

## MARKEDSSYN OG AKTIVAALLOKERING VED INNGANGEN TIL 2019

Oslo, 14. januar 2019

Den globale veksten ble positiv, men svakere i 2018 enn hva som var ventet ved inngangen til året. Inntjeningen i bedriftene viste en sterk vekst i de fleste markeder. På den annen side steg rentene, inflasjonen og lønnskostnadene. Samtidig falt mange råvarepriser. På denne bakgrunnen falt aksjemarkedene både i Norge og internasjonalt noe tilbake i fjor.

Som vi framhevet på samme tid i fjor, pleier oppgangsmarkeder å ende når inflasjonen stiger og sentralbankene øker rentene vesentlig. Sentralbankene var i fjor i den tidlige fasen av potensiell innstramning og denne utviklingen mente vi var viktig å følge videre. Ved inngangen til 2019 har inflasjonen steget noe, den amerikanske sentralbanken har hevet rentene og flere av de store sentralbankene har strammet inn på pengepolitikken. Vi mener derfor at disse temaene fortsatt vil ha betydning, og tror at følgende utviklingstrekk vil ha størst innflytelse på markedsutviklingen for inneværende år.

- Markedets forventninger til videre utvikling i underliggende inntjeningsvekst og realøkonomisk vekst vil være sentralt å følge med på.
- Ulike utfall av geopolitiske spenninger, som handelskrig mellom USA og Kina, væpnede konflikter i Midtøsten og Russlands forhold til tidligere sovjetstater, vil påvirke markedsutviklingen. Også Europa er i en brytningstid med Brexit og sterke populistiske strømninger.
- Myndigheters og sentralbankenes beslutninger rundt finans- og pengepolitikk vil i inneværende konjunkturfase være avgjørende. Spørsmålet står om sentralbankene makter å balansere tiltakene sine på en måte som ikke går ut over finansmarkedene.
- I beste fall vil de signaler som er gitt i januar fra Federal Reserve om forsiktighet slå an tonen hos viktige sentralbanker og finne videre gjenklang hos markedsaktørene. Sentralbankene vil da kunne fortsette å støtte opp under finansmarkedene med tilstrekkelig global likviditet.
- I verste fall vil sentralbankene sette opp rentene for mye. Da stiger kapitalkostnadene mer på en allerede høy gjeldsbasis og hemmer både investeringer i produksjonsmidler og framtidstro, slik at forventningene til videre konjunkturutvikling slår over i resesjonsforventninger. Det vil gå ut over både inntjeningsutviklingen og verdsetting.
- Et sted mellom disse ytterpunktene ligger vårt syn om fortsatt positiv, men svakere, realøkonomisk vekst. Vi håper at penge- og finanspolitiske beslutninger skjer i nøye overveide og godt kommuniserte etapper, slik at troen på en myk landing for en svekket vekst gjør at investorer ser gjennom den fasen av konjunktursyklusen vi er på vei inn i. Handelskrig og proteksjonisme blir i dette scenariet ikke avblåst, men hensynet til stabil og bærekraftig utvikling slår gjennom og skader ikke så mye mer enn markedets forventninger. I dette scenariet bør aksjemarkedene bli bedre i år enn i fjor. Vi opprettholder nøytralvekt i aksjer. Renteporteføljen har en moderat kreditteksponering og er undervektet rentebinding.
- Vi fastholder vår investeringsfilosofi og anbefaler å søke langsiktige investeringer i gode kvalitetselskaper. Kvalitetsselskapene står seg ofte godt fundamentalt gjennom de ulike fasene av konjunktorene, geopolitiske konflikter og pengepolitiske regimer. Søk etter kvalitet, vit hva du eier, vær observant på at det ikke betales for mye for aksjene og forbli investert med lang horisont.

HOVEDTEMAER FOR 2019

1	2	3
<b>INNTJENINGSUTVIKLING</b> (side 3)	<b>LIKVIDITET OG VERDSETTELSE</b> (side 11)	<b>FORVALTNING</b> (side 18)
Verdiskapning (side 3)	Sentralbankpolitikk (side 11)	Verdiskapning versus avkastning (side 18)
Forventninger til inntjening (side 4)	Sterk volumvekst i utstedelse av amerikanske statsobligasjoner (side 12)	Utfallsrom for aksjeavkastning (side 19)
Makroøkonomisk vekst (side 4)	Tilbakekjøp av aksjer (side 14)	Våre aksjeforvaltere forventer god inntjeningsutvikling (side 19)
Geopolitisk risiko (side 6)	Verdsettelse varierer med konjunktursyklusen (side 14)	
Sammenfallende lang og kort kredittsyklus (7)		
Råvarekostnader (side 8)		
Lønnskostnader (side 10)		
Kapitalkostnad (side 10)		

# 1. INNTJENINGSUTVIKLING

## VERDISKAPNING

Verdien av en aksje er fundamentalt forankret i verdiskapningen til selskapet. Det er derfor sentralt å ha et forhold til inntjeningsutviklingen for forstå enkeltelskaper og aksjemarkeder. Verdens aksjemarkeder har hatt inntjeningsvekst over tid. Denne varierer mellom selskapene og fra år til år.

Noen analytikere foretrekker ulike avarter av inntjeningsbegrepet i sine beregninger, andre bruker forskjellige varianter av kontantstrøm, dividende eller egenkapitalavkastning. Begrepet inntjeningsutvikling benyttes her mer som samlebetegnelse. Uansett nyanser i utregningen av måltallet vil forskjellen i forventningene til inntjeningsutvikling mellom selskapene bidra til store forskjeller i tilhørende aksjeverdier.

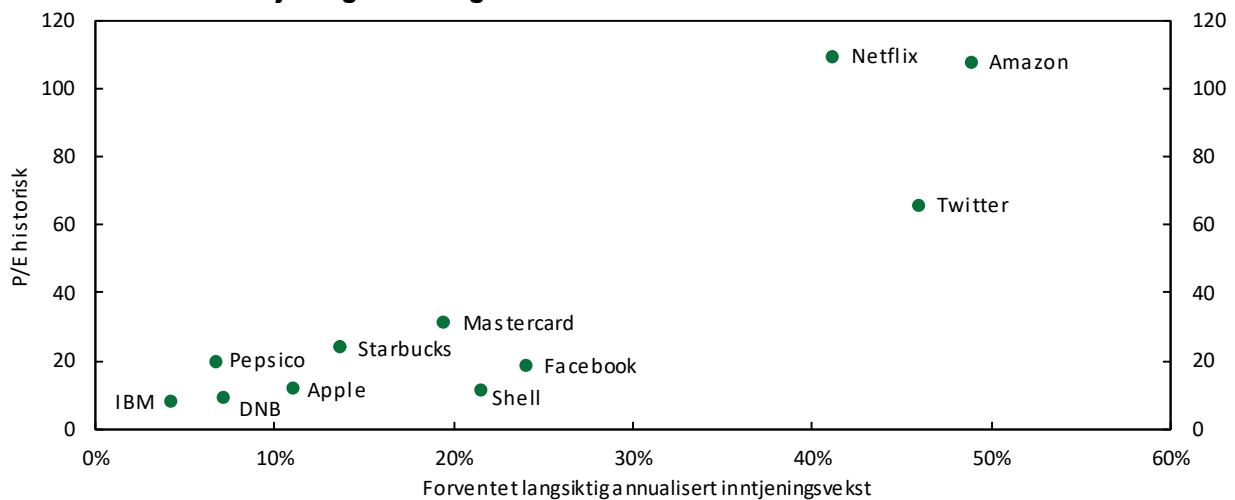
Vi argumenterer ikke med dette for vekst som investeringsstil. Vår investeringsfilosofi er å søke kvalitetsselskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investeringshorisont. Men i vår fundamentalt orienterte søken etter kvalitet, er det viktig å ha en forståelse av forventninger til inntjeningsutvikling og endringer i disse forventningene for det enkelte selskapet.

Refleksjon over endringer i inntjeningsforventninger for aksjemarkedet som helhet er et premiss for et balansert markedssyn. Våre månedsbrev framhever verdsetting, likviditet og sentiment i vurderingene av aktivaklassene. Analyse av inntjeningsutviklingen inngår da i evalueringen av verdsettingen av aksjemarkedet samlet sett.

**FIGUR 1** viser forventet inntjeningsvekst for ulike selskaper og tilhørende pris relativt til historisk inntjening (P/E). Vi ser svært forskjellige selskaper og verdsettninger, men når vi sammenligner verdsetting med forventet inntjeningsutvikling, forstår vi dem bedre. Kvalitet ligger ikke i høye eller lave forventninger, men i gode selskaper. Vi kommer tilbake til dette i kapittel 3 om forvaltning.

Sammenhengen mellom forventninger til vekst og verdsettelse kan også anvendes i vurderingen av aksjemarkedet generelt og deler av det som skjedde i 2018 spesifikt. Samtidig vet vi at det ligger mange viktige beslutninger i året som kommer, både for sentralbanker og myndigheter i mange land, som vil kunne avgjøre investorenes tillit til aksjemarkedets videre inntjeningsutvikling. Dette diskuterer vi nærmere i det innværende kapitlet om inntjeningsutvikling og kapittel 2 om likviditet og verdsetting.

**FIGUR 1**  
**Forventet inntjeningsvekst og verdsettelse**



Kilde: Bloomberg

## FORVENTNINGER TIL INNTJENING

**FIGUR 2** viser utviklingen i forventet inntjeningsvekst følgende 3 år for verdensindeksen MSCI AC World og noen sektorer. Realisert inntjeningsvekst har vært svært sterk i 2017 og 2018, og inntjening per aksje er nå på historisk høyt nivå. Sterk videre vekst lå også til grunn for verdsettingen av aksjene, men disse forventningene begynte å svekkes i 2018. Årsaken var forventninger til konjunktursyklusen generelt og frykt for eskalering av handelskrig spesielt. Svekkede forventninger slo inn i verdsettingen.

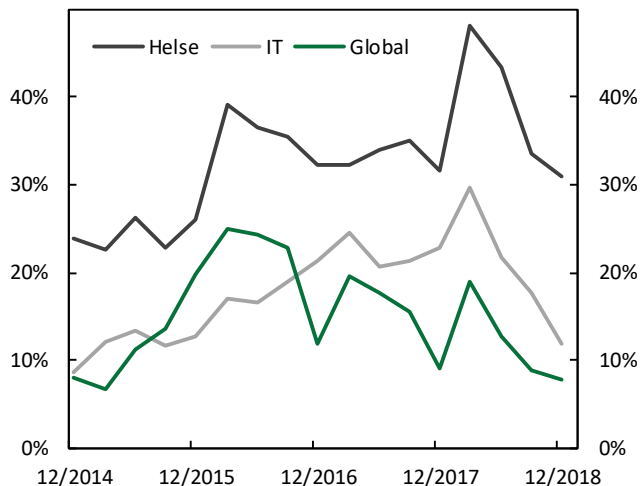
Mens vi ved sommeren 2017 ikke hadde noen sektor med forventninger under 10 % vekst, hadde vi ved utgangen av 2018 knapt noen sektor med forventninger over 10 % vekst. Dog er det mulig med god seleksjon. I denne perioden har helsesektoren skilt seg ut, med vedvarende høye vekstforventninger.

## MAKROØKONOMISK VEKST

Inntjeningsutviklingen henger sammen med og er en stor andel av den makroøkonomiske utviklingen. Forventningene for makroøkonomien som stipuleres av IMF og OECD, samt realtidsanalyse av selskapene som sammenfattes i PMI (indikator for innkjøpssjefenes forventninger), sammenfaller godt med utviklingen i inntjeningsforventningen og er med å gi retning for denne. Det er og forventes fortsatt positiv utvikling både for makroøkonomien og for tilhørende inntjeningsutvikling, men den er svakere enn den har vært i de foregående sterke årene.

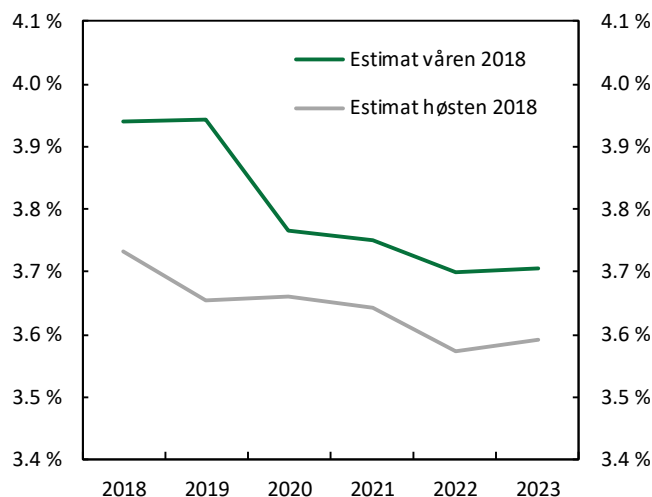
IMF publiserer sine forventninger til global vekst for de kommende fem år i sine jevnlig publiserte rapporter, kalt World Economic Outlook. I årene etter finanskrisen har IMF konsistent publisert forventninger om at den økonomiske veksten er tiltagende. Selv om IMF fremdeles forventer tydelig vekst, var 2018 første gang siden finanskrisen at IMF forventer at veksten vil avta noe med tiden. I fra analysen i april til analysen i november 2018 ble i tillegg forventningene langs hele kurven justert ned. Se **FIGUR 3** for vekstforventningene. Dette synet gjenspeiles i inntjeningsforventningene vi diskuterte tidligere og illustrerte i **FIGUR 2**. Det stemmer også overens med OECD sine ledende indikatorer og den globale PMI. Fellesnevneren er at forventninger til økonomisk vekst og tilhørende forventet inntjeningsvekst har vært tiltakende og nådde sin topp etter den globale, synkrone ekspansjonen i 2016 og inn i 2017. Deretter har det vært en viss nedjustering, dog fremdeles med positive forventninger.

**FIGUR 2**  
Positive, men lavere forventninger til Inntjeningsvekst neste 3 år



Kilde: Bloomberg

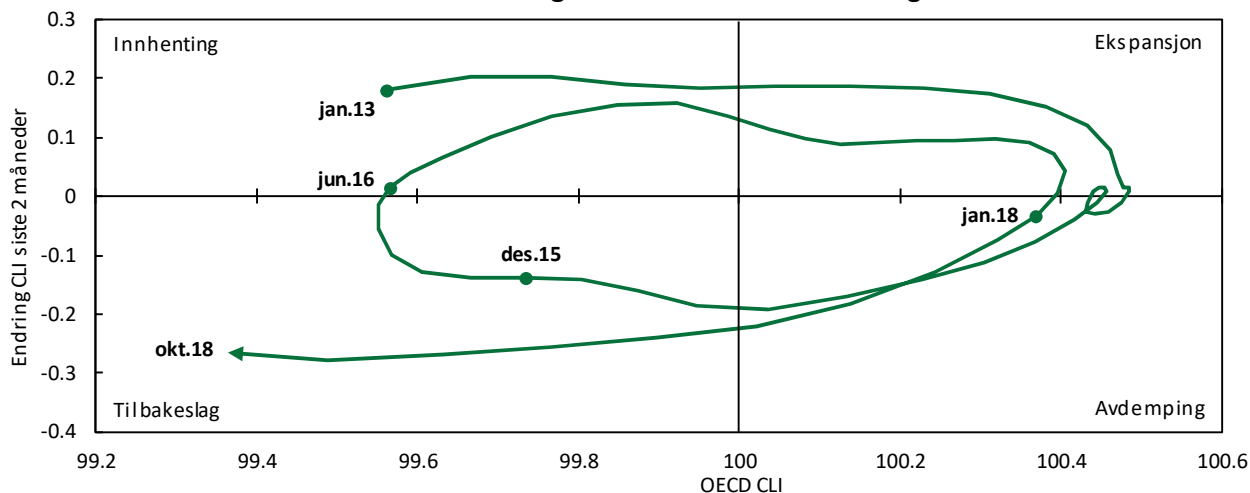
**FIGUR 3**  
Lavere forventninger til global vekst



Kilde: IMF

FIGUR 4

OECD sine ledende indikatorer for global vekst har svekket seg



Kilde: OECD, Industrifinans

OECD bekrefter som nevnt det samme bildet med sine Composite Leading Indicators (CLI). Disse indikatorene viser forventningene til økonomisk vekst 6 måneder fram i tid. FIGUR 4 viser disse forventningene for hele OECD. Figuren er inndelt i fire felter:

1. Innhenting: lav, men styrket vekst
2. Ekspansjon: høy og styrket vekst
3. Avdemping: høy, men svekket vekst
4. Tilbakeslag: lav og svekket vekst

Resesjon er ikke en egen fase i figuren, da det kun er de gangene i fase 4 med lav og svekket vekst, hvor veksten ikke bare blir lavere enn trendveksten, men negativ over to kvartaler.

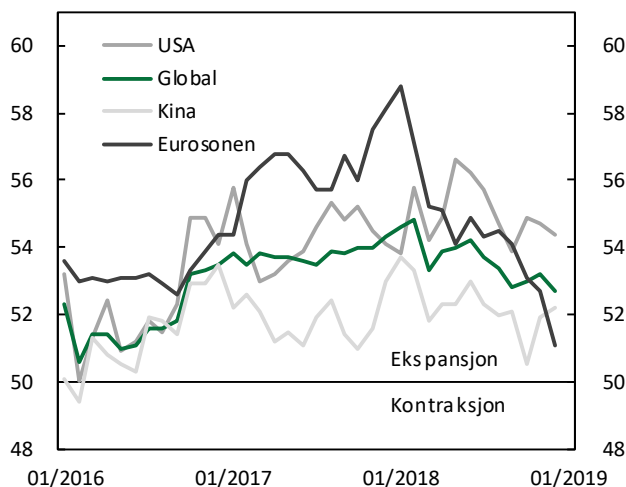
Mot slutten av 2015 var forventet vekst lav og ble ytterligere svekket. Sommeren 2016 var forventet vekst fortsatt lav, men forventningene begynte å styrke seg (fase 1). Ved inngangen til 2017 var vekstforventningene gode og fortsatte å styrke seg (fase 2). Rundt inngangen til 2018 forventet OECD fortsatt høyere vekst enn vanlig, men noe svekkelse (fase 3). Rundt sommeren 2018 forventet organisasjonen lavere vekst enn vanlig og ytterligere svekkelse av denne (fase 4). Dette er også i tråd med IMF sine vekstforventninger og analytikernes forventninger til inntjeningsutvikling.

PMI skal i utgangspunktet vise den aktuelle situasjonen for selskapene som deltar i undersøkelsene. Den globale varianten som inkluderer både industri og tjenesteytende næringer, viser fortsatt vekst, men også den er noe svakere enn ved toppen for rundt ett år siden. Dette er vist i FIGUR 5.

Makroøkonomisk vekst garanterer ikke at inntjeningsveksten holder seg, men understøtter en positiv utvikling fundamentalt sett. En akseptabel vekst kombinert med de riktige politiske beslutningene, kan gi en avkastning i tråd med nøytral allokering.

FIGUR 5

Mindre positiv PMI



Kilde: PMI Composite, Bloomberg

**GEOPOLITISK RISIKO**

Verden opplever en tiltagende geopolitisk usikkerhet. Pendelen svinger tilbake etter tiår med globalisering. Multinasjonalt samarbeid er i tilbakegang. En fellesnevner for mye av den geopolitiske risikoen i dag er proteksjonisme.

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 6** illustrerer at risikoen har vært økende de siste årene, selv om indeksverdien svinger kraftig.

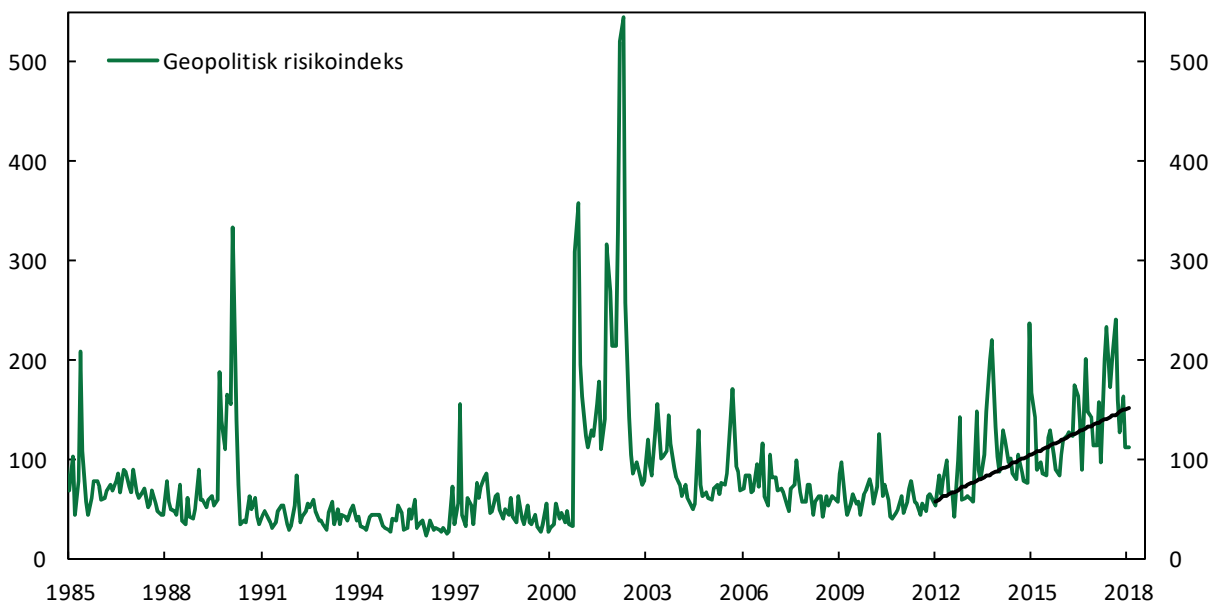
President Trump fører an i denne utviklingen med sin proteksjonistiske politikk, kalt «America first», men også Kina og Russland viser muskler i fremme av nasjonale interesser. Pågående konflikter i Jemen og Syria har vært arenaer for regionale maktkamper. I Midtøsten er spenningen stigende.

Europa ble rystet av Brexit, og EU bekrefter at de ikke er interessert i reforhandling av den avtalen de har kommet frem til og som har møtt stor skepsis i Storbritannias parlament. Forbunds kansler Merkel i Tyskland har vært et ankerfeste i stormene i unionen, men har meldt at hun ikke stiller til gjenvalg. President Macron i Frankrike fortsetter sin reformpolitikk, men har nok å stri med av protester og demonstrasjoner på hjemmebane. Italias valg gikk også i retning av populisme. Landet har sjelden vært en samlende faktor og enda mindre nå, med et budsjett som bryter med EUs interne avtaler.

Kinas oppbygging av militærbaser på territorielt omtvistede øyer i Sør-Kinahavet viser vilje til å bruke makt og viser manglende respekt for internasjonale konvensjoner. Ifølge CNN, gjentok Xi Jinping at kinesiske myndigheter anser Taiwan som del av Kina. I tillegg kommer risikoen fra sterkere handelskonflikter med USA.

Selv om konflikter på mange plan mellom nasjoner er høyst alvorlige, er det nok trusselen om videre eskalering av handelskrigen mellom USA og Kina som har størst direkte effekt på den økonomiske veksten og inntjeningsforventningene. Trumps politikk representerer ikke lenger bare en risiko for verdenshandelen i form av økt internasjonal proteksjonisme, men politikken har alt fått utslag i handelstallene. **FIGUR 7** viser Kina PMI New Export Orders. Veksten i nye eksportordre er ifølge dette måltallet tilnærmet borte.

**FIGUR 6**  
**Geopolitisk risiko øker**

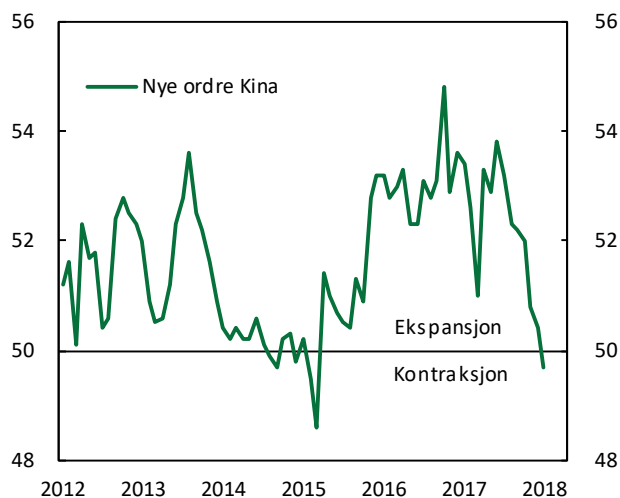


Kilde: Federal Reserve, Bloomberg

IMF anslår i World Economic Outlook at Kinas langsiktige BNP-nivå per utgangen av 3. kvartal var redusert med 0,3 % på grunn av handelskonflikten med USA. Bli videre trusler realisert, vil den tilsvarende reduksjonen kunne bli 0,6 %. IMF rapporterer også at USA sitt langsiktige BNP-nivå per utgangen av 3. kvartal var redusert med 0,3 % på grunn av samme handelskonflikt og at den tilsvarende reduksjonen vil kunne bli 0,9 % om de ytterligere truslene blir iverksatt. Dette vil spille over på globalt, langsiktig BNP-nivå, som vil svekkes med 0,4 %. I tillegg til tapt vekst ved redusert handel, vil selve usikkerheten rundt regulatoriske rammeverk og tariffen føre til reduserte investeringer.

Håpet er at begge parter skal se nytten i fortsatt handelsvekst og avslutte heving av tollsatser og trusler om proteksjonistiske tiltak.

FIGUR 7  
Svakere vekst i Kina



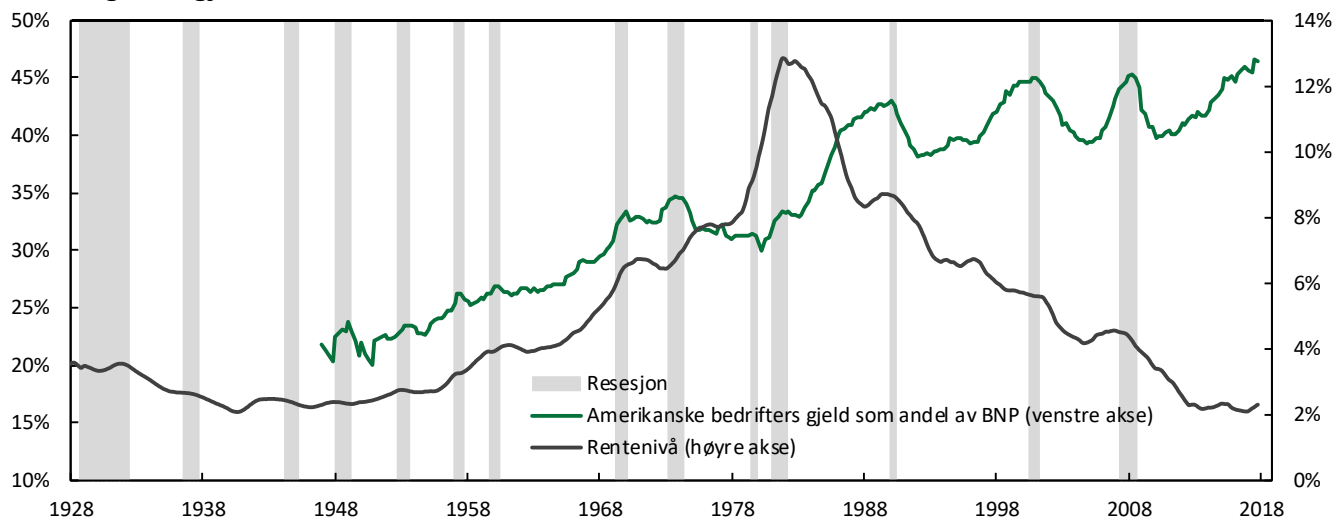
Kilde: Bloomberg

**SAMMENFALLENDE LANG OG KORT KREDITTSYKLUS**

Kredittrisiko kan bli holdt i sjakk så lenge det er sterkt moment i økonomisk vekst og lånerentene er lave, men kan komme i spill over medium horisont ved trangere finansielle rammevilkår, spesielt om disse sammenfaller med svakere økonomisk moment. Dette er sammendraget fra IMF World Economic Outlook.

Ray Dalio i Bridgewater kommenterer aktualiteten for gjeldsnivåene i sin artikkel på LinkedIn den 26. desember 2018: «To Help Put Recent Economic & Market Moves in Perspective». Han beskriver de to parallelle gjeldssyklusene. Disse to gjeldssyklusene er vist i FIGUR 8 for USA. Den korte gjeldssyklusen tar 5-10 år og den lange gjeldssyklusen tar 50-75 år. Den korte gjeldssyklusen kjennetegnes ved kredittfinansiert vekst i forbruk og investering som er raskere enn kapasitetsveksten i den tidlige delen av fasen med gode tider for realøkonomi og finansmarkeder. Det gjør at kapasitetsbegrensningen brytes og rentene går opp. Da får vi en

FIGUR 8  
Stigende gjeldsnivå i amerikanske bedrifter



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

fase hvor aktivprisene faller på tross av fortsatt vekst, grunnet høyere neddiskonteringsrenter. Der mener Dalio vi er nå.

I tillegg beskriver Dalio den langsiktige gjeldssyklusen som investorer møter kanskje bare en gang i livet. Det skjer når rentenivået blir så lavt at det nærmer seg null. Rentenivået er illustrert med 10-års amerikanske statsrenter. Han kommenterer at forrige gang denne syklusen var signifikant var 1929-33, og sist i 2008-09. Nå sammenfaller den kortsiktige og langsiktige syklusen.

For Kinas del poengterer BCA Outlook for 2019 at lett tilgang til kreditt har gitt overinvestering i eiendom og andre faste aktiva. En aggregert ledighetsrate for leiligheter på 15 % - 20 % er et resultat av dette, samt at total kapitalavkastningen i statseide bedrifter har falt under lånekostnadene. Kinesiske myndigheter har sterke finansielle muskler til å revitalisere økonomien, men den realøkonomiske effekten av ytterligere kredittimpuls vil kunne ta tid å materialisere seg og kreve ytterligere oppbygging av gjeld.

## RÅVAREKOSTNADER

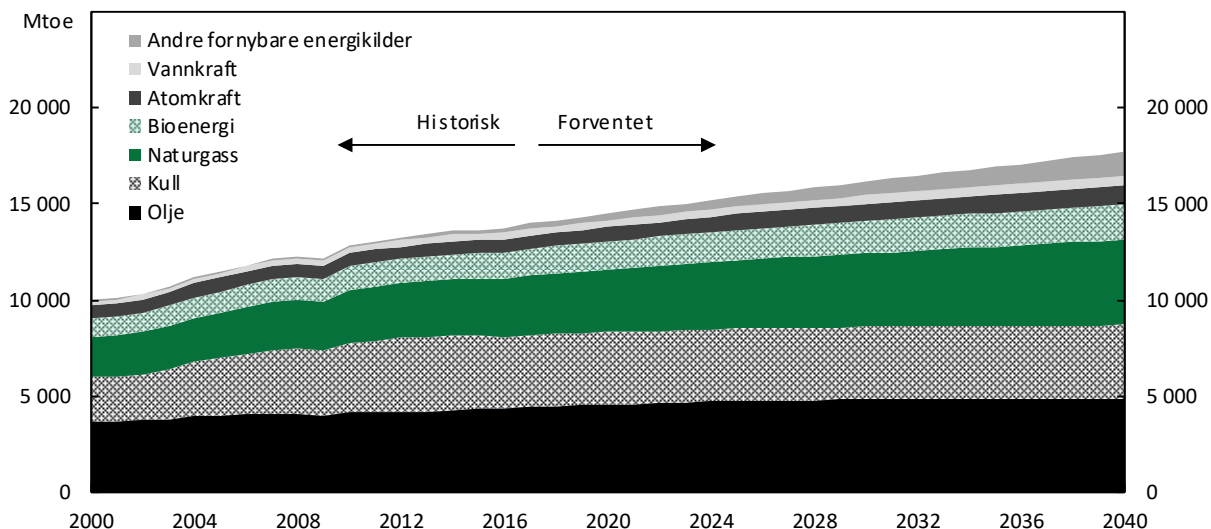
International Energy Agency (IEA) tar det store perspektivet når de skal predikere framtidens etterspørsel etter råvarer, i dette tilfellet energi. I sin World Energy Outlook fra 13. november 2018 la de fram sine forventninger til total energietterspørsel og kildene som skal møte denne. Disse forventningene er gjengitt i **FIGUR 9**.

Vi ser to tydelige hovedtrekk i utviklingen fram mot 2040:

- 1) Det ene er det grønne skiftet, ved at veksten i etterspørselen av energi i større grad anslås skal bli møtt av fornybare energikilder.
- 2) Det andre hovedtrekket er at selv om olje ikke bærer den videre veksten, holder den sitt nivå, absolutt sett. Dette har betydelige implikasjoner for oljesektoren. Som vi tidligere har skrevet om i våre månedsbrev, forventer oljeselskaper i Norge selv at investeringene vil ta seg opp i 2019. IEA sine forventninger betyr også at det i lang tid vil være behov for nyinvesteringer for å opprettholde det produksjonsnivået de forventer.

FIGUR 9

### Fornybare energikilder står for veksten, men olje er fortsatt viktig

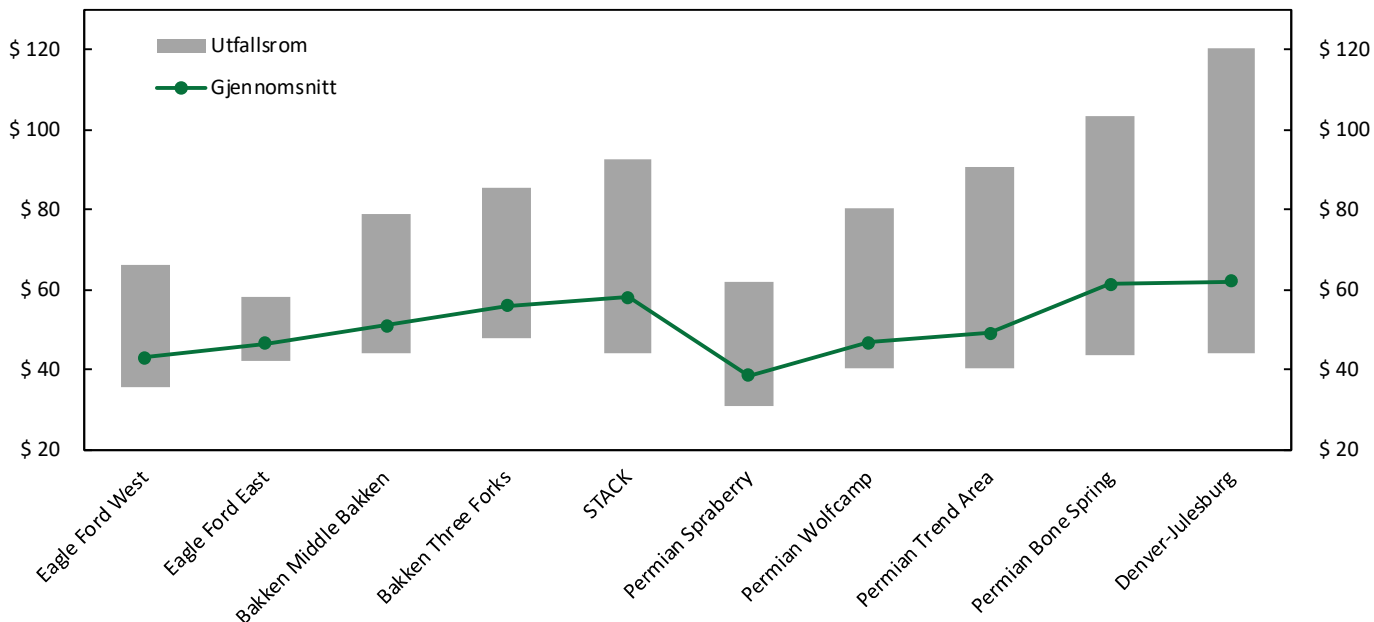


Kilde: International Energy Agency, Industrifinans



FIGUR 10

Grensekostnad for skiferoljeproduksjon er fortsatt lav

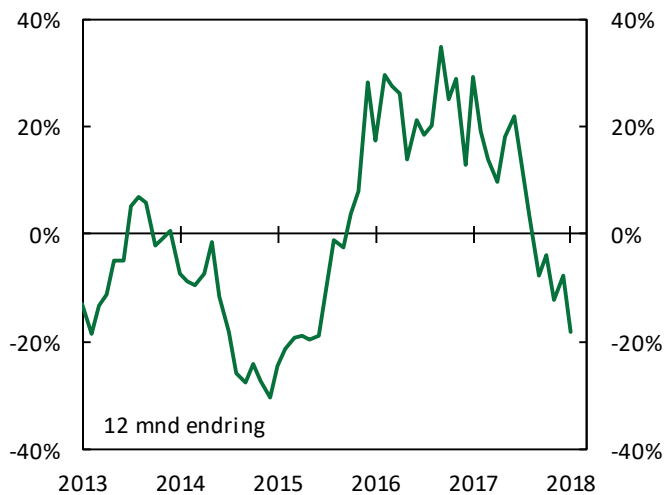


Kilde: Bloomberg New Energy Finance

Selv om etterspørselen holder seg stabil, som IEA forventer, har det vært stor volatilitet i oljeprisen i årene som nå ligger bak. Politiske konflikter kan føre til høy volatilitet i oljeprisen på kort sikt. Spenningene i Midtøsten 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. Selv etter mange års storproduksjon, er det store forekomster tilgjengelig for en rimelig pris i de kjente feltene i USA. **FIGUR 10** fra Bloomberg New Energy Finance viser at prisnivåene som gir overskudd for det enkelte felt, har medianverdi fra 40-60 dollar. US. Energy Information Administration opplyser at ved utgangen av 2018 var eksporten av olje og oljerelaterte produkter mer enn tredoblet på 10 år, og nå nærmer seg nivåer hvor USA blir en netto eksportør av olje og oljerelaterte produkter. Dette blir en viktig utvikling, også for prissettingen av olje.

FIGUR 11

Industriemetter er blitt billigere



Kilde: Bloomberg

Mange andre råvarepriser, blant annet aluminium og kobber, har falt i 2018. Se **FIGUR 11** for illustrasjon av prisutviklingen for industriemetter. Bloombergs samlede indeks for industriemetter falt 19,5 % i fjor, målt i USD. På den negative siden, bekrefter dette prisfallet svekket økonomisk syklus gjennom lavere etterspørsel. På den mer positive siden styrkes inntjeningen for andre sektorer ved at råvarekostnadene faller. Fortsatt svekkede råvarepriser bidrar også til lavere inflasjon og dertil tilhørende ekspansiv pengepolitikk.

## LØNSKOSTNADER

Et overordnet perspektiv på lønnsutviklingen er blitt gjentatt mange ganger de senere år fra Det internasjonale Pengefondet (IMF) og andre: globaliseringen de siste tiår har ikke vært tilstrekkelig inkluderende. Dette har gjort at enkelte arbeidergrupper i flere land har falt utenfor velstandsveksten, da tilpasning til nye rammevilkår for konkurranse ikke har vært like enkelt. Dette har bygget seg opp over tid, og vi anser denne misnøyen hos noen grupper som en viktig drivkraft i de siste års politiske sving mot proteksjonisme.

I 2018 var det slutt for perioden i økonomien som var preget av en vekst som var positiv men ikke for sterk og som derfor ikke gav press på lønn eller kapitalkostnad. Arbeidsledigheten i USA falt til laveste nivå på flere tiår og lønnsveksten styrket seg markant, som framgår av **FIGUR 12**. Dette er naturligvis en indikator på at den økonomiske veksten er sterkere, men slår rett inn som økte kostnader til fradrag i inntjeningen for selskapene.

I 2019 blir det derfor enda viktigere å følge med på beslutningene fra sentralbankenes side. De må ikke bli for ekspansive som vil presse kapasitetsutnyttelsen til et nivå som kveler veksten. De må heller ikke bli for kontraktive, slik at rentenivået gir for høye kapitalkostnader og selv kveler veksten. Vi trenger, som sentralbankene selv lover, beslutninger basert på nøye vurdering av realøkonomiske og finansielle data.

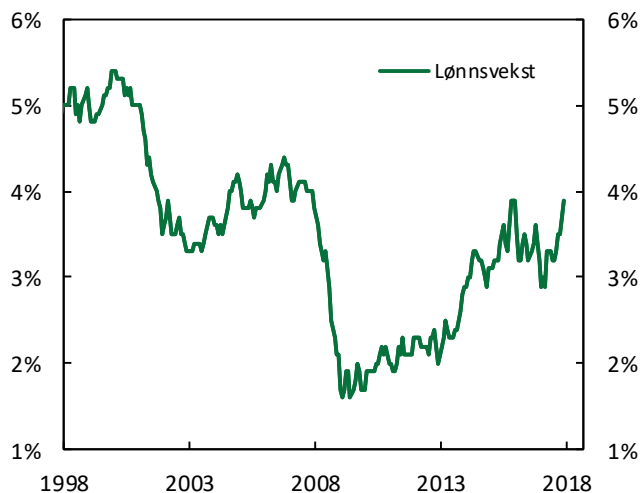
## KAPITALKOSTNAD

I fjor kom også rentehevingene i USA, som har kommet lengst i konjunktursyklusen. Som følge av Feds rentehevinger, har også bedriftene fått høyere lånekostnader. Dette er illustrert i **FIGUR 13** med rentekurven for amerikanske selskaper med kredittvurdering lik BBB+, BBB og BBB-, som er de laveste nivåene som fremdeles regnes om høy kredittverdighet. Andelen av utstedte lån med denne kredittkvaliteten har økt kraftig de senere årene.

Konsekvensene på kort sikt er høyere kostnader for de selskapene som har behov for ny finansiering eller refinansiering av gamle obligasjoner. Høyere kapitalkostnader ved ny finansiering legger også en demper på investeringsvilje og -evne. På den annen side bør det noteres at på tross av lang periode med lave kapitalkostnader, har det 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 varige driftsmidler 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.

FIGUR 12

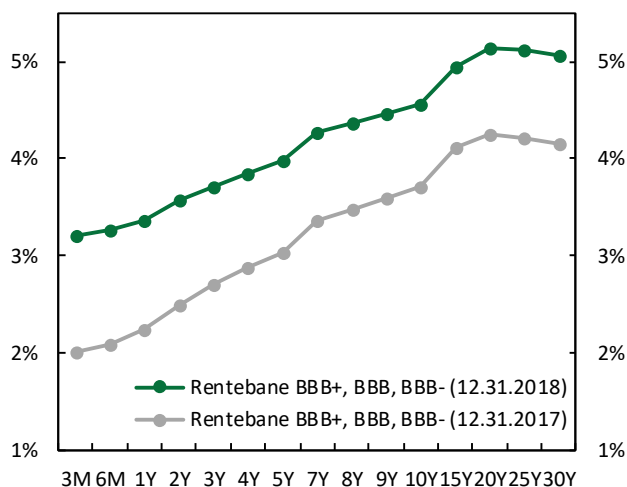
### Tiltakende lønnsvekst i USA



Kilde: Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

FIGUR 13

### Høyere lånekostnader for alle løpetider



Kilde: Bloomberg

## 2. LIKVIDITET OG VERDSETTING

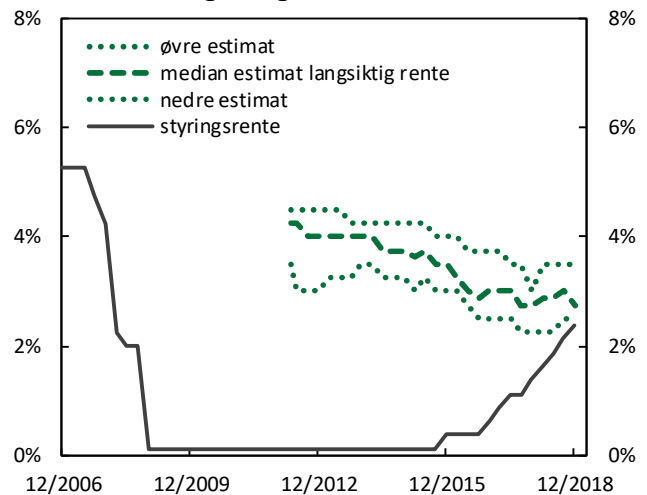
### SENTRALBANKPOLITIKK

I vårt årsbrev for 2018 vektla vi hvordan den ekstraordinært ekspansive pengepolitikken gikk mot en slutt, globalt sett. Dette er nå blitt virkelighet. Underliggende realøkonomi har styrket seg vesentlig over de siste årene. Som det framgår av **FIGUR 14**, har Fed på bakgrunn av sin evaluering av økonomiens styrke, implementert sin politikk om å la en stadig større andel av obligasjonene forfalle uten å reinvestere provenyet. På den måten bygger de ned sin balanse. Videre har ESB stoppet oppbyggingen av sin balanse. Bank of Japan fortsetter sitt program. I sum forventes det derfor tilnærmet uendrede balanser for de største sentralbankene.

Den positive siden av denne utviklingen, er at sentralbankene, både i eurosonen og USA, vurderer økonomiene som så sterke at det er mindre behov for ekstraordinære tiltak.

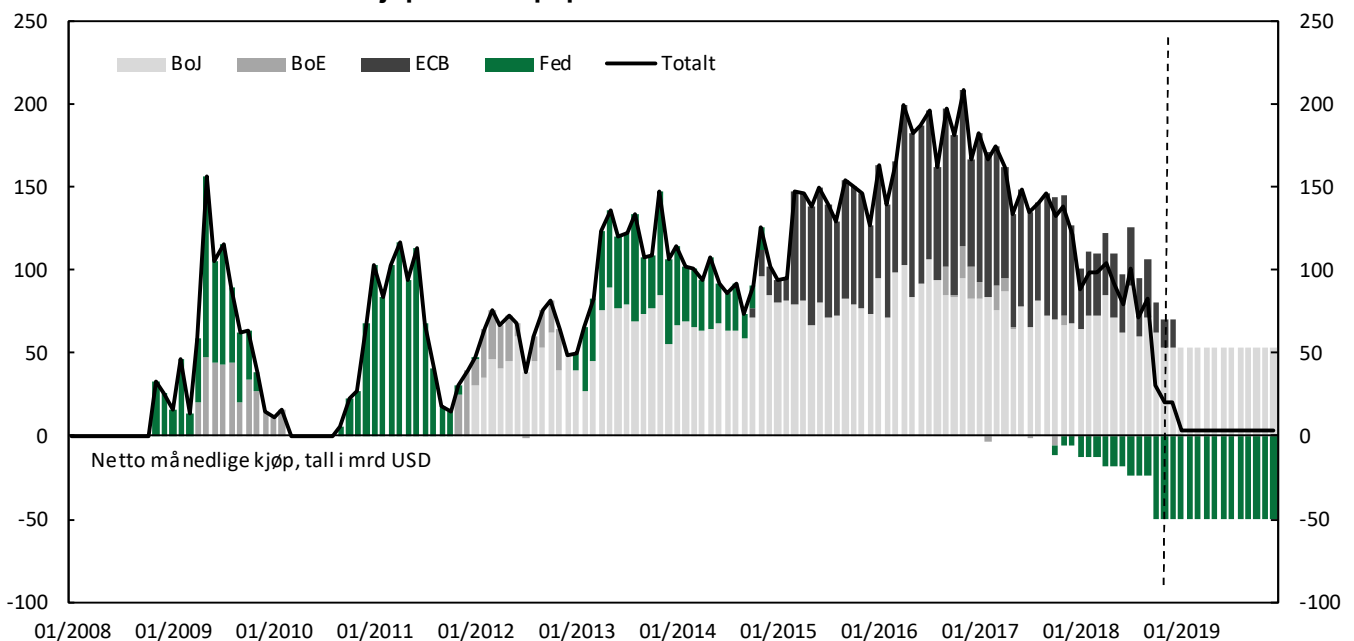
Samtidig som Fed har satt opp rentene, har også forventningene til hva som vil bli langsiktig rentenivå i USA falt. **FIGUR 15** viser hvordan Fed sin styringsrente nå nærmer seg Fed sitt eget nedre anslag på langsiktig nivå for denne styringsrenten. Denne utviklingen har brakt pengepolitikken nærmere nøytral.

**FIGUR 15**  
Fed sin langsiktige likevektsrente for USA



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

**FIGUR 14**  
Sentralbankenes netto kjøp av verdipapirer



Kilde: TS Lombard

Fed sine beslutninger er knyttet til målsetningene rundt utviklingen i sysselsetning og inflasjon. Siden arbeidsmarkedsmålsetningen nå er nådd med den lave arbeidsledigheten, blir inflasjonsutviklingen og sentralbankens vurdering av framtidig inflasjonsutvikling helt sentral for den videre rentehevingssyklus. Se **FIGUR 16** for en illustrasjon av det sentrale inflasjonstallet og Kansas City Federal Reserve sin arbeidsmarkedsindeks, hvor målinger over null indikerer at styrken i arbeidsmarkedet er over sitt historiske gjennomsnitt.

For 2019 er det å håpe på at beslutningstakerne makter å håndtere rentehevinger og balansejusteringer slik at de på den ene siden strammer inn godt nok for å unngå overoppheting når flere økonomier går for full kapasitet, mens de på den andre siden ikke skaper unødvendig uro i markedene.

**FIGUR 17** viser den spenningen som er mellom Fed sine egne prognoser for hva som vil være riktig rentenivå og hva markedet forventer at rentenivået skal bli. Mens sist rentemøte i Fed la for dagen en intern medianforventning om ytterligere to rentehevinger i 2019, er det ifølge konsensusforventninger i markedet om lag like sannsynlig at rentene skal videre opp som at de skal ned i løpet av ett år, som vist i figuren. Det er avgjørende for markedsutviklingen hvorvidt Fed eller markedet får rett. Jerome Powell sin tale 4. januar i år gav en indikasjon på at komiteen ville være forsiktige med ytterligere rentehevinger. Dette gav et godt løft for aksjemarkedene, og kan fortsatt gi ytterligere løft om forventningene til forsiktighet innfris.

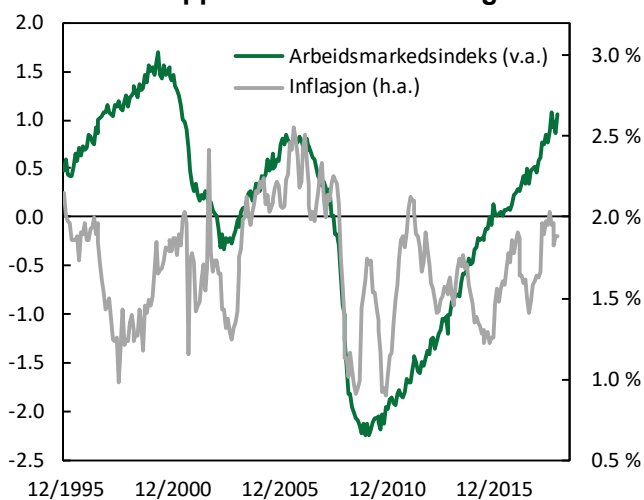
**STERK VOLUMVEKST I UTSTEDELSE AV AMERIKANSKE STATSOBLIGASJONER**

Et element som også er svært viktig for fastsettelsen av rentenivået for statsobligasjoner med ulike løpetider er forholdet mellom tilbud og etterspørsel av disse verdipapirene. For de fleste utviklede økonomier har statsbudsjettene underskudd. Det bipartisane Congressional Budget Office i USA har estimert forventede budsjetunderskudd, jamfør **FIGUR 18**. Ifølge dem vil amerikanske myndigheter ha et stort finansieringsbehov av økende forventede underskudd i årene som kommer. Dette sammenfaller med at den amerikanske sentralbanken kjøper færre og færre statsobligasjoner.

For 2019 og videre vil denne forskyvningen i etterspørsel og tilbud, noe avhengig av andre aktørers behov for sikker sparing, trolig være med å løfte løpende avkastning for amerikanske statsobligasjoner.

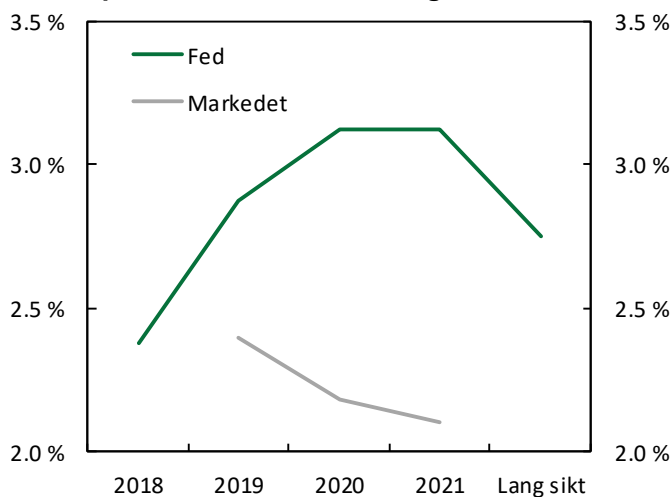
Etter finanskrisen, hvor sentralbankene på mange måter reddet situasjonen, etterlyste både sentralbankene og de store internasjonale organisasjonene IMF og OECD en mer aktiv finanspolitikk. Det er trolig at verden

**FIGUR 16**  
**Fed har oppnådd sine målsetninger**



Kilde: Bloomberg

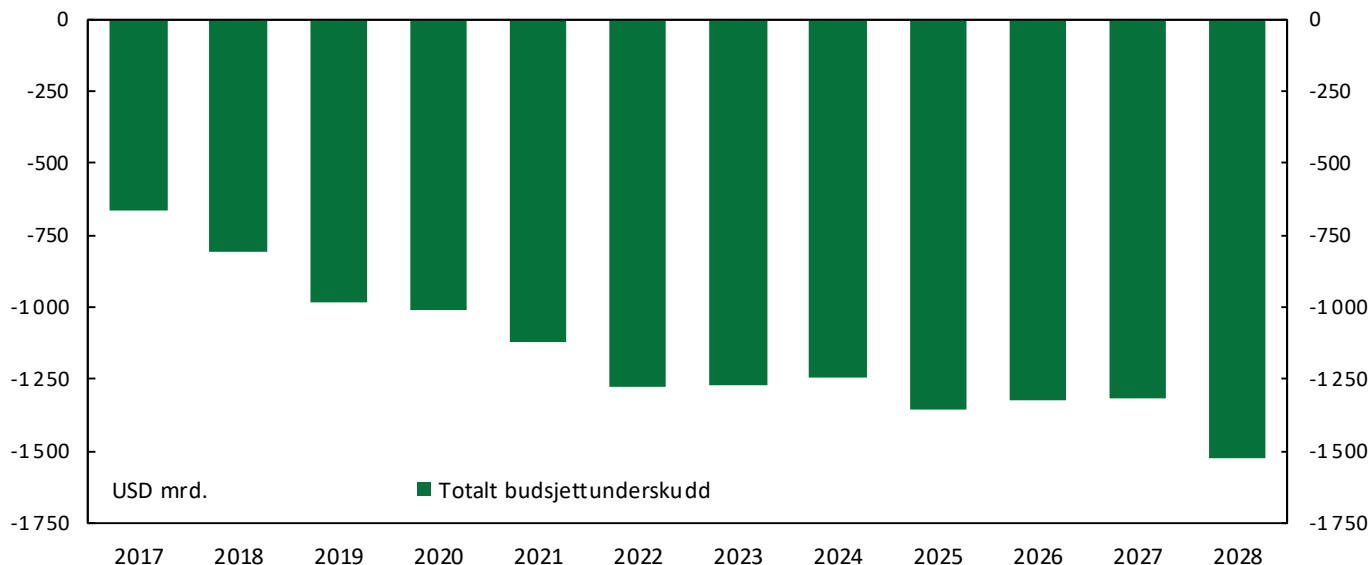
**FIGUR 17**  
**Sprikende renteforventninger**



Kilde: Bloomberg

FIGUR 18

Budsjettunderskuddet forventes å vokse sterkt i USA



Kilde: Congressional Budget Office

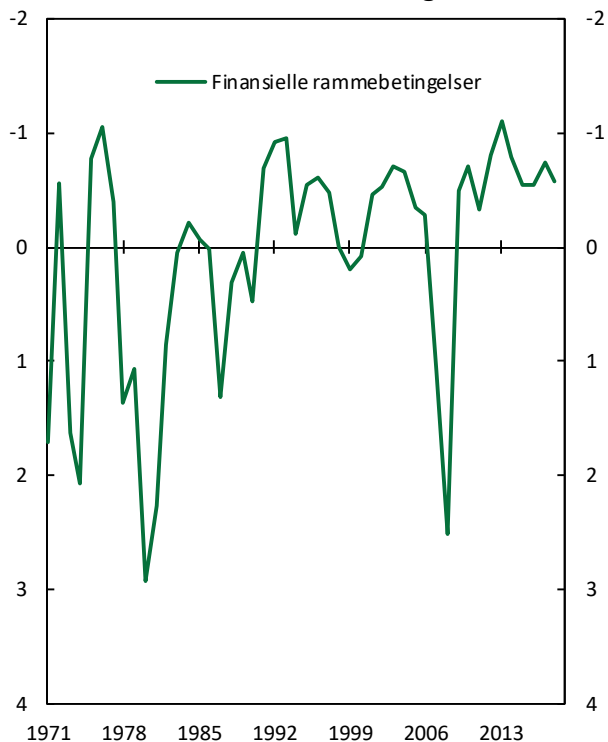
hadde kommet raskere til de senere års gode vekst dersom mer aktiv finanspolitikk var blitt brukt før. På den annen side vet vi at både eurosonen og USA hadde budsjettunderskudd, og den globale offentlige gjelden økte sterkt i perioden etter finanskrisen. Dette skyldes i høy grad fallende skatteinntekter, men offentlig gjeld ville trolig ha vært enda større ved mer aktiv bruk av finanspolitiske virkemidler.

Mange mener at den amerikanske skattereformen, som bidrar 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 18 viser.

I sum er finansielle rammebetingelser (financial conditions) fremdeles gode. FIGUR 19 viser en indeks for finansielle rammebetingelser som Federal Reserve beregner for USA, med et gjennomsnitt på null. Siden finanskrisen har rammebetingelsene vært gode.

FIGUR 19

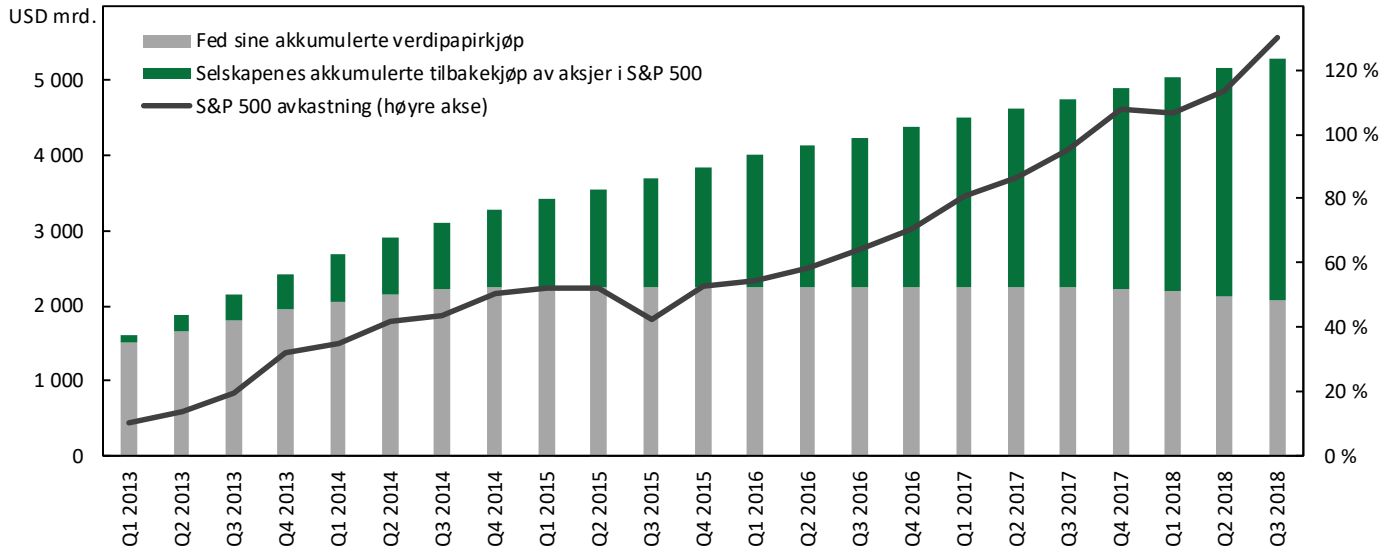
Gode finansielle rammebetingelser



Kilde: Federal Reserve, Bloomberg

FIGUR 20

Store tilbakekjøp av aksjer i USA



Kilde: TS Lombard, Standard & Poor's, Bloomberg

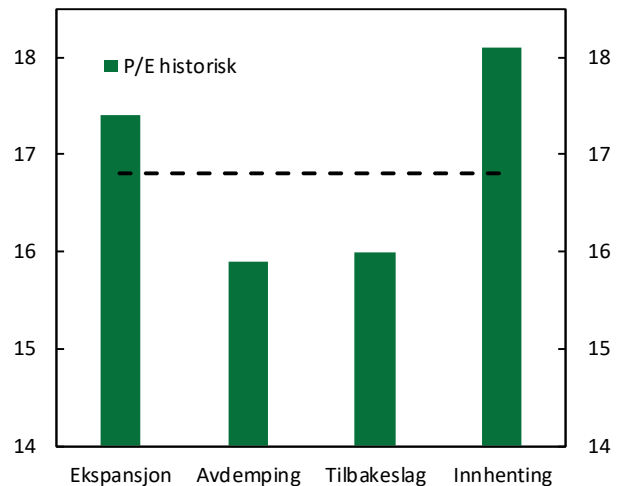
TILBAKEKJØP AV AKSJER

En markedsdynamikk som har preget aksjemarkedene sterkt de senere år med lave renter, har vært tilbakekjøp av aksjer. FIGUR 20 viser at samlet tilbakekjøp av aksjer knyttet til den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 siden 2013 er nærmere 28 000 mrd. kroner. Til sammenligning er verdien til hele denne indeksen i dag rundt 210 000 mrd. kroner, og tilbakekjøpene i denne perioden har vært om lag samme volum som Fed sine samlede kvantitative lettelser siden finanskrisen. Dette store tilbakekjøpet har løftet prisene.

For 2019 kan en anta at høyere kapitalkostnad i USA vil legge en demper på investeringene og kjøp av egne aksjer hos de amerikanske selskapene. På den andre siden vet vi at selskaper i USA hentet hjem og har disponibelt store kontantbeholdninger grunnet et skatteregulatorisk mulighetsvindu i 2018.

FIGUR 21

P/E-nivåer varierer med konjunktorene



Kilde: TS Lombard

VERDSETTELSE VARIERER MED KONJUNKTURSYKLUSEN

TS Lombard sin rapport fra 12. desember 2018 utdyper temaet om siste tids multipelkontraksjon og knytter det til utviklingen i underliggende realøkonomi. FIGUR 21 viser gjennomsnittlig pris / inntjening for ulike typer faser i konjunktoren. De fasene som ble introdusert i kapittelet om makroøkonomisk vekst (FIGUR 4) har historisk hatt ulike nivåer for pris / inntjening. Rent intuitivt kan det forstås i den form at i tider med sterk vekst legges det til grunn en sterkere tro på inntjeningsvekst, mens i tider med svakere vekst, har investorene svakere forventninger og justerer derfor rasjonelt ned betalingsvilligheten for aksjene som reflekteres i lavere multipler.

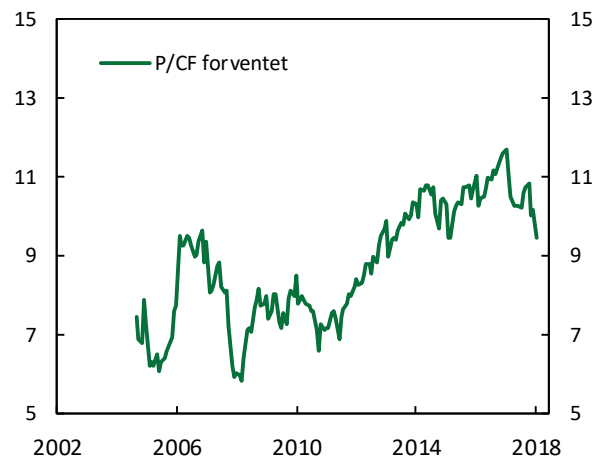
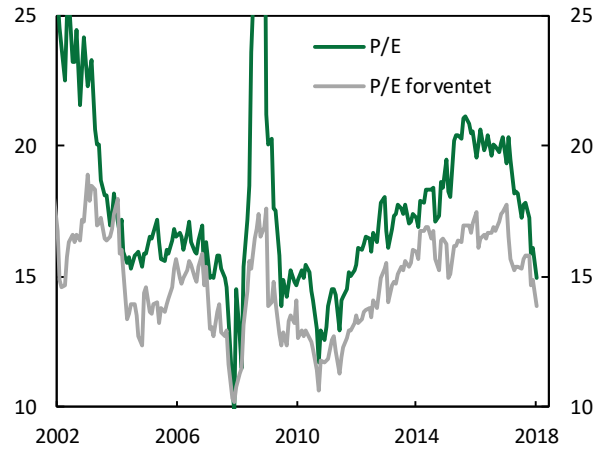
For 2019 oppsummerer figuren ett av de mest aktuelle temaene i verdsetting: koblingen mellom den nye konjunkturfasen som den globale økonomien er inne i og markedets vanlige multipler for fasen.

På den positive siden er ikke fallet i multipler så avskrekkende for en investor med kunnskapen om at det er en vanlig markedsreaksjon på ordinær utvikling i konjunktursyklusen. Investor skal dog heller ikke løpe og kjøpe på grunn av at markedene handles til de laveste multipler på lenge, når det noe rimeligere markedet har en fundamentalt forankret årsak hvor en nødvendigvis ikke kan forvente så mye høyere multipler.

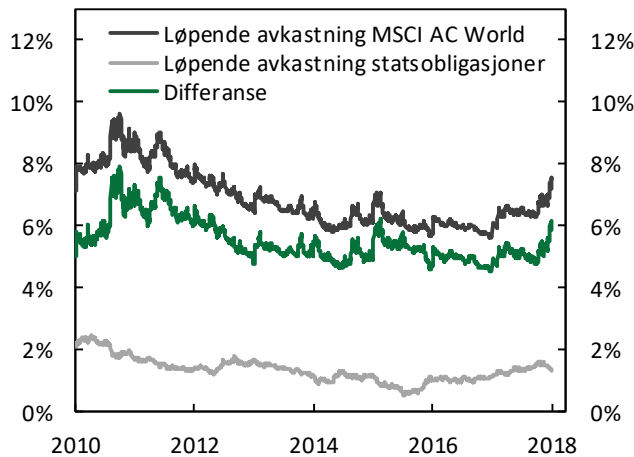
Det finnes mange ulike verdsettelsesmåltall. **FIGUR 22** viser et sett av disse. Felles for dem alle er at endringene kan tolkes inn i forventningene om ny fase av konjunktursyklusen.

**FIGUR 23** viser løpende avkastning på to sentrale aktivaklasser: løpende avkastning (yield to worst) for Bloomberg Barclays Multiverse og inntjeningsavkastning (earnings yield) for MSCI All Countries World, begge målt i USD, samt differansen de to imellom. Differansen er et estimat på risikopremien mellom de to brede, global indeksene innenfor henholdsvis renter og aksjer. Vi ser at risikopremien har økt, noe som kan knyttes til argumentet innledningsvis om hvor vi er i konjunktursyklusen.

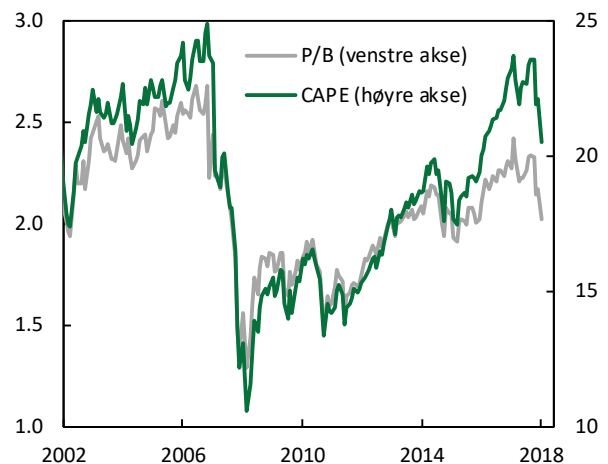
**FIGUR 22**  
**Verdsetting aksjer globalt per 31.12.18**



**FIGUR 23**  
**Økt risikopremie for aksjer**

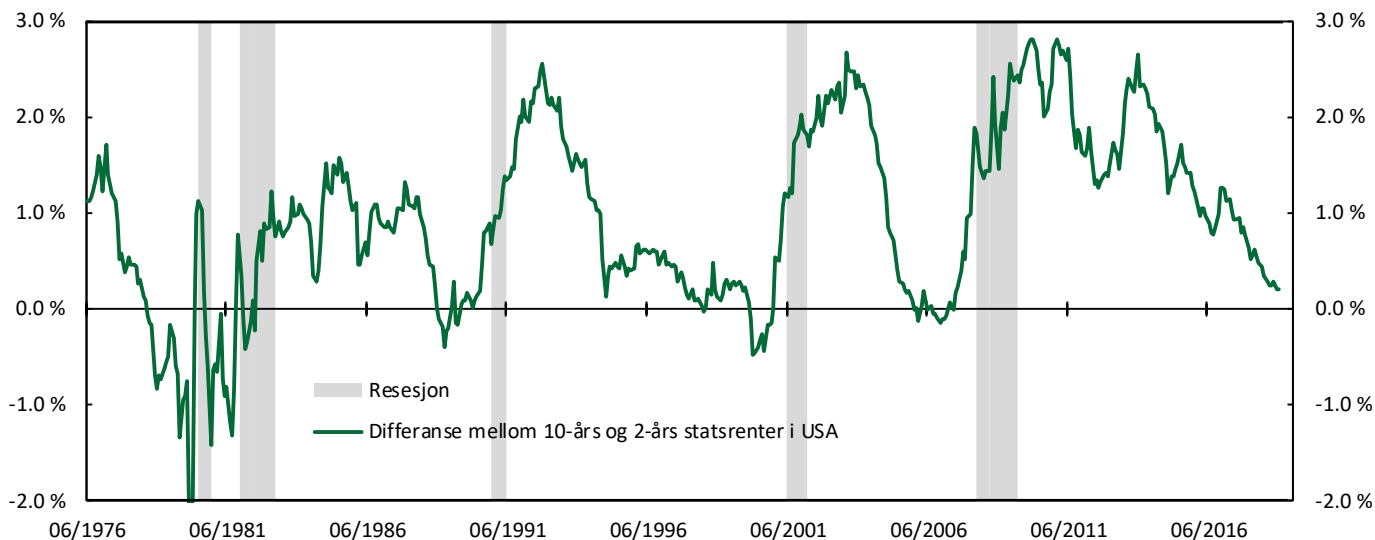


Kilde: Bloomberg



Kilde: Bloomberg

FIGUR 24  
Flatere rentekurve i USA

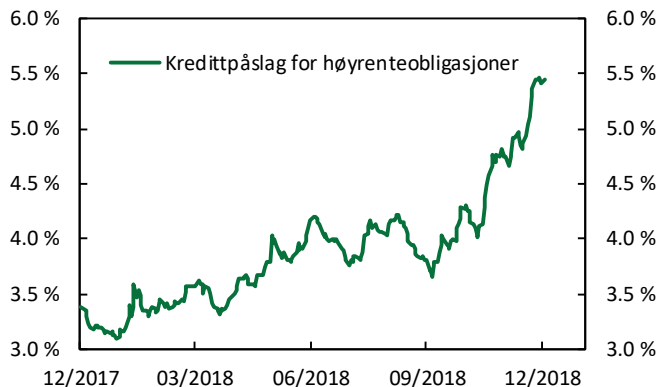


Kilde: Bloomberg

For statsobligasjoner i USA flater nå differansen mellom lange og korte renter ut. Dette er ett av de mest omtalte nøkkeltallene som ledende indikator for konjunkturutvikling. **FIGUR 24** viser den mest brukte rentedifferansen, som er forskjellen mellom 10-års og 2-års statsrenter. Mens løpende avkastning på statsobligasjoner med kort gjenværende løpetid påvirkes av sentralbankens styringsrente, anses løpende avkastning på statsobligasjoner med lang gjenværende løpetid i større grad å reflektere framtid forventninger. Rentekurven sies å ha invertert når sistnevnte er lavere enn førstnevnte. Når framtid forventningene er lavere enn nærliggende rentenivå, vurderes dette ofte som et negativt tegn for økonomiske utsikter. Som figuren viser, har dette inntruffet en tid før de illustrerte amerikanske resesjonene. Dog ser vi at det varierer hvor lang tid det har tatt fra rentekurven har invertert til resesjoner har inntruffet.

Løpende kredittpåslag for kredittobligasjoner har også vært i endring. **FIGUR 25** viser løpende risikopremie i USD for Bloomberg Barclays Global Corporate Index og Bloomberg Barclays Global High Yield Index. Figuren viser utviklingen i kredittpåslag for henholdsvis obligasjoner med høy kredittverdighet og for høyrenteobligasjoner.

FIGUR 25  
Økte kredittpåslag globalt



Kilde: Bloomberg Barclays



I 2018 gikk kredittpåslagene for begge typer kredittobligasjoner ut. Det gav et fall i obligasjonsverdiene.

For 2019 er utgangen i kredittpåslagene for globale obligasjoner med høy kredittverdighet et ytterligere signal på at markedet ser større risiko for selskapene. Vi gjenkjenner denne risikoen fra reduserte forventninger til inntjeningsvekst og svekket makroøkonomisk vekst. Av den grunn går vi inn i et nytt år hvor markedet allerede har priset inn høyere risiko, som gir høyere løpende avkastning før eventuelle tap. Med et hovedsyn om at makroøkonomisk vekst vil være positiv, men svekket, vil en investor på den andre siden få bedre avkastning fra sin kredittportefølje.

Høyere løpende avkastning på obligasjonene er i tråd med høyere inntjeningsavkastning i aksjemarkedet. Chen Zhao skriver i Alpine Macro sin Global Strategy-rapport fra november 2018 at multiplikontraksjonen i aksjemarkedet bør ses i sammenheng med renteoppgangen. Økte renter førte til recalibrering av forventet risikojustert avkastning og tilhørende rebalansering.

### 3. FORVALTNING

#### VERDISKAPNING VERSUS AVKASTNING

Vår forvaltningsfilosofi for aksjeinvesteringer er å investere i fornuftig prisede kvalitetsselskaper for en langsiktig investeringshorisont.

Med kvalitetsorientering menes at vi søker investeringer i selskaper med god forretningsmodell, god selskapsledelse og kvalitetsprodukter. Det kan være selskaper i en fondsportefølje som avviker fra dette, men vi søker at investeringene samlet skal kjennetegnes av kvalitetsselskaper. Vi tror at det finnes en rekke ulike typer kvalitets-selskaper. Noen er i vekst, andre kjennetegnes av stabil inntjening. Selv i sykliske industrier kan det finnes selskaper med god kvalitet.

Avkastningen til et kvalitetsselskap påvirkes av svært mange andre faktorer enn god verdiskapning og tilhørende inntjening. Med lang investeringshorisont kommer den iboende kvalitet sterkere til syne i aksjens avkastning. **FIGUR 26**

viser hvor høyt avkastningen rangeres for den gruppen av selskaper i indeksfondet iShares MSCI All Countries World Index som har hatt en egenkapitalavkastning blant de 5 % beste over henholdsvis ett, tre og syv år. Dersom egenkapitalavkastningen var blant de 5 % beste siste år, var avkastningen for en likevektet portefølje kun midt på treet, det vil si rundt 50. persentil. Dersom egenkapitalavkastningen var blant de 5 % beste hvert av de siste tre årene, var tilsvarende avkastning blant de 42 % beste. Dersom egenkapitalavkastningen var blant de 5 % beste hvert av de siste sju årene, var tilsvarende avkastning blant de 30 % beste.

Grafen viser at om vi finner de selskapene som har god egenkapitalavkastning over tid, vil dette reflekteres i avkastningen. Dersom det ble tatt hensyn til verdsettelse ved kjøp, kunne en forvente enda bedre resultat.

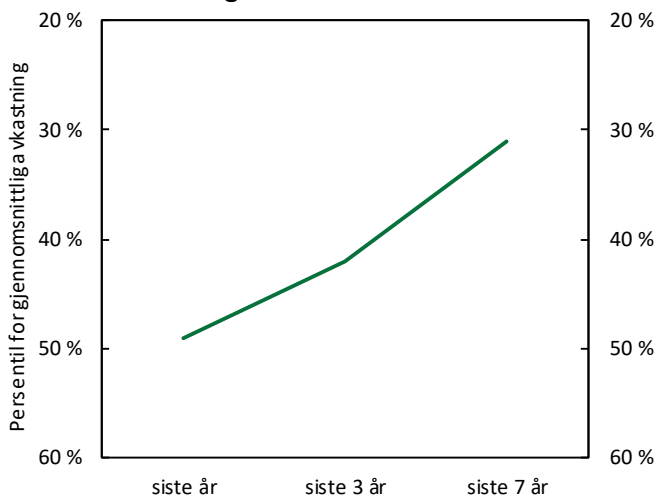
Figuren viser ikke hvordan en kan oppnå å finne slike selskaper. Ulike forvaltere vil ha ulike metoder for å søke å identifisere disse selskapene som vil oppnå år etter år med høy egenkapitalavkastning eller andre kvalitetsmåltall. I utvelgelsesprosessen av fondsforvaltere, er det sentrale å avdekke om de har en troverdig prosess for å implementere vår filosofi.

Uavhengig av hvilket markedssyn investor har på aktivklassene for aksjer og vekten av denne, vil vi anbefale investor å følge vår filosofi for forvaltervalg.

Miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsledelse (ESG) kan også inkorporeres i tanken om bærekraftig inntjening. Manglende kvalitet på ESG slår ikke nødvendigvis inn i regnskapet for inneværende år, men vil til dels være potensielle, framtidige forpliktelser. For eksempel vil en selskapsledelse som ikke tar seg av sine ansatte tilstrekkelig bra, kanskje spare kostnader på kort sikt, men få økte kostnader på lang sikt ved manglende kompetansebygging, sykefravær og utskiftninger. Et selskap som forurenser eller selger helseskadelige produkter uten at dette er fanget opp av lovverket, har egentlig skjulte forpliktelser på balansen som vil komme for dagen i regnskapet når myndighetene krever avgift for disse handlingene.

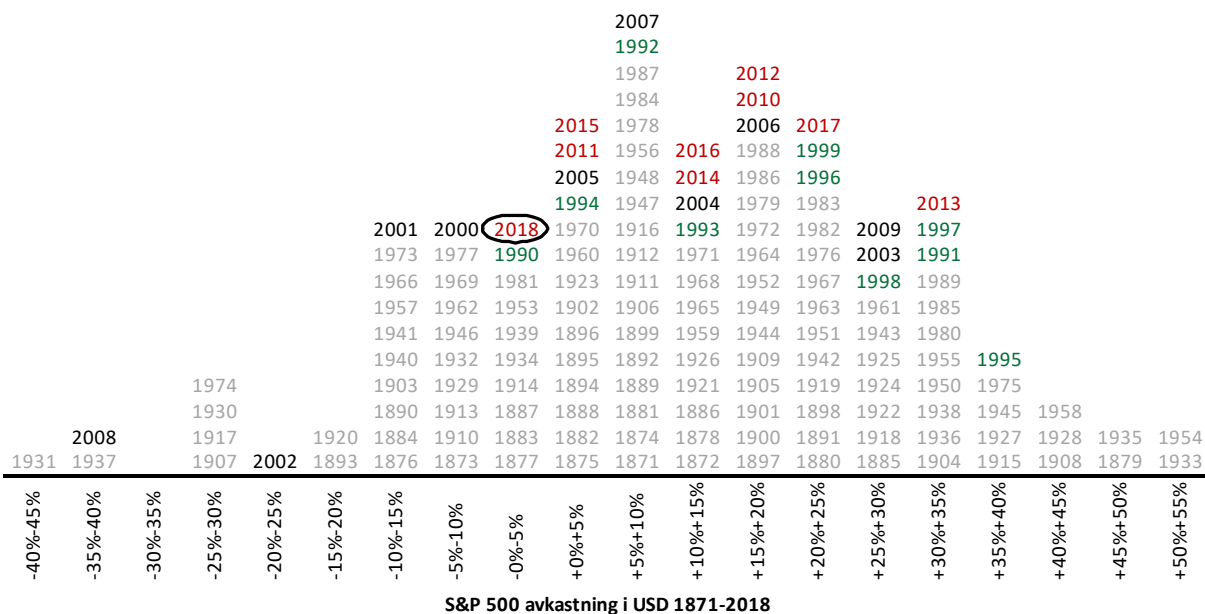
Valget mellom aktiv versus passiv forvaltning anser vi er knyttet til begrepene nevnt ovenfor. Aktiv forvaltning må til i søket etter de gode selskapene. Selv om aktive forvaltere i snitt ikke er bedre enn markedet, trenger ikke dette holde investor borte fra en dypere forståelse av hva som inngår i porteføljen. Ønsket om å kjenne hva man eier, drar investor i retning av aktiv forvaltning. Indeksforvaltning er et godt alternativ.

FIGUR 26  
Kvalitetsselskaper gir best avkastning over tid



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

FIGUR 27  
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Nordea Investment Management

### UTFALLSROM FOR AKSJEAVKASTNING

Da finanskrisen slo inn for fullt høsten 2008, bidro denne til ett av moderne tids verste år hva gjelder aksjeavkastning, bare slått av 1931 og 1937, målt ved S&P 500-indeksen i USA. **FIGUR 27** viser at årene fra 2009 til 2018 hver for seg har gitt svært god avkastning med unntak av det siste, som også var det første året med negativ avkastning i det amerikanske aksjemarkedet i denne perioden. Syv av ti år har gitt avkastning over 10 % og fem av ti år har gitt avkastning over 15 %. Tre av ti år har gitt avkastning over 20 % mens to av ti år har gitt avkastning over 25 %. Ved inngangen til 2018, kommenterte vi at vi rent statistisk burde forberede oss på en korreksjon som kan gi et dårlig år. Med en økonomi som er inne i tilbakeslag, fikk vi negativ avkastning i mange aksjemarkeder i 2018.

### VÅRE AKSJEFORVALTERE FORVENTER GOD INNTJENINGSUTVIKLING

Selv om det er viktig å ha et forhold til markedet, indekser og nøkkeltall, er det selskaper vi investerer i. Vi har derfor spurt våre aksjeforvaltere hva de forventer av inntjeningsvekst for sine respektive porteføljer. Forventningene til underliggende inntjeningsutvikling er god absolutt sett og god relativt i forhold til konsensusforventninger til markedet. Dette alene sikrer ikke god avkastning for et enkelt år, men bidrar til at vi konkluderer med nøytralvekt i aksjer ved inngangen til året.

**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.