanske sentralbanken allerede har begynt nedbyggingen av balansen, mens den europeiske sentralbanken har kraftig redusert takten i kjøpene. Fra midten av året vil den samlede effekten gå fra pluss til minus. Japan fortsetter den ekspansive pengepolitikken, og det er foreløpig ikke flagget noen endring i politikk.

Sentralbankene vet hvilken rolle de spiller og at mye står på spill. Det er derfor grunn til å tro at de vil føre en politikk med stor varsomhet og kan til enhver tid også kalibrere bruken av virkemidler etter markedets reaksjon.

FIGUR 14
Nedbygging av sentralbankbalanser



Kilde: Industrifinans, TS Lombard

FINANSPOLITIKK I ENDRING

Etter finanskrisen, hvor sentralbankene på mange måter reddet situasjonen, etterlyste både sentralbankene og de store internasjonale organisasjonene IMF og OECD en mer aktiv finanspolitikk. Det er trolig at verden hadde kommet raskere til dagens økonomiske globale vekstbilde dersom mer aktiv finanspolitikk var blitt brukt før. På den annen side ser vi at både eurosone og USA hadde budsjettunderskudd, og den globale offentlige gjelden økte sterkt i perioden etter finanskrisen. Dette skyldes i høy grad fallende skatteinntekter, men beløpene vil trolig vært enda større ved mer aktiv bruk av finanspolitiske virkemidler i tillegg.

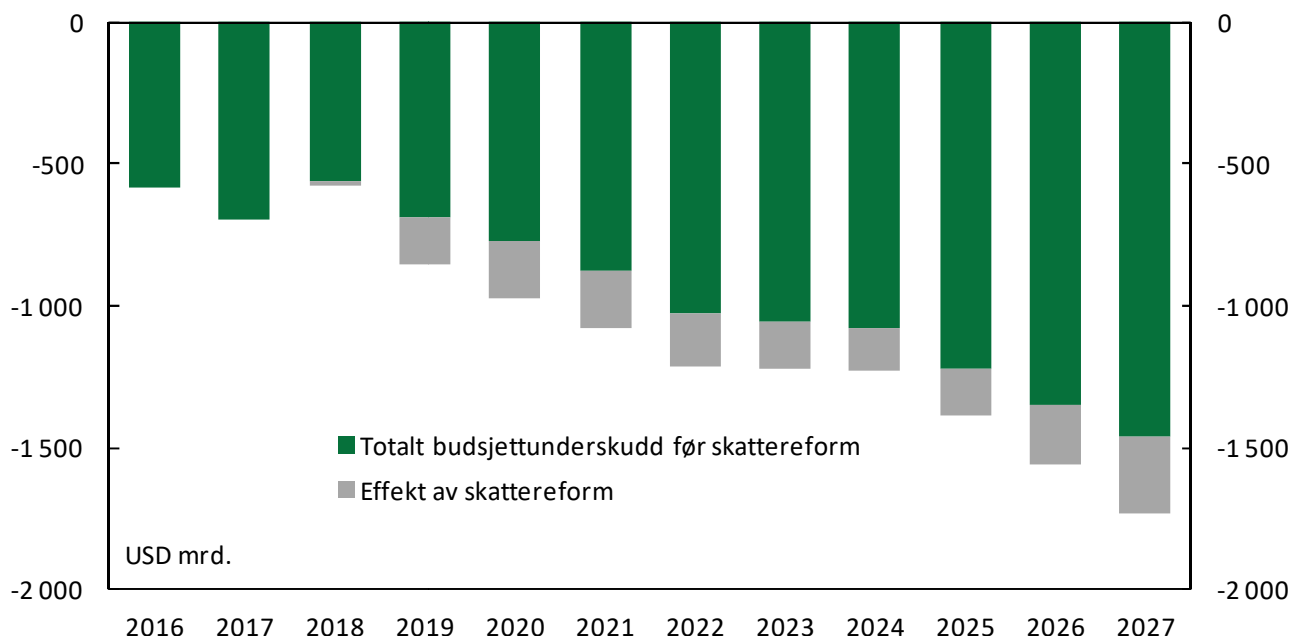
Mange mener at den amerikanske skattereformen, som vil bidra til en betydelig finanspolitisk stimulans, kommer for sent og ikke er nødvendig ut i fra dagens økonomiske situasjon. Skattereformen har riktignok mange elementer som ikke berører budsjettbalansen. Men det er ventet at reformen vil bidra til betydelig økning i et allerede stort budsjettunderskudd i USA, som **FIGUR 15** viser. Tallgrunnlaget er utarbeidet av det partinøytrale Congressional Budget Office i den amerikanske kongressen.

Tyskland har lenge vært anklaget for å drive sparepolitikk med store overskudd både på handelsbalansen og statsbudsjettet. Den store immigrasjonen til Tyskland de siste årene har bidratt til store investeringer i ny infrastruktur og kostnader knyttet til opplæring og integrasjon av immigrantene. Dette er blitt finanspolitiske stimulanter som både Tyskland og nabolandene som handler med Tyskland har hatt glede av.

Erna Solbergs regjering ble kritisert for å bruke mye oljepenger over statsbudsjettet etter oljeprisfallet. Dette kan også sies å ha vært finanspolitiske virkemidler som ble aktivt brukt for å redde Norge fra en enda sterkere konjunktursvekkelse etter oljeprisfallet.

FIGUR 15

Skattereformen i USA forventes å øke budsjettunderskuddet



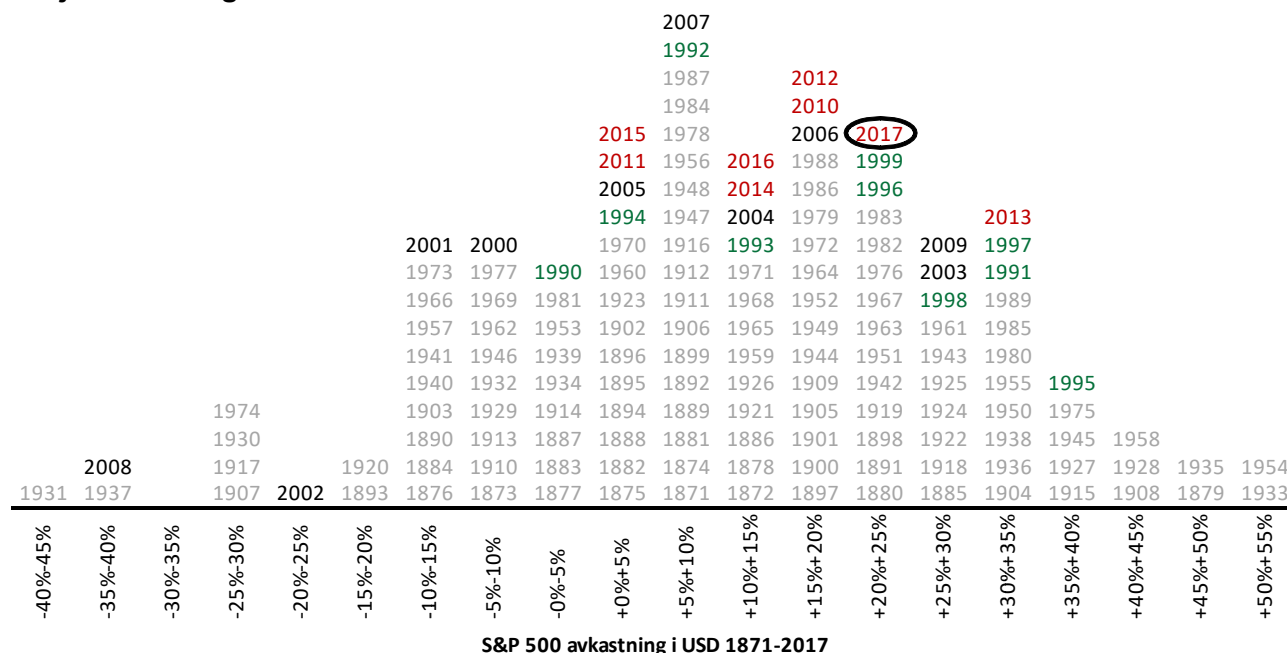
Kilde: Congressional Budget Office

4. FINANSMARKEDENE OG AKTIVAALLOKERING

Da finanskrisen slo inn for fullt høsten 2008, bidro denne til ett av moderne tids tre verste år hva gjelder aksjeavkastning, bare slått av 1931 og 1937, målt ved S&P 500-indeksen i USA. **FIGUR 16** viser at årene fra 2009 til 2017 hver for seg har gitt svært god avkastning, og det har ikke vært noen år med negativ avkastning i det amerikanske aksjemarkedet i denne perioden. Syv av ni år har gitt avkastning over 10 % og fem av ni år har gitt avkastning over 15 %. Tre av ni år har gitt avkastning over 20 % mens to av ni år har gitt avkastning over 25 %. Rent statistisk bør vi derfor forberede oss på en korreksjon som kan gi et dårlig år, men det er vanskelig å forutse når det blir, og utsiktene for 2018 ser så langt gode ut.

FIGUR 16

Aksjeavkastning år for år i USA



Kilde: Nordea Investment Management, Standard & Poor's

FORVENTET AVKASTNING LANG SIKT

Det er udiskutabelt at det lave rentenivået medfører lav avkastning på renteplasseringer fremover. Det er videre en kjensgjerning at kredittpåslagene har falt mye de siste årene, noe som setter et tak på videre avkastning i kreditt fra dagens nivåer. Eiendom og aksjer har større utfallsrom i begge retninger. Rentefallet har senket neddiskonteringsraten og hevet verdiene. På den annen side kan bedret økonomiske aktivitet øke leieinntekter og bedre bedriftenes overskudd. Det er likevel trolig at arbeidstakerne vil få mer av inntjeningsveksten fremover enn hva de har fått de siste årene. Det er mye som peker i retning av at de neste årenes avkastning i aksjemarkedene i gjennomsnitt vil bli vesentlig lavere enn hva tallene har vært i de foregående tiårene. Aksjemarkedenes fremtidig avkastning vil i høy grad bestemmes av inntjeningsutviklingen og hvilken pris markedet er villig til å prise inntjeningen til. I **FIGUR 17** viser vi hvilke forventninger BCA Research har til avkastningen fremover på ulike aktivaklasser.

BCA Research forventer at selskapenes relativt høye profittmarginer vil gå noe ned. De forventer også at den relativt høye verdsettingen av aksjer vil gå noe ned. Disse to effektene vil etter deres syn være de viktigste demperne på langsiktig avkastning for aksjer sammenlignet med historisk avkastning. Hva forventninger for renteplasseringer angår, reflekterer disse i høy grad dagens løpende avkastning på relevante obligasjoner.

FIGUR 17

Langsiktig forventet avkastning

	COMPOUND % RETURNS P.A.		
	THE PAST 1982-2017	THE FUTURE 2018-2028	PORTFOLIO WEIGHT
U.S. EQUITIES	11.4	2.6	40
OTHER DEVELOPED EQUITIES	9.4	4.8	20
EM EQUITIES	12.9	6.5	5
10-YEAR TREASURIES	7.5	2.4	25
CORPORATE BONDS	9.3	3.5	10
TOTAL PORTFOLIO*	9.9	3.3	100
INFLATION	2.7	2.0	
TOTAL PORTFOLIO REAL RETURN	7.0	1.3	

* Avkastningen er gitt vektene i høyre kolonne. Vektene er ikke anbefalinger.

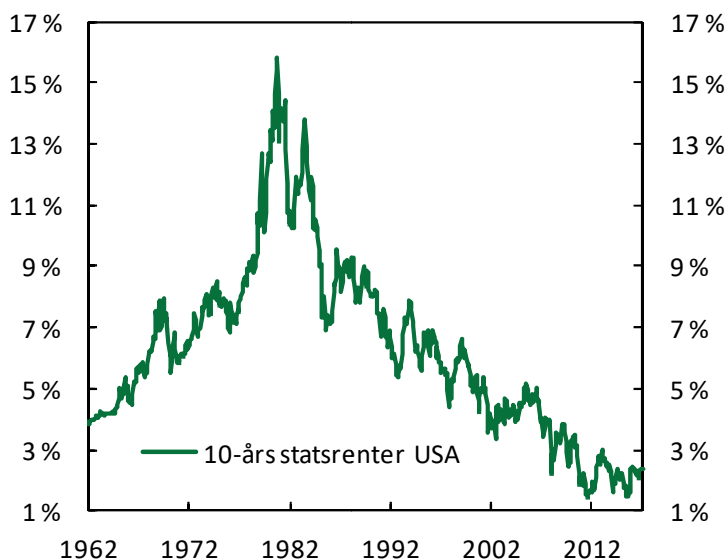
Kilde: BCA Research

RENTEMARKEDET

Lange renter har vært i en fallende trend siden tidlig på 1980-tallet. I denne perioden har både inflasjonen og realrentene falt. **FIGUR 18** viser utviklingen i renten for amerikanske statsobligasjoner med 10-års løpetid. Nominelle renter steg kraftig gjennom 1970-tallet som følge av at inflasjonen kom ut av kontroll. Da Paul Volcker ble ny sentralbanksjef i USA i 1979 ble sentralbankpolitikken endret og inflasjonen ble gradvis bekjempet. Dette ga seg utslag i fallende renter utover 1980-tallet. I de seneste tiårene har flere strukturelle forhold knyttet til demografi, globalisering, høy gjeldsgrad og stort globalt spareoverskudd bidratt til fallende renter. Finanskrisen senket rentebanen ytterligere som følge av stort fall i investeringer, økt arbeidsledighet og sentralbankenes storstilte kjøp av obligasjoner.

FIGUR 18

Amerikanske statsrenter



Kilde: Bloomberg

Det er mye som tyder på at vi nå har passert bunnen av den fallende rentetrenden siden starten av 1980-tallet. Den ledige kapasiteten i verdensøkonomien er i ferd med å lukkes, bedriftenes investeringer øker og global vekst er tiltakende. Sentralbankenes reduserte obligasjonskjøp bør også bidra til renteøkning da etterspørselen etter obligasjoner vil falle. I sum bør dette føre til at realrenter og inflasjon stiger fra dagens lave nivåer.

Vi tror likevel ikke at renter og inflasjon vil stige vesentlig i et kort til mellomlangt perspektiv. Dagens sykliske økonomiske oppsving vil presse rentene oppover, men de strukturelle forholdene som nevnt i avsnittet over, vil bidra til å dempe oppgangen.

I USA hvor renteøkningene kommer først, kan et sannsynlig anslag være at rentekurven i sin helhet stiger med 50-100 basispunkter gjennom 2018. Det vil tilsi at amerikanske 10-årsrenter på statsobligasjoner vil ligge rundt 3 % ved utgangen av året. I Europa er også rentene på statsobligasjoner overraskende lave i forhold til dagens økonomiske vekst. Avkastning på obligasjoner forventes derfor å bli lav fremover.

VERDSETTING KREDITT

Kredittpåslagene på foretaksobligasjoner har falt betydelig de siste årene. Dette skyldes at investorene har vært villige til å ta mer og mer risiko i obligasjonsmarkedene. Det store fallet i rentene på statsobligasjoner har medført at investorene må ta mer risiko for å oppnå en gitt avkastningsmålsetning. Sentralbankenes kjøp av obligasjoner har også bidratt til å øke etterspørselen i dette segmentet av markedet.

FIGUR 19 viser endringene i kredittpåslag for høyrenteobligasjoner og sikre selskapsobligasjoner globalt sammenlignet med utviklingen i rentene på statsobligasjoner. I Europa ligger rentene enda lavere enn i USA både for statsobligasjoner og kredittpapirer. BCA Research mener at Tyskland er det dyreste obligasjonsmarkedet blant de utviklede landene. Tyske 10-års statsrenter er fortsatt rundt 0,5 % samtidig som Tyskland opplever positiv vekst og svært lav arbeidsledighet.

AKSJEMARKEDENES INNTJENINGSUTVIKLING

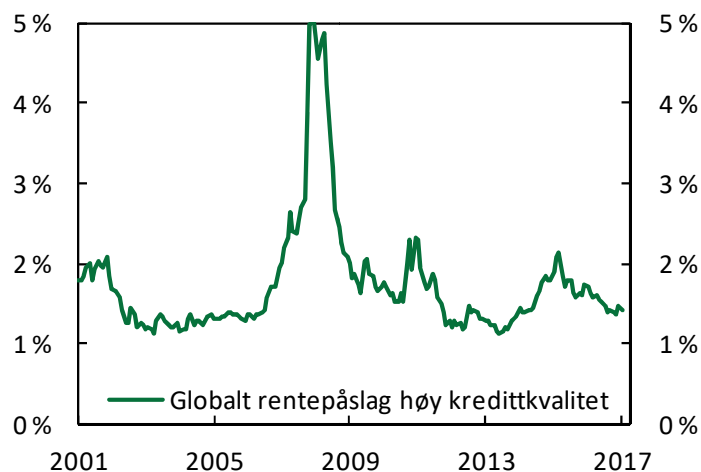
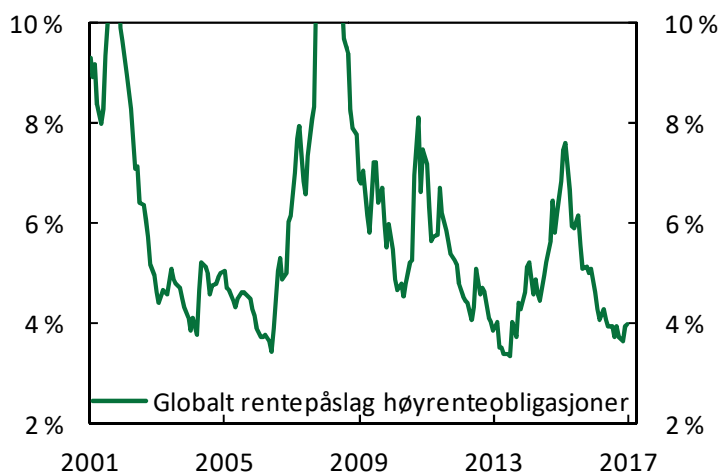
I sum har aksjemarkedenes avkastning vært svært god etter finanskrisen på tross av at inntjeningsutviklingen i selskapene ikke var spesielt sterk i perioden fra 2010 til 2015. I 2016 skjedde derimot et positivt skift hvor inntjeningsveksten tok fart både i utviklede land og i fremvoksende økonomier.

FIGUR 20 viser utviklingen i inntjeningen i både utviklede land og fremvoksende land. Inntjeningsveksten for 2017 antas å bli 15 %, hvilket er svært bra. Året skilte seg også fra tidligere år ved at inntjeningsestimaterne holdt seg godt gjennom året i motsetning til den sedvane der estimatene nedjusteres vesentlig gjennom året.

Energi- og finanssektoren fikk i fjor glede av at oljeprisen steg og stabiliserte seg på et vesentlig høyere nivå enn i 2015. Det dramatiske fallet i oljeprisen og andre råvarer i 2015 bidro i høy grad til det inntjeningsfallet markedene da opplevde. Utsiktene for 2018 ser også positive ut, hvor globale aksjer i sum forventes å ha en inntjeningsvekst på 10 %.

FIGUR 19

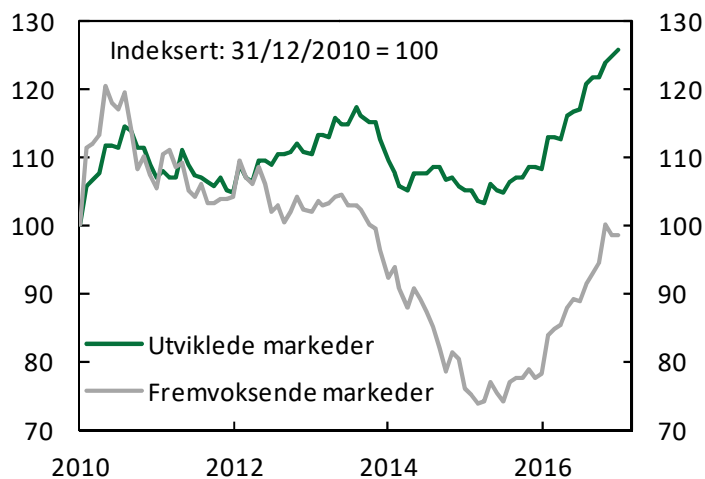
Høyere verdsetting av kredittobligasjoner



Kilde: Industrifinans, Bloomberg Barclays

FIGUR 20

Sterk økning i aksjeinntjening i 2017



Kilde: Bloomberg, MSCI, Industrifinans

VERDSETTING AKSJER

Verdsetting av aksjer er stadig et aktuelt tema, hvor analysene varierer mellom nøytral til høy verdsetting for aksjemarkedet sett under ett. Det er naturlig nok store variasjoner mellom regioner og sektorer, hvor verdsetting er heller rimelig for enkelte regioner og sektorer, men svært dyre for andre. Vår overordnede tilnærming er å vurdere det samlede aksjemarkedet, målt i **FIGUR 21** med indeksen MSCI AC World, som omfatter både fremvoksende og utviklede markeder. Vurderingen av verdsettingen for markedet videre baseres på en samlet vurdering av et sett av måltall, ikke bare ett enkelt nøkkeltall.

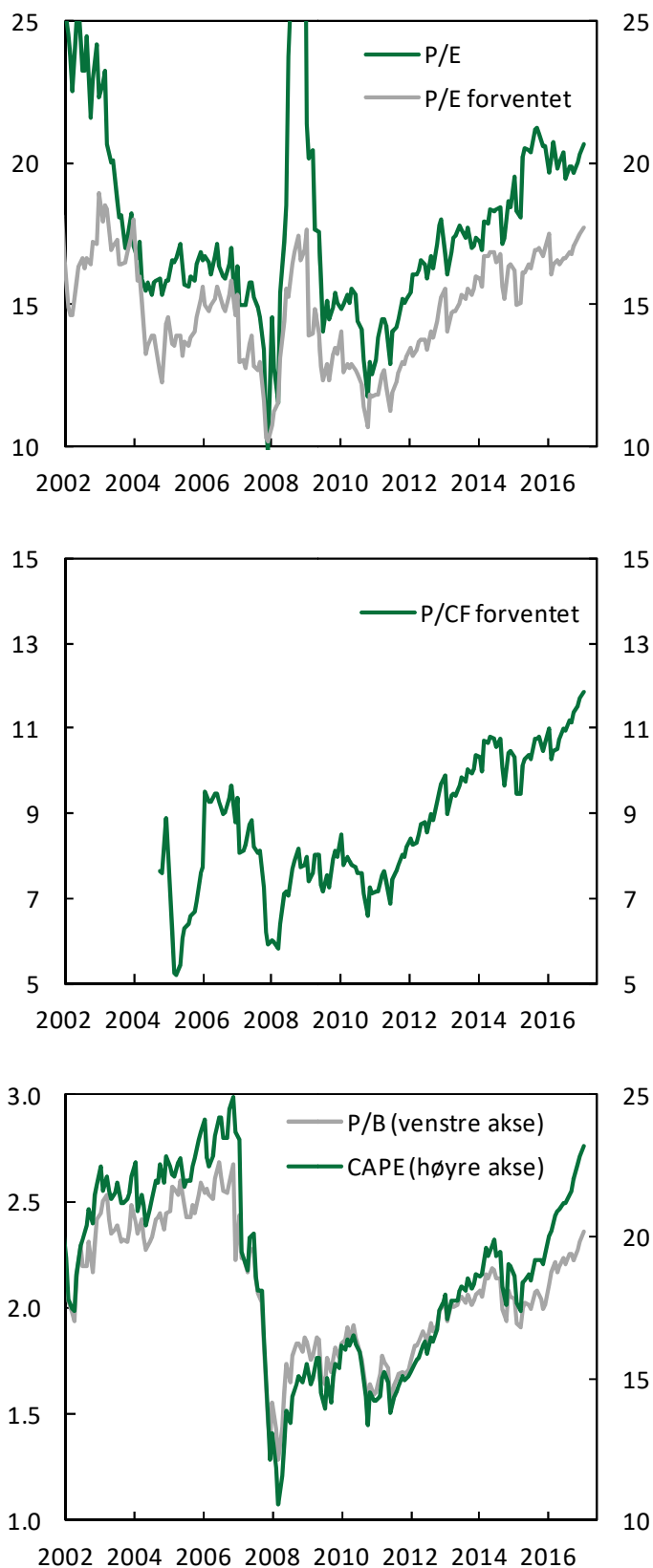
Figuren viser klassiske nøkkeltall for MSCI AC World, slik som pris på siste 12 måneders inntjening (P/E) og estimert inntjening (P/E forventet) i øverste panel. I midterste panel vises forholdstallet pris på estimert kontantstrøm (P/CF forventet). I nederste panel vises Bloombergs variant av pris på siste 10 års realinntjening (CAPE, Shillers P/E) og pris på bok (P/B).

Vi ser av figuren at verdsettingen uavhengig av måltall har vært stigende over mange år, spesielt i tiden med kraftig økning i sentralbanklikviditet. Øverste panel viser at både P/E og P/E forventet er høyere enn noen gang siden slutten av teknologiboblen, med unntak av perioden da inntjeningen stupte under finanskrisen. Midterste panel viser at også P/CF forventet har steget og er på et høyt nivå. Nederste panel viser at CAPE og P/B, som følger hverandre tett, har steget til høyeste nivå siden finanskrisen. Også måltall med lengre historikk enn hva som er tilgjengelig for MSCI AC World viser tilsvarende utvikling. CAPE for S&P 500 er også høy, selv med hensyn til dagens rentenivå.

I sum vurderer vi verdsetting av aksjer som relativt høy. Vi er også spesielt oppmerksomme på deler av markedet med høyere verdsetting enn andre. Eksempelvis har teknologiaksjer hatt en sterkere vekst i verdsettingen enn markedet generelt. Blant regioner har USA hatt en sterkere vekst i verdsetting, som må sees i lys av konsentrasjonen av store teknologiselskaper. Samtidig finnes det lommer i markedet med lavere verdsetting, noe som gir muligheter i aktive forvaltningsstrategier.

FIGUR 21

Stigende verdsetting aksjer globalt



Kilde: Bloomberg, MSCI

ALLOKERING MELLOM AKTIVAKLASSER

Konklusjonen for våre vurderinger av aktivaklasser gis i vår løpende taktiske allokering. Vi går inn i 2018 med tilnærmet nøytralvekt mellom aksjer og renter.

Vurderingen av allokering mellom aksjer og renter bygger blant annet på utviklingen i løpende avkastning for renter sammenlignet med løpende overskudds- eller inntjeningsavkastning for aksjer.

FIGUR 22 viser at begge verdier globalt har vært jevnt fallende over tid, i tråd med stigende verdsetting for begge aktivaklasser. Dog observerer vi at differansen mellom dem, den løpende globale meravkastningen for aksjer, har vært relativt stabil. Når avkastningsnivåene faller, bør vi ikke fristes til å ta mer risiko for å opprettholde et absolutt avkastningsmål, blinde for risikoen dette medfører. Samtidig bør vi ta hensyn til at avkastningsnivået har falt på tvers av aktivaklasser, og unngå å flykte fra en dyr til en annen dyr aktivaklasse. Underliggende inntjeningsutvikling er en positiv faktor, spesielt om realisert inntjening tilsvarer dagens forventninger for 2018 eller sågar overrasker positivt. Hva sentralbanklikviditeten angår er vi observante på at 2018 nok vil føre oss over i en ny tid med reduserte sentralbankbalanser, spesielt i USA. Når vi balanserer dette ut ved inngangen til året, fastholder vi om lag nøytralvekt mellom aksjer og renter.

Innen renter har vi kort durasjon, både ved overvekt i pengemarked og ved kort durasjon i obligasjonsporteføljen. Dette er knyttet til vårt markedssyn. Selv om rentenivået ikke forventes å stige like mye som det har falt siden 80-tallet, har vi forventninger til renteoppgang i 2018.

Renteporteføljen har jevnt over kredittrisiko. Markedssynet vårt er likevel at verdsettingen av kreditt er høy, slik at porteføljens kredittrisiko er moderat, men med et visst innslag av høyrente.

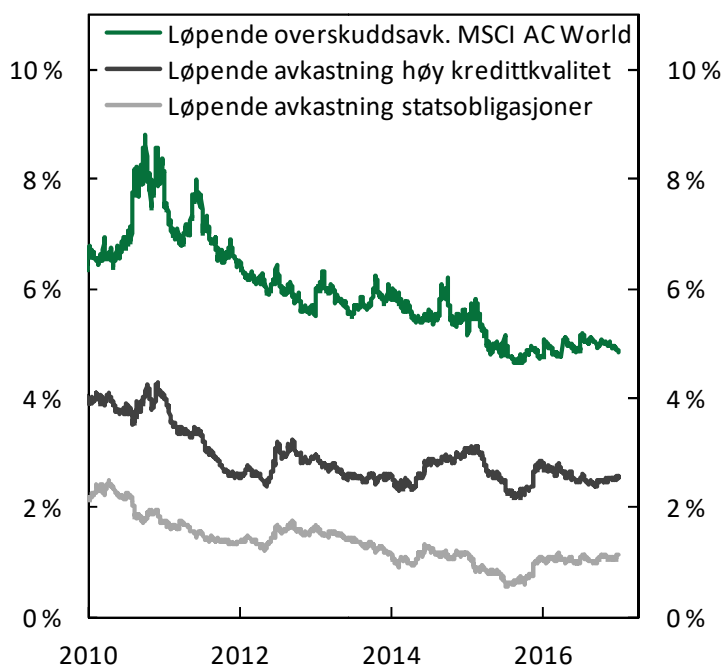
Innen internasjonale aksjer har vi en portefølje ved inngangen til året med om lag markedsrisiko. Vi er undervektet USA og overvektet Asia. Både norske og internasjonale aksjer har sterkere fundamentale nøkkeltall enn referanseindeks.

Arbeidsformen i Industrifinans er at vi løpende overvåker markedene og om nødvendig justerer vårt markedssyn gjennom året. I tillegg vil vi overvåke fondsforvalterne gjennom deres rapporter og i forvaltermøter for løpende å vurdere utviklingen i implementeringen av den enkeltes strategi og metode. Vi søker stadig etter utfordrere til modellporteføljens forvaltere. Beslutning fattes løpende og minimum månedlig, både på taktisk allokering mellom aktivaklasser og hva fondsutvalg angår, uavhengig om det gjøres endringer eller om vi fastholder eksisterende portefølje.

Ansvarsbegrensning. Dette markedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brev 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.

FIGUR 22

Stabil risikopremie globale aksjer



Kilde: Bloomberg Barclays, MSCI