

Cenzia Forvaltning

Markedsrapport

2.kvartal 2019

Den positive utviklingen i de globale aksjemarkedene fortsetter, på tross av svak makroøkonomi

Markedsoppsummering

- Konjunkturavmatingen er bredt basert og prognosene for global vekst i 2019 er nedjustert til under 3,0 % for 2019.
- Svakere nøkkeltall fra amerikansk økonomi gjør at markedsaktører frykter USA vil gå inn en i resesjon i løpet av 1-2 år, selv om økonomien på nåværende tidspunkt går bra.
- Det globale aksjemarkedet (MSCI World) er opp nesten 17 % hittil i år. Oslo Børs, opp 8 %, henger noe etter.
- «Bad news is good news» var mantraet for aksjemarkedet i juni. Amerikanske aksjer nådde nye «all-time highs» i juni ettersom svakere nøkkeltall øker sannsynligheten for pengepolitiske stimulanser i USA.
- De lange rentene faller til de laveste nivåene siden 2016 som følge av følge lavere vekst- og inflasjonsforventninger.

Marked og børsutvikling

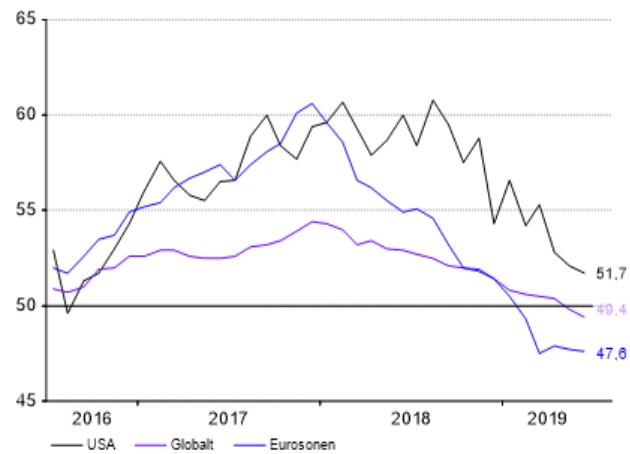
	2. .kvartal 2019	2019 YTD	2018	2017	2016	2015	2014
Renter							
Norske Obligasjoner IG	0,9 %	2,3 %	1,0 %	3,4 %	3,9 %	0,3 %	6,7 %
Globale Obligasjoner	3,7 %	7,7 %	-1,9 %	4,1 %	4,7 %	1,2 %	8,7 %
Nordisk High Yield	1,2 %	4,6 %	2,1 %	11,1 %	7,6 %	-1,0 %	2,0 %
Aksjer							
OSEBX	0,2 %	8,2 %	-1,8 %	19,1 %	12,1 %	5,9 %	5,0 %
MSCI World (lokal valuta)	3,6 %	16,7 %	-7,4 %	19,1 %	9,6 %	2,6 %	10,4 %
MSCI EM (lokal valuta)	0,2 %	10,0 %	-10,1 %	31,0 %	10,3 %	-5,4 %	0,6 %
Hedge Fond							
HFRX Global Hedge (USD)	1,6 %	4,2 %	-6,7 %	6,0 %	2,5 %	-3,6 %	-0,6 %
Cenzia Modellportefølje	2,4 %	7,6 %	1,4 %	8,6 %	10,5 %	7,1 %	10,2 %

Våre markedsvurderinger

Makro

Utsiktene til makroøkonomisk vekst blir stadig nedjustert. Konjunkturavmatingen er bredt basert og global vekst er revidert ned med ca. 0,5 %-poeng siste halvår. PMlene har vært avtagende siden starten av 2018. Vi ser nå at innkjøpssjefsindeksene (PMI) er under 50, noe som indikerer avtagende vekst globalt. Spesielt er utviklingen innenfor industri i Europa negativ.

Figur 1: Ledende indikator peker nedover



i: ISM Manufacturing (USA) og PMI Manufacturing Eurozonens og Kina

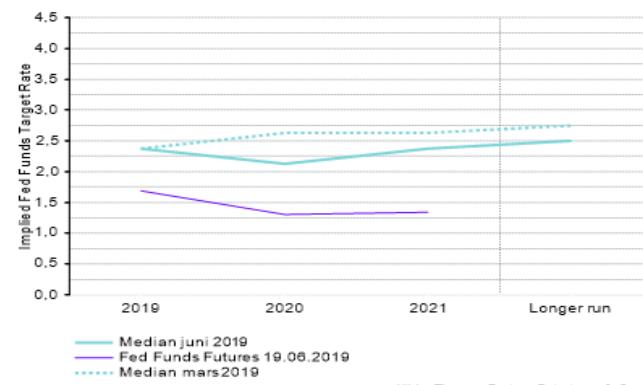
Norges Bank hevet renten med 0,25 %-poeng 20. juni. Bankene var raske med å følge etter, og boliglånskostnadene for norske boligeiere blir dermed økt nok en gang. Norges Bank er eneste sentralbank som går mot strømmen av øvrige sentralbanker som signaliserer mer pengepolitisk stimuli.

Rente og kreditmarkedet

Som aksjemarkedet har også kreditmarkedet levert god avkastning så langt i år. Hoveddriveren har vært fallende lange renter globalt som har drevet avkastningen til globale rentefond med lengre durasjon. I tillegg har også kreditspreadene kommet inn. Global high yield har gitt nesten 10 % avkastning hittil i år, mens nordisk investment grade med kortere durasjon og høyere kredittkvalitet har gitt ca. 2,4 % avkastning hittil i år.

ECB er spesielt bekymret for fallet i inflasjon og markedets fremtidige forventninger til inflasjon. Ytterligere obligasjonskjøp er aktuelt og sentralbanksjef Draghi mener at sentralbanken har flere aktuelle verktøy i verktøykassen, selv om rentene er negative. Den amerikanske sentralbankens (Fed) bekymringer er knyttet til geopolitisk utvikling og makroøkonomiske forhold i USA. Markedet priser inn nå et rentekutt fra Fed i juli med nesten 100 % sannsynlighet. Markedet har reagert positivt på signalene fra sentralbankene om en fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

Figur 2: Markedet forventer at Fed skal kutte renten



Figur 3: Lange amerikanske rente har fallt kraftig i år



Aksjemarkedet

«Bad news is good news» var mantraet for aksjemarkedet i juni. Amerikanske aksjer nådde nye «all-time» highs i juni ettersom svakere nøkkeltall øker sannsynligheten for pengepolitiske stimulanser i USA. Det amerikanske aksjemarkedet endte opp 7 % i juni og er opp nesten 18 % i år. Oslo Børs henger etter i år, på tross av god utvikling for oljeprisen. Det kan være mange årsaker til dette, men et av dem er fokus på bærekraftige investeringer der investorer søker seg ut av sorte oljeaksjer og inn grønne bærekraftige aksjer. Dessverre har Oslo Børs en overvekt av førstnevnte.

Som følge av økt usikkerhet til den globale økonomien og stadige nedjusteringer av vekstutsikter søker investorer trygge havner. Lange renter har falt kraftig. Markedsverdien av obligasjoner som handles med negativ effektiv rente har nådd \$12,5 billioner ifølge Bloomberg, noe som slår den gamle rekorden fra 2016.

Valuta / Råvarer

Den norske kronen er i et historisk perspektiv svak. Samtidig ser vi at den norske kronen fortsatt er svak på tross av en forholdsvis sterk norsk økonomi. Dette kan trolig kun forklares med utenlandske investorses øken etter større og mer likvidide valutaer.

Oljeprisen fortsetter å være volatil. Oljeprisen har gått fra USD 53,8 fatet til USD 74,5 24.april, deretter til USD 66,6 per utgangen av juni.

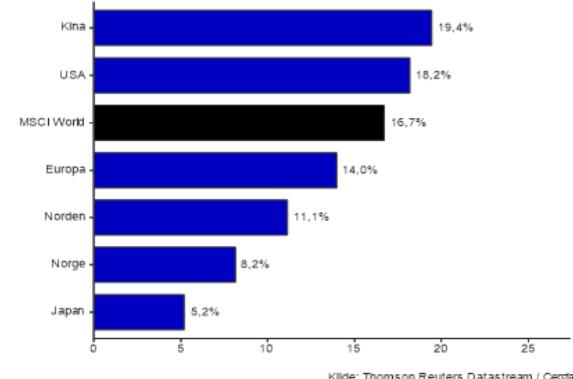
Næringsseiendom

Ifølge Entras Konsensusrapport fra april er kontorledigheten i Oslo forventet å falle fra 6,1 % ved starten på året til 5,8 % ved årsslutt. Sterk etterspørsel etter kontorlokaler gjør at leieprisene fortsetter å stige.

Prime yield har falt kraftig de siste årene. I takt med at lange renter har økt og dermed finansieringskostnadene, forventes det nå en liten økning i prime yield fra dagens 3,7 % til 4,0 % i 2021. Transaksjonsvolumet var høyt i 2018 med ca. NOK 89 mrd og forventes å holde seg på høye nivåer også i år.

Rentefallet har medført, på kort sikt, god avkastning for rentepapirer med lang durasjon.

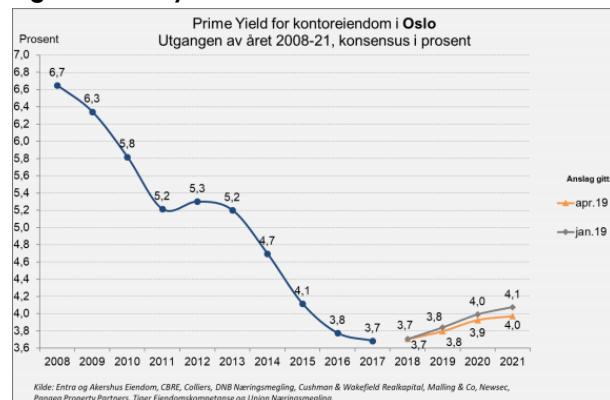
Figur 4: God avkastning i aksjemarkedene



Figur 5: Den norske kronen har styrket seg i år



Figur 6: Prime yield er ventet å øke fremover



Taktisk aktivaallokering inn i 3.kvartal 2019

Figur 7: Cenzias modellportefølje 3. kvartal 2019

Aktivaklasse	Risiko	Strategi %	Taktisk allokering		Forrige allokering	
			%	Vekt	%	Vekt
Pengemarked	Lav	5	5	Nøytral	5	Nøytral
Obligasjoner norske	Lav	15	20	Overvekt	20	Overvekt
Obligasjoner globale	Lav	10	20	Overvekt	20	Overvekt
Aksjer Norge	Høy	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Aksjer Globale	Høy	10	7,5	Undervikt	7,5	Undervikt
Spesialfond	Høy	15	15	Nøytral	10	Nøytral
Hedgefond	Middels	5	5	Nøytral	10	Nøytral
High Yield	Middels	10	7,5	Undervikt	7,5	Undervikt
Eiendom (gearet)	Høy	15	10	Undervikt	10	Undervikt
Private Equity	Høy	5	0	Undervikt	0	Undervikt

Taktisk allokering - sammendrag

Vi beholder en lav risiko i modellporteføljen. Vi mener at risikoen er på nedsiden. Makro og inntjeningsbildet er svakere og prisingen av risikofylte aktiva er ikke spesielt attraktivt. En videre oppgang vil kreve multippelekspansjon, noe vi ser på som mindre sannsynlig såpass sent i syklusen. Lave renter og likviditetstilførsel fra sentralbankene holder imidlertid stemningen oppe.

Pengemarked

Vi beholder en lav, men nøytral, vektning til pengemarked. Nibor, som danner gulvet i det norske rentemarkedet, har steget 0,16 %-poeng i kvartalet, og har bidratt til at den effektive renten i pengemarkedsfond har økt til 1,9 % fra 1,7 % ved inngangen til kvartalet. Dette er likevel ikke nivåer som gir god avkastning over tid. En beskjeden allokering til pengemarkedsfond kan likevel være hensiktsmessig ettersom dette gir handlingsrom gjennom god likviditet.

Renter / Kredit – Investment Grade

En overvekt i obligasjoner er en konsekvens av undervekten i risikofylte aktiva. En høyere andel obligasjoner gir oss tørt krutt som vil brukes om markedet korrigerer.

Oppgangen i lange renter har snudd brått i 2019 og lange renter er tilbake på 2016 nivåer. Kreditspreadene har kommet noe inn i 2019 som følge av lave konkursrater. Vi foretrekker kreditobligasjoner fremfor

statsobligasjoner, som gir en bedre løpende avkastning i porteføljene.

Den effektive rente i norske obligasjonsfond holder seg stabilt på 2,7 % siste kvartalet.

Aksjer / Aksjefond / Spesialfond

Modellporteføljen er moderat underviktet i aksjer. Dette er begrunnet med svake utsikter til global økonomisk vekst og selskapenes forventede inntjening. Dette skjer samtidig som aksjemarkedet er priset over sitt historiske snitt. Pris / bok for Oslo Børs er nå 1,8 mot et historisk gjennomsnitt på 1,7. Det globale aksjemarkedet er nær nye «all-time highs». En videre oppgang vil kreve multippelekspansjon, noe vi ser på som mindre sannsynlig såpass sent i syklusen. Forventet avkastning neste 12 måneder er svak, og vi mener at risikoen er på nedsiden.

Spesialfond (long-short equity fond) gir oss mulighet for å skape meravkastning med lavere volatilitet. Redusert aksjeeksponering er derfor gjort gjennom redusert allokering til i long-only forvaltere.

Alternative Investeringer

Vi beholder nøytral eksponering til hedge fond som portefølgeforsikring i en sen fase av markedssyklusen.

Spreadene i high yield har kommet inn siden starten av året. Vi opplever at risk / reward ikke er like god nå som ved inngangen til året og spreadene er på relativt lave nivåer historisk sett. Potensiell oppside i high yield er begrenset. Vi har derfor en moderat undervikt. Norsk / nordisk high yield gir nå en effektiv rente på ca. 7,2 %, som er 0,3 %-poeng lavere enn ved utgangen av 1.kvartal.

Vår oppfatning er at risk / reward innenfor eiendom og private equity er ikke like attraktivt som tidligere. Vi mener at høy prising og belåningsgrad er en vesentlig risikofaktor. I tillegg er likviditeten svak og spesielt eiendom vil oppleve fallende markedsverdier dersom rentene stiger videre. Vi har derfor undervikt i vår allokering til illikvide investeringer som eiendom og private equity.

Avkastningshistorikk Cenzias Modellportefølje

Annualisert avkastning siden 1. januar 2009 er 10,4 %

Cenzias modellportefølje endte opp 2,4 % i andre kvartal og er dermed opp 7,6 % hittil i år.

Investment grade obligasjoner har hatt en god start på året med en avkastning på 2,5 %. Dette er høyere enn løpende avkastning i porteføljen på ca. 3 %. Sterk avkastning kan forklares med lavere kreditspreader gjennom perioden. Samtidig har NiBOR steget som sørger for at den effektive renten holder seg på nivået fra inngangen til året.

Porteføljens aksjeinvesteringer har levert gode resultater både absolutt og relativt til indeks. Totalt er

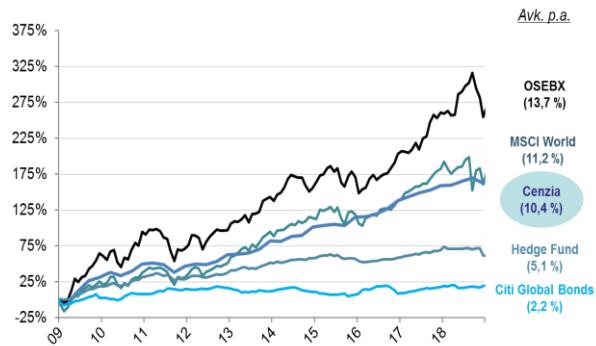
aksjeporlelsen opp 16,1 % med en vesentlig lavere risiko enn markedet (beta ~0,6).

Porteføljens hedgefond endte flatt i kvartalet og er opp 1,9 % i første halvår. Dette er noe under forventning.

Det globale high yield markedet har startet meget sterkt som følge av lavere kreditspreader og lavere rener. Vår globale high yield eksponering har gitt 5,5 % hittil i år. Også det nordiske high yield markedet har vært bra med 4,6 % så langt.

Det har vært noen mindre oppjusteringer av verdien av våre illikvide investeringer i kvartalet.

Cenzia Modellportefølje fra 1. jan. 2009



Allokering og avkastning

Aktivaklasse	Allokering 2.kv. 2019	Avkastning (%) 2019 hiå 2018	
Renter			
Bank / Pengemarked	5,0 %	1,1 %	1,2 %
Investment grade	40,0 %	2,5 %	0,8 %
Delsum - Renter	45,0 %	2,3 %	0,9 %
Aksjer			
Norge	12,5 %	16,6 %	-2,4 %
Globalt	20,0 %	15,8 %	-5,9 %
Utviklede. markeder	17,5 %	16,9 %	-4,8 %
Vekstmarkeder	2,5 %	8,8 %	-10,0 %
Delsum - Aksjer	32,5 %	16,1 %	-4,4 %
Alternative Investeringer			
Hedge Fond	5,0 %	1,9 %	0,5 %
High yield	7,5 %	4,9 %	0,1 %
Illikvide investeringer *	10,0 %	6,0 %	20,0 %
Delsum - Alt. investeringer	25,0 %	4,9 %	6,9 %
Tot	100,0 %	7,6 %	1,4 %

Børsindeks (avkastning)	30.06.2019	jun. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
OSEBX (Norge)	864,63	1,5 %	8,2 %	0,2 %	-1,7 %	43,4 %	42,0 %	-1,8 %	16,9 %	12,1 %	5,9 %
Omxs30 (Sverige)	1 622,43	7,4 %	17,8 %	5,5 %	6,8 %	32,3 %	33,4 %	-8,3 %	6,5 %	8,0 %	1,1 %
Omxc20 (Danmark)	1 002,51	3,2 %	14,3 %	-1,2 %	6,6 %	11,8 %	50,6 %	-10,9 %	18,4 %	-10,7 %	38,7 %
Omxhpi (Finland)	9 349,94	4,0 %	12,1 %	0,7 %	-2,1 %	33,9 %	50,9 %	-4,2 %	10,7 %	8,5 %	14,9 %
SP500 (USA)	2 941,76	7,0 %	18,2 %	4,1 %	9,8 %	46,2 %	61,2 %	-4,9 %	21,1 %	10,2 %	0,7 %
Nasdaq (USA)	8 006,24	7,5 %	21,3 %	3,9 %	7,8 %	70,9 %	92,8 %	-2,8 %	29,6 %	7,6 %	7,0 %
Dow Jones (USA)	26 599,96	7,3 %	15,0 %	3,0 %	11,4 %	56,0 %	71,9 %	-4,1 %	27,2 %	14,4 %	-0,5 %
SX600 (Europa)	384,87	4,5 %	16,5 %	3,0 %	4,3 %	26,9 %	29,3 %	-10,8 %	10,6 %	1,2 %	9,6 %
DAX (Tyskland)	12 398,80	5,7 %	17,4 %	7,6 %	0,8 %	28,1 %	26,3 %	-18,3 %	12,5 %	6,9 %	9,6 %
TOPIX (Japan)	1 551,14	2,7 %	5,0 %	-2,4 %	-8,6 %	31,7 %	35,4 %	-16,3 %	21,8 %	-0,0 %	11,7 %
Shanghai Composite	2 978,88	2,8 %	19,4 %	-3,6 %	4,6 %	1,7 %	49,5 %	-24,6 %	6,6 %	-12,3 %	9,4 %
MSCI ACWI Net Local	247,11	5,7 %	15,9 %	3,2 %	6,1 %	40,1 %	46,8 %	-7,7 %	19,8 %	8,4 %	1,3 %
MSCI World Local (Net)	4 831,16	5,9 %	16,7 %	3,6 %	6,7 %	40,6 %	48,3 %	-7,4 %	18,5 %	8,3 %	2,1 %
MSCI EM Local Net	582,60	4,6 %	10,0 %	0,2 %	1,8 %	37,0 %	34,9 %	-10,1 %	30,6 %	9,9 %	-5,8 %

Renteindeks	30.06.2019	jun. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
Merrill Lynch Global HY Indeks	401,55	2,4 %	9,6 %	2,7 %	8,0 %	23,3 %	26,8 %	-2,4 %	5,0 %	15,9 %	-2,1 %
Merrill Lynch Global Government Bond	332,35	1,1 %	4,6 %	2,4 %	5,7 %	3,4 %	16,2 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	1,2 %
Norsk Statsindeks 0,25 år	3 467,67	0,1 %	0,5 %	0,3 %	0,8 %	1,8 %	3,6 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	0,9 %
Norsk Statsindeks 0,5 år	3 561,08	0,1 %	0,4 %	0,3 %	0,7 %	1,7 %	3,7 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 1 år	3 764,31	0,1 %	0,4 %	0,3 %	0,8 %	1,7 %	4,2 %	0,4 %	1,1 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 3 år	5 189,33	0,2 %	0,8 %	0,5 %	1,4 %	2,0 %	7,8 %	0,5 %	1,9 %	0,4 %	1,6 %
Norsk Statsindeks 5 år	6 773,22	0,4 %	1,9 %	0,9 %	2,5 %	2,3 %	12,4 %	0,6 %	2,7 %	0,3 %	2,2 %

råvarer	30.06.2019	jun. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
Gull (USD)	1 409,10	8,0 %	9,9 %	9,1 %	12,5 %	5,3 %	5,9 %	-1,5 %	13,1 %	8,5 %	-10,4 %
Kobber (USD)	2,71	2,8 %	3,1 %	-9,0 %	-8,5 %	21,9 %	-15,5 %	-20,3 %	31,7 %	17,4 %	-24,4 %
Olje (USD Brent Spot)	66,55	3,2 %	23,7 %	-4,8 %	-16,2 %	31,1 %	-42,5 %	-19,5 %	17,7 %	52,4 %	-35,0 %
Aluminium (USD)	13 810,00	-2,3 %	1,1 %	-0,4 %	-2,8 %	11,2 %	0,9 %	-10,3 %	18,9 %	18,5 %	-17,4 %
Laks (Fish Pool Index NOK)	63,10	5,7 %	8,2 %	-8,9 %	16,9 %	-9,2 %	78,5 %	8,0 %	-26,7 %	43,2 %	14,8 %
Bloomberg Commodity Index	79,65	2,5 %	3,8 %	-2,5 %	-8,9 %	-11,0 %	-41,8 %	-13,0 %	0,7 %	11,4 %	-24,7 %

Valuta	30.06.2019	jun. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
EURUSD	1,14	1,8 %	-0,9 %	1,3 %	-2,7 %	1,7 %	-17,3 %	-4,4 %	14,1 %	-3,2 %	-10,2 %
USDNOK	8,53	-2,5 %	-1,2 %	-1,0 %	4,8 %	2,5 %	39,9 %	5,3 %	-5,0 %	-2,3 %	18,3 %
GBPNOK	10,83	-2,2 %	-1,7 %	-3,5 %	0,7 %	-2,9 %	3,6 %	-0,6 %	4,1 %	-18,3 %	12,3 %
CHFNOK	8,74	-0,1 %	-0,7 %	0,9 %	6,4 %	1,5 %	26,2 %	4,5 %	-0,6 %	-3,9 %	17,4 %
SEKNOK	0,92	-0,3 %	-5,8 %	-0,9 %	1,0 %	-7,1 %	0,8 %	-2,5 %	5,5 %	-9,4 %	9,2 %
DKKNOK	1,30	-0,7 %	-2,0 %	0,3 %	1,8 %	4,0 %	15,6 %	0,3 %	8,2 %	-5,0 %	6,0 %
JPYNOK	9,00	-2,2 %	0,3 %	15,7 %	7,5 %	-2,0 %	31,0 %	8,2 %	-1,4 %	0,6 %	17,7 %
EURNOK	9,70	-0,9 %	-2,1 %	0,3 %	2,0 %	4,4 %	15,7 %	0,6 %	8,4 %	-5,4 %	6,2 %
Bitcoin	10760,10	44,5 %	234,5 %	163,1 %	99,1 %	1371,0 %	1565,9 %	-74,2 %	1336,4 %	124,3 %	34,2 %

Rentekurver	30.06.2019	jun. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
USA 30 års stat	2,53	-0,06	-0,50	-0,28	-0,46	0,23	-0,83	0,28	-0,31	0,04	0,26
USA 10 års stat	2,00	-0,14	-0,69	-0,40	-0,85	0,52	-0,52	0,28	-0,02	0,16	0,10
Tysk 10 års stat	-0,33	-0,13	-0,57	-0,29	-0,63	-0,23	-1,62	-0,18	0,22	-0,43	0,09
NOK 10 års stat	1,46	-0,12	-0,31	-0,18	-0,34	0,44	-1,05	0,16	-0,05	0,17	-0,06
JPY10 års stat	-0,16	-0,06	-0,16	-0,05	-0,19	0,08	-0,71	-0,05	0,00	-0,22	-0,06
USA 2 års stat	1,74	-0,20	-0,76	-0,50	-0,79	1,18	1,31	0,61	0,69	0,13	0,39
10 års NOK SWAP	1,82	-0,11	-0,27	-0,12	-0,31	0,50	-0,98	0,17	-0,01	0,10	-0,07
5års NOK SWAP	1,73	-0,08	-0,05	-0,04	-0,06	0,81	-0,44	0,26	-0,02	0,30	-0,15
3 mnd NiBOR	1,52	0,02	0,25	0,16	0,54	0,49	N/A	0,46	-0,36	0,04	N/A

Tall over 1 år er ikke annualiserte.

Ansvarsbegrensning: Markedsrapporten er utarbeidet av Cenzia AS (Cenzia). Informasjonen er utarbeidet etter beste skjønn, og Cenzia kan ikke ta ansvar for at informasjonen er riktig eller fullstendig. Cenzia fraskriver seg ansvar for ethvert tap som følge av at opplysninger som er gitt er misvisende, feilaktige eller ufullstendige, samt for tap som på annen måte oppstår som følge av anvendelse av de gitte opplysningene.

Det understreses at investeringene omtalt i denne rapporten er behøftet med risiko. Enhver investor må være forberedt på at slik investering kan medføre tap. Enhver som investerer må på egen hånd forsikre seg om at opplysningene som fremkommer er på jour og korrekte. Hvis man benytter dette dokumentet som underlag for kjøp av andeler på et senere tidspunkt, må man selv sørge for at all relevant og oppdatert informasjon fremskaffes.

Opplysninger som fremkommer i markedsrapporten er kun à jour per dato for utarbeidelsen. Mulige investorer oppfordres til å ta kontakt med Cenzia for gjennomgang av aktuelle investeringer. All dokumentasjon kan gjennomgås ved henvendelse til vårt kontor.