

Cenzia Forvaltning

Markedsrapport

3.kvartal 2018



Markedsoppsummering – 3. kvartal 2018

- **Vi er inne i en moden oppgangsfase, der sentralbankene begynner å stramme til** – dog usikkert hvor lenge dette vil vare. Denne fasen er preget av optimisme og grådighet hos investorer, og risikopremiene vil gradvis bli lavere.
- **Handelskrigen tiltar.** Det er nå innført og planlagt toll for en rekke varer mellom USA og Kina, men også mellom USA og andre handelspartnere. Markedet frykter eskalering av konflikten og kinesiske aksjer faller kraftig.
- **Oslo Børs er "verdens beste" børs hittil i år** med oppgang på 15,2 % (6,7 % i 3. kvartal).
- **Oljeprisen stiger videre til US\$ 82,7 / fat (Brent).** Dette er opp fra US\$ 66,9 /fat ved inngangen til året. Oppgangen er drevet av sterk global etterspørsel og begrenset tilbudsvekst som følge av frivillige kutt i OPEC, samt utfordringer i Venezuela og andre oljeprodusenter.
- **Den amerikanske ti-åringen klatrer igjen over 3 %.**
- **Norges Bank setter opp styringsrenten til 0,75 %, den første rentehevingen siden mai 2011.**

Oljeprisen stiger 4 % i kvartalet til nivåer sist sett i 2014



	3.kvartal	Hittil i år	2017	2016	2015	2014	2013
Renter							
Norske Obligasjoner IG	0,0 %	0,8 %	3,4 %	3,9 %	0,3 %	6,7 %	5,4 %
Globale Obligasjoner	0,0 %	-1,7 %	4,1 %	4,7 %	1,2 %	8,7 %	0,1 %
Nordisk High Yield	2,5 %	4,5 %	11,1 %	7,6 %	-1,0 %	2,0 %	9,1 %
Aksjer							
OSEBX	6,7 %	15,2 %	19,1 %	12,1 %	5,9 %	5,0 %	23,6 %
MSCI World (lokal valuta)	5,3 %	6,6 %	19,1 %	9,6 %	2,6 %	10,4 %	29,6 %
MSCI EM (NOK)	-3,3 %	-8,2 %	30,6 %	7,2 %	0,6 %	0,6 %	20,5 %
Hedge Fond							
HRFX Global Hedge (USD)	-0,7 %	-1,2 %	6,0 %	2,5 %	-3,6 %	-0,6 %	6,7 %
Cenzia Modellportefølje	2,0 %	4,4 %	8,6 %	10,5 %	7,1 %	10,2 %	12,0 %
Cenzia Aksje Norge	7,2 %	25,2 %	30,6 %	22,3 %	11,1 %	30,8 %	N/A

Våre Markedsvurderinger

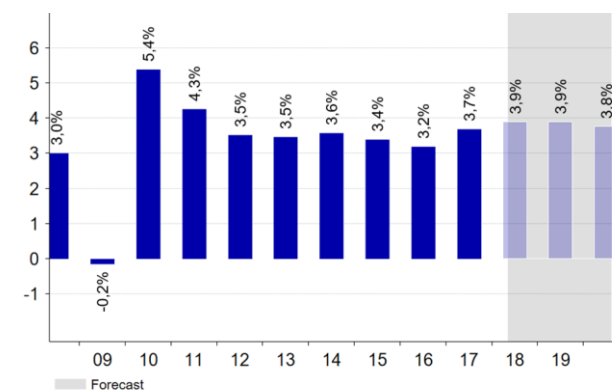
Makro

- Amerikansk økonomi opplever svært sterk vekst, med en forventning om ca. 3,1 % BNP vekst i 2018.
 - Kjerneinflasjonen (PCE) i USA er nå tilbake på målet, med en årsvekst på ca. 2,0 %.
 - Oppgangen i norsk økonomi fortsetter. Kapasitetsutnyttningen er nå nær et normalt nivå. Den underliggende prisveksten er også nær inflasjonsmålet på 2 %.
- Kina og fremvoksende markeder har blitt negativt påvirket av en sterk dollar og økte tariffen fra USA.

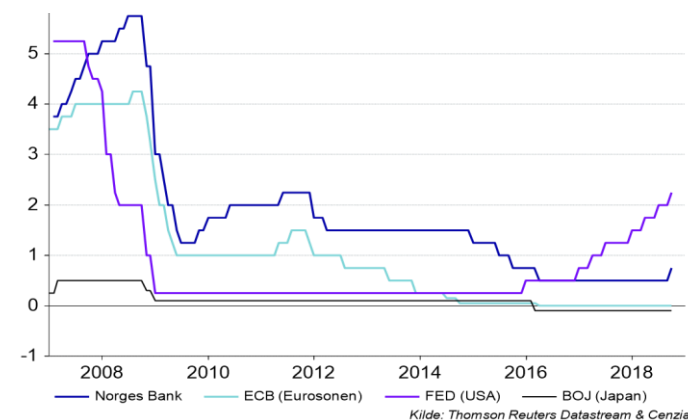
Rente- og kredittmarkedet

- De lange rentene stiger. Den amerikanske ti-åringen avslutter kvartalet på 3,06 % (opp 21 bps i kvartalet). Dette er det høyeste nivået siden 2011.
- Norges Bank hevet renten i september for første gang siden mai 2011, ny styringsrente er 0,75 %.
- FED (USA) hevet også styringsrenten i september, for tredje gang i år. "Target-rate" er nå 2,0 - 2,25 %.
- ECB (Eurosonen) vil holde styringsrenten uendret ihvertfall over sommeren 2019. De planlegger å stanse nettokjøp av aktiva ved utgangen av 2018. Etter dette vil de reinvestere forfall og kuponger så lenge som nødvendig.
- Kredittspredene i Norge har gått en del ut i det siste grunnet svak likviditet og salgspress.
- Avkastningen i norske og globale obligasjonsfond har vært svak hittil i år som følge av økte renter og høyere kredittspreader. Effektiv rente i norsk investiment grade er nå 2,6 %, opp ca. 40 bps siden nyttår. En høyere løpende avkastning i porteføljene gir forventninger om høyere avkastning fremover.

BNP Vekst (IMF estimer)



Styringsrenter



Aksjemarkedet

- Oslo Børs er "verdens beste" børs hittil i år med oppgang på 15,2 % (6,7 % i 3. kvartal).
- I øvrige deler av verden er det mer blandet, der Europa har en negativ utvikling, mens pilene peker oppover i USA.
- Fremvoksende markeder har vært den store taperen i 2018. Hovedårsakene til den svake utviklingen er den negative effekten av en sterkere dollar og at frykten for handelskrig skal dempe veksten. Fremvoksende økonomier har mye dollargjeld, og en sterkere dollar gir høyere gjeldsgrad. En sterkere dollar gir også flyt av penger ut av fremvoksende markeder og inn i USA.
- Vi er i sum nøytralvektet aksjer. Oslo Børs er priset til P/B 2,0, et nivå som er høyt. Samtidig er inntjeningen relativt god og et lavt rentenivå gir Vi søker god likviditet i våre investeringer for å kunne gjøre nødvendige tilpasninger ved behov.

Valuta / Råvarer

- Den norske kronen er i et historisk perspektiv relativt svak. Men som vi forventet har den norske kronen styrket seg på bred basis i 2018. Euro/NOK handles på 9,45 i slutten av kvartalet mot 9,84 ved utgangen av 2017. Mot dollar er styrkelsen mindre markant med 8,21 mot 8,14 USD/NOK. Vi tror at kronen vil fortsette å styrke seg som følge av forventning om flere rentehevinger fra Norges Bank og en generelt sterk norsk økonomi.
- Oljeprisen stiger 4 % til 82,7 \$/fat (Brent). Dette er opp fra 66,9 \$/fat ved inngangen til året. Oppgangen er drevet av sterk global etterspørsel og begrenset tilbudsvekst som følge av frivillige kutt i OPEC, samt utfordringer i Venezuela og andre oljeprodusenter.

Utvikling for utvalgte aksjeindekser i 2018



EUR/NOK (invertert)



Taktisk aktivaallokering inn i 4.kvartal 2018

Pengemarked

Vi beholder en lav, men nøytral, vektning til pengemarked. Selv om rentene er på vei opp, er de fremdeles lave i kortenden. En effektiv rente på ca. 1,3 % fremstår ikke som særlig attraktivt. **En beskjedne allokering til pengemarkedsfond kan likevel være hensiktsmessig gitt god likviditet og forventninger om økte renter.**

Renter / Kreditt – Investment Grade

En overvekt i obligasjoner er en konsekvens av

undervekten i eiendom og PE. En høyere andel obligasjoner gir oss tørt krutt som vil brukes om markedet korrigerer. De lange rentene har steget mye siden sommeren 2017. Vi tror at rentene vil stige ytterligere. Det vil være negativt for obligasjoner med lang durasjon. Vi beholder derfor en kort durasjon i porteføljene (ca. 1,5 i snitt). Selskapenes inntjening er god og konkursratene er lave. Vi foretrekker kredittobligasjoner fremfor statsobligasjoner. Den effektive renten har kommet opp og er nå ca. 2,5 % for investment grade obligasjoner.

Aksjer / Aksjefond / Spesialfond

I sum er vi nøytralvektet i aksjer. Aksjemarkedet er ikke veldig dyrt, gitt inntjeningsveksten og de lave rentene. En større korreksjon vil være en kjøpsmulighet. Spesialfond (long / short equity fond) gir oss mulighet for å skape meravkastning med lavere volatilitet.

Alternative Investeringer

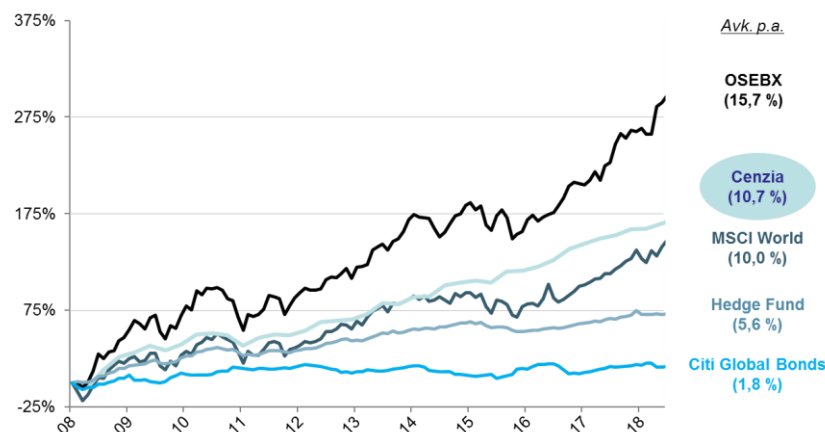
Vi beholder en nøytral allokering til hedge fond som porteføljeforsikring. Våre fond har historisk klart seg godt ved markedskorreksjoner. Til tross for at high yield markedet har spreadet videre inn vurderer vi risk reward i en portefølje av nordiske og globale fond fortsatt som godt. **Vi beholder derfor en nøytral eksponering til High Yield.** Nordisk high yield gir nå ca. 6,5 % effektiv rente.

Risk/reward innenfor Eiendom og Private Equity fremstår ikke attraktivt nok. I tillegg er likviditeten svak, og spesielt eiendom vil kunne oppleve fallende verdier dersom rentene stiger videre. **Vi beholder derfor vår underallokering til illikvide investeringer som Eiendom og Private Equity.**

Aktivaklasse	Risiko	Strategisk %	Ny allokering		Forrige allokering	
			%	Vekt	%	Vekt
Pengemarked	Lav	5	5	Nøytral	5	Nøytral
Obligasjoner norske	Lav	15	20	Overvekt	20	Overvekt
Obligasjoner globale	Lav	10	15	Overvekt	15	Overvekt
Aksjer Norge	Høy	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Aksjer Globale	Høy	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Spesialfond	Høy	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Hedgefond	Middels	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Høyrenteobligasjoner	Middels	10	10	Nøytral	10	Nøytral
Eiendom (gearet)	Høy	15	10	Undervekt	10	Undervekt
Private Equity	Høy	5	0	Undervekt	0	Undervekt

Avkastningshistorikk Cenizas Modellportefølje

Cenzia Modellportefølje fra 1. jan. 2009



Annualisert avkastning siden 1. januar 2009 er 10,7 %

Cenzias modellportefølje var opp 2,0 % i 3. kvartal, og er opp 4,4 % hittil i år.

Investment grade obligasjoner har hatt en svak start på året og renter har kun gitt 0,7 % hittil i år. En relativt høy allokering til denne aktivaklassen har holdt igjen porteføljens avkastning. Svak avkastning skyldes i hovedsak renteoppgangen, som har hatt negativ kurseffekt. I tillegg har obligasjoner opplevd noe spreadutgang, spesielt utenfor Norge. På den positive siden har høyere renter medført økte forventninger til fremtiden gjennom høyere rentenivå. Effektiv rente er nå 2,5 %, opp fra 2,1 % ved starten på året.

Porteføljens aksje- / spesialfondsplasseringer leverer samlet sett gode resultater. Vår eksponering mot fremvoksende markeder har hatt et negativt bidrag, mens spesielt norske aksjer har bidratt positivt.

Porteføljens hedge fond leverer variable men stabilt positive resultater, og bør kunne nå over 5 % avkastning for året samlet. Det norske og nordiske high yield markedet fortsetter å levere gode resultater i takt med at spreadene holder seg på lave nivåer. Global high yield har opplevd spreadutgang, og levert lavere avkastning enn effektiv rente. Blant illikvide investeringer har porteføljen fått gode bidrag fra våre eiendomsprosjekter.

Allokering og avkastning i 2018

Aktivaklasse	Taktisk Allokering 3.kv. 2018	Avkastning (%)	
		2018 hiå	2017
Renter			
Bank / Pengemarked	5,0 %	1,1 %	1,6 %
Investment grade	35,0 %	1,1 %	3,2 %
Delsum - Renter	40,0 %	1,1 %	2,9 %
Aksjer			
Norge	11,0 %	9,8 %	7,8 %
Globalt	19,0 %	3,8 %	19,6 %
Utviklede. markeder	15,0 %	7,0 %	14,3 %
Vekstmarkeder	4,0 %	-8,2 %	24,8 %
Delsum - Aksjer	30,0 %	4,8 %	13,7 %
Alternative Investeringer			
Hedge Fond	10,0 %	3,7 %	3,9 %
High yield	10,0 %	3,6 %	7,3 %
Illikvide investeringer *	10,0 %	12 %	12,5 %
Delsum - Alt. investeringer	30,0 %	6,4 %	8,5 %
Tot	100.0 %	4.4 %	8.6 %

Tema: Strategi og taktikk

Mens media og analytikere er mest opptatt av enkeltaksjer og markedstiming, bruker vi i Cenzia også mye tid på våre kunders strategiske allokering. Både taktiske og strategiske valg er viktige for å skape gode resultater over tid, men den langsiktige strategien mener vi er det som har aller mest betydning for resultatene og måloppnåelsen.

Alt starter med et mål

Når vi møter nye kunder starter vi alltid med målet for investeringsporteføljen. Hvilken forventet avkastning, og ikke minst risikovillighet kunden har er bestemmende for hvordan porteføljen er satt sammen over tid. Dersom en kunde har høye ambisjoner og rikelig med risikovilje vil det gi en mer risikofyllt portefølje med høyere forventet avkastning over tid, og vice versa for en person med lav risikovilje.

Den langsiktige strategien vil utarbeides med den hensikt å nå dette målet. Mange investorer bruker for lite tid på den strategiske aktivaallokeringen sammenliknet med tid brukt på taktisk allokering og seleksjon av enkeltinvesteringer. Dette selv om analyser viser at så mye som 90 % av en porteføljes avkastning kan forklares av strategisk aktivaallokering, mens den taktisk aktivaallokeringen står for mindre enn 10 %. (Ibbotson & Kapla 2000, «Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90 or 100 percent of Performance»).

Over tid er det en mye viktigere beslutning hvor mye penger man skal investere i aksjer, enn hvordan man investerer i aksjer (om man skal investere i for eksempel Nordea eller DNB). Vi bruker derfor mye tid med en kunde når en portefølje skal implementeres, men også underveis, for å sette sammen den beste strategien for kunden.

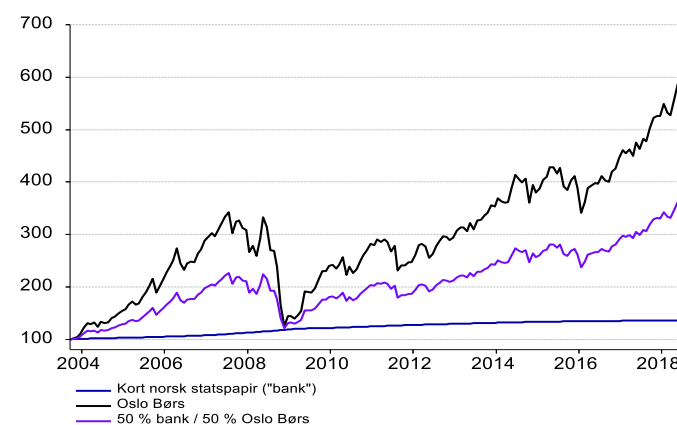
Hvor mye aksjer?

Det er stort sett alltid slik at ønske om høyere avkastning, henger sammen med høyere risiko. Vi er opptatt av at våre kunder forstår hvor mye risiko de har i sine investeringer og hvor penger som kan tapes dersom vi opplever store markedskorreksjoner.

For at en investor skal lykkes med strategien er det fundamentalt viktig at man klarer å holde seg til strategien, i gode tider som i dårlige. Det mest sentrale i den strategiske aktivaallokeringen er hvor mye aksjer (eller aksjeliknende risiko) en portefølje har. Det er dette som er hoveddriveren til avkastning og risiko.

Renteinvesteringer er den andre store aktivaklassen. Denne har vesentlig lavere risiko og skal hovedsakelig være kapitalbevarende, samtidig som det gir en noe høyere langsiktig avkastning enn bankinnskudd. En siste kategori er alternative investeringer som hedge fond, eiendom og private equity. Denne type investeringer vil typisk introduseres for å gi lavere total risiko (diversifisering) og / eller øke avkastningspotensialet.

Figuren under viser avkastningsforskjellen til tre ulike strategiske aktivaallokeringer; 1) 100 % i banken, 2) 100 % på Oslo Børs 3) 50 % i banken og 50 % på Oslo Børs. Som man enkelt kan se er det stort sprik i resultatet, uavhengig av hvor dyktig forvalter av norske aksjer måtte være.



Kilde: Thomson Reuters Datastream & Cenzia

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 opplysninger.

Det understrekes at investeringene omtalt i denne rapporten er beheftet 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 à jour og korrekte. Hvis man benytter dette dokument 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