

Cenzia Forvaltning

Markedsrapport

3.kvartal 2019

Fremtidig inntjening i aksjemarkedet forventes å bli svakere og vi beholder en moderat undervekt til aksjer

Markedssyn

- Vi beholder en moderat undervekt til aksjer i modellporteføljen ettersom vi mener risikoen er på nedsiden. Samtidig foretrekker vi likvide aktiva for å kunne manøvrere gjennom en potensiell markedskorreksjon.
- Vi tar imidlertid eksponeringen til high yield opp til nøytralvekt igjen. Med utsikter til lave renter lenge vil finansieringskostnaden for bedrifter holde seg lav. Samtidig har den effektive renten i nordisk high yield holdt seg på attraktive nivåer (ca. 7,3 %) i 2019. Det gir god risk / reward sammenliknet med andre risikofylte aktiva.
- Makro og inntjeningsbildet er svakere og prisen av risikofylte aktiva er ikke spesielt attraktivt. Lave renter og likviditetstilførsel fra sentralbankene holder imidlertid stemningen oppe. Forventet avkastning i aksjemarkedet neste tolv måneder er svak, og vi mener at risikoen er på nedsiden.

Marked og børsutvikling

	3. kvartal 2019	2019 YTD	2018	2017	2016	2015	2014
Renter							
Norske Obligasjoner IG	0,9 %	3,3 %	1,0 %	3,4 %	3,9 %	0,3 %	6,7 %
Globale Obligasjoner	2,5 %	10,0 %	-1,9 %	4,1 %	4,7 %	1,2 %	8,7 %
Nordisk High Yield	0,3 %	4,8 %	2,1 %	11,1 %	7,6 %	-1,0 %	2,0 %
Aksjer							
OSEBX	2,5 %	10,9 %	-1,8 %	19,1 %	12,1 %	5,9 %	5,0 %
MSCI World (lokalt valuta)	1,5 %	18,5 %	-7,4 %	19,1 %	9,6 %	2,6 %	10,4 %
MSCI EM (lokalt valuta)	-2,1 %	7,8 %	-10,1 %	31,0 %	10,3 %	-5,4 %	0,6 %
Cenzia Modellportefølje	0,6 %	8,3 %	1,4 %	8,6 %	10,5 %	7,1 %	10,2 %

Våre markedsvurderinger

Makro

Den europeiske sentralbanken (ECB) vedtok en ny pakke med pengepolitisk stimuli i september. Enda lavere renter og en ny runde med obligasjonskjøp for EUR 20 mrd. pr. måned. ECB sier samtidig at programmet vil kjøres så lenge det er nødvendig og inntil styringsrenten heves. Dette gjøres for å øke den økonomiske veksten og inflasjonen i eurosonen. ECBs sentralbanksjef Mario Draghi gikk av 30. september og etterfølges av Christine Lagarde. I sine siste offisielle taler oppfordret han politikerne til å komme på banen for å iverksette tiltak. ECB og pengepolitikken har gjort det de kan og har ikke mye mer å spille på.

De økonomiske nøkkeltallene i eurosonen fortsetter å komme inn på den svake siden. Innkjøpssjefsindeksen (Markit PMI) for industrien i eurosonen ble 45,7, godt under 50 som separerer vekst fra kontraksjon. Tallene er de svakeste siden oktober 2012. Det er spesielt nedgang i nye ordre som trekker tallene ned. Tjenestesektoren ser bedre ut, men med et fall til 52, godt under forventningene, ser svekkelsen i industrisektoren ut til å spre seg.

Rente og kreditmarkedet

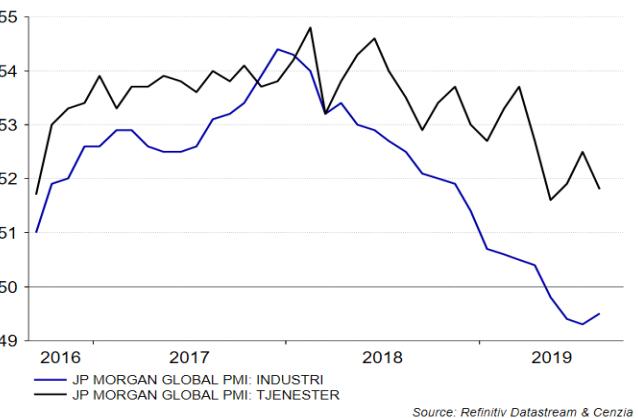
Det har vært tilfredsstillende avkastning i tredje kvartal med en avkastning nær den løpende avkastningen i markedet. Gjennom kvartalet har lange renter falt og korte pengemarkedsrenter har steget, noe som har ført til en flat rentekurve. 5 års NOK SWAP er nå 1,70 (+0,08 %-poeng) mot 3 måneders NiBOR på 1,77 (+0,29 %-poeng).

Kreditspreadene har kommet marginalt ut i kvartalet, spesielt innenfor high yield, drevet av negativ makroøkonomisk utvikling globalt.

Løpende avkastning i Cenzias modellportefølje for renter er ca. 4 %, omtrent uendret fra starten på året.

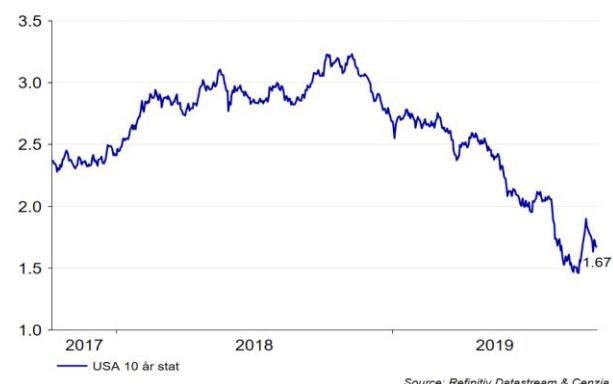
I USA ser det litt bedre ut, men svært svake september-tall fra innkjøpssjefene (ISM) for industrien bekymrer markedene. ISM-indeksen kom inn på 47,8 i september, det svakeste siden 2009 og godt under markedets forventning på 50,1.

Figur 1: Veksten holdes opp av tjenestesektoren



Source: Refinitiv Datastream & Cenzia

Figur 3: Lange amerikanske rente har fallt kraftig i år



Source: Refinitiv Datastream & Cenzia

Aksjemarkedet

Aksjemarkedene fortsetter fremgangen i tredje kvartal. Riktig nok er volatiliteten høyere. Juli og starten på august ble svak, mens siste del av kvartalet ble vesentlig sterke. Svakere makroøkonomiske nøkkeltall og handelskrigen har vært negative drivere, mens sentralbankens opptrapping av ekspansiv pengepolitikk har vært positivt. Globale aksjer endte opp 1,5 % i kvartalet, mens Oslo Børs var opp 2,5 %.

Etter en svak avslutning på 2018 er aksjemarkedene kommet sterkt tilbake i 2019. Det amerikanske markedet er nær toppnoteringer, mens Oslo Børs fremdeles er ca. 6 % lavere enn toppen fra september i fjor.

Figur 4: Sterkere svingninger i aksjemarkedene



Source: Refinitiv Datastream & Cenzia

Valuta / Råvarer

Den norske kronen er svak i et historisk perspektiv. Norsk økonomi er sterk og vi har et høyere rentenivå enn de fleste andre land, likevel er ikke den norske kronen en populær investering. Trolig kan dette forklares med et negativ risikosentiment i markedet. Utenlandske investorer foretrekker større og mer likvidide valutaer i denne delen av markedssykelen.

Oljeprisen fortsetter å være volatil. Droneangrepet på Saudi Ariabias oljeinstallasjoner i Khuraia og Abqaiq sendte oljeprisen kraftig opp i september. Oljeproduksjonen falt med 5 millioner fat per dag og halverte dermed produksjon til Saudi Arabia. Rapporter om at produksjonen raskt skulle komme tilbake gjorde at oljeprisen kom noe ned igjen.

Næringsseiendom

Næringseiendom fortsetter å levere god avkastning. Nordisk børsnotert eiendom (VINX Real Estate Index) har gitt nesten 35 % avkastning i år. Lavere renter har vært den viktigste bidragsyteren til den gode avkastningen. Spesielt er utviklingen god for kontor og logistikk, mens handelseiendommer har mer negativ utvikling.

Ifølge Entras Konsensusrapport fra juni er kontorledigheten i Oslo 5,6 % mot 6,1 % ved inngangen til året. Leieprisen for kontor med høy

Figur 5: Den norske kronen holder seg svak



Source: Refinitiv Datastream & Cenzia

standard er ventet å øke med 6,8 % i år. Sterk etterspørsel etter kontorlokaler gjør at leieprisene fortsetter å stige.

Prime yield har falt kraftig de siste årene. Anslaget for prime yield i 2019 er 3,7 %, men er ventet å øke til 3,8 prosent i 2020 og 4 prosent i 2021. Transaksjonsvolumet var høyt i 2018 med ca. NOK 90 mrd. og forventes å holde seg på høye nivåer også i år.

Taktisk aktivaallokering i 4.kvartal 2019

Figur 7: Cenzias modellportefølje 4. kvartal 2019

Aktivaklasse	Risiko	Strategi %	Taktisk allokering		Forrige allokering		Endring fra forrige %-poeng
			%	Vekt	%	Vekt	
Pengemarked	Lav	5	5	Nøytral	5	Nøytral	0
Obligasjoner norske	Lav	15	20	Overvekt	20	Overvekt	0
Obligasjoner globale	Lav	10	17,5	Overvekt	20	Overvekt	-2,5
Aksjer Norge	Høy	10	10	Nøytral	10	Nøytral	0
Aksjer Globale	Høy	10	7,5	Undervekt	7,5	Undervekt	0
Spesialfond	Høy	15	15	Nøytral	15	Nøytral	0
Hedgefond	Middels	5	5	Nøytral	5	Nøytral	0
High Yield	Middels	10	10	Nøytral	7,5	Undervekt	2,5
Eiendom (gearet)	Høy	15	10	Undervekt	10	Undervekt	0
Private Equity	Høy	5	0	Undervekt	0	Undervekt	0

Taktisk allokering - sammendrag

Vi beholder en moderat undervekt til risikofylte aktiva ettersom vi mener at risikoen er på nedsiden. Inntjeningsbildet er svakt og prisingen av risikofylte aktiva er ikke spesielt attraktivt.

Pengemarked

Vi beholder en nøytral, vekting til pengemarked. Renten i kortenden av det norske markedet har steget blandt som følge av Norges Banks rentehhevinger. Samtidig har den lange enden blitt presset ned av investorer som søker trygge havner. Det gir en flat rentekurve og forholdsvis liten effekt av å ta renterisiko. Den effektive renten i pengemarked er 2,0 % mot 2,6 % for norsk investment grade kreditt. Relativt sett har pengemarked blitt en mer attraktiv aktivaklasse.

Renter / Kreditt – 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. Effektiv rente i norsk investment grade obligasjoner er nå ca. 2,6 %, uendret fra forrige kvartal.

Vi foretrekker en kombinasjon av norsk og global kreditt. Ved å spre investeringene vil eksponeringen mot norske finansinstitusjoner reduseres og vi oppnår diversifiseringsgevinster. Vi er overasket over det kraftige fallet i renter hittil i år, og vi har havnet på etterskudd med vår plan om å øke durasjonen i porteføljene med høyere renter. Inntil videre beholder vi derfor en relativt

kort durasjon i både norske og globale obligasjoner (ca. 1,5 i snitt).

Konkursratene er lave og er forventet å holde seg lave fremover. Vi foretrekker kredittobligasjoner fremfor statsobligasjoner, som gir en bedre løpende avkastning i porteføljene.

Aksjer / Aksjefond / Spesialfond

I sum er vi moderat undervekt i aksjer. Spesielt er inntjeningsutsiktene svake, samtidig som prisingen ikke er spesielt attraktiv. En videre oppgang vil kreve multippelekspansjon, noe vi ser på som mindre sannsynlig. Lave renter og likviditetstilførsel fra sentralbankene holder imidlertid stemningen oppe. 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 en lavere volatilitet. Redusert eksponering til aksjer er derfor gjort i long-only aksjer.

Alternative Investeringer

Vi beholder nøytral eksponering til Hedge-fond som porteføljeforsikring i en sen fase av markedssyklusen. Samtidig vil vi vurdere enkeltinvesteringer som følge av at vi ikke opplever at alle fond gir oss den nedsidebeskyttelsen som vi hadde håpet på.

Med utsikter til lave renter lenge vil finansieringskostnaden for bedrifter holde seg lav. Det vil, alt annet like, gi lavere finansieringskostnad og bedre resultater, og dermed lavere konkursrisiko. Samtidig har den effektive rente i nordisk high yield holdt seg på attraktive nivåer (ca. 7,3 %) omtrent uendret i 2019.

Risk / reward innenfor eiendom og private equity fremstår ikke som veldig attraktiv. Vi søker god likviditet i våre porteføljer og dermed beholder vi vår undervekt til illikvide investeringer som eiendom og private equity.

Avkastningshistorikk Cenzias Modellportefølje

Annualisert avkastning siden 1. januar 2009 er 10,5 %

Cenzias modellportefølje endte opp 0,6 % i tredje kvartal og er dermed opp 8,3 % hittil i år.

Investment grade obligasjoner har hatt en relativt god start på året med en avkastning på 3,3 %. 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 aksjeporleføljen opp 16,4 % med en vesentlig lavere risiko enn markedet (beta ~0,6).

Porteføljens hedgefond endte opp 0,6 % i kvartalet og er opp 2,5 % i første halvår. Dette er noe under forventning.

Det globale high yield markedet har levert forholdsvis bra avkastning i år drevet av lavere kreditspreader og fallende lange renter ner. Vår globale high yield eksponering har gitt 6,1 % hittil i år. Også det nordiske high yield markedet har vært bra med 4,8 % avkastning.

Det har vært noen mindre oppjusteringer av verdien av våre illikvide investeringer i kvartalet. Totalt har investeringene gitt 7 % i år.

Cenzia Modellportefølje fra 1. jan. 2009



Allokering og avkastning

Aktivaklasse	Allokering 3.kv. 2019	Avkastning (%)	
		2019 hiå	2018
Renter			
Bank / Pengemarked	5,0 %	1,6 %	1,2 %
Investment grade	40,0 %	3,5 %	0,8 %
Delsum - Renter	45,0 %	3,3 %	0,9 %
Aksjer			
Norge	12,5 %	15,2 %	-2,4 %
Globalt	20,0 %	17,6 %	-5,9 %
Utviklede. markeder	17,5 %	18,5 %	-4,8 %
Vekstmarkeder	2,5 %	11,3 %	-10,0 %
Delsum - Aksjer	32,5 %	16,1 %	-4,4 %
Alternative Investeringer			
Hedge Fond	5,0 %	2,5 %	0,5 %
High yield	7,5 %	5,3 %	0,1 %
Illikvide investeringer *	10,0 %	7,0 %	20,0 %
Delsum - Alt. investeringer	25,0 %	5,7 %	6,9 %
Tot	100,0 %	8,3 %	1,4 %

Børs og markedsoversikt per 30. september 2019

Børsindeks (avkastning)	30.09.2019	sep. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
OSEBX (Norge)	886,60	2,9 %	10,9 %	2,5 %	-5,5 %	42,4 %	45,5 %	-1,8 %	16,9 %	12,1 %	5,9 %
Omxs30 (Sverige)	1 647,67	4,5 %	19,6 %	1,6 %	1,6 %	23,5 %	34,2 %	-8,3 %	6,5 %	8,0 %	1,1 %
Omx20 (Danmark)	1 034,66	0,2 %	18,4 %	3,6 %	8,0 %	23,2 %	50,8 %	-10,9 %	18,4 %	-10,7 %	38,7 %
Omxhpi (Finland)	9 483,66	5,0 %	14,1 %	1,8 %	-2,5 %	24,9 %	53,3 %	-4,2 %	10,7 %	8,5 %	14,9 %
SP500 (USA)	2 976,74	1,8 %	20,0 %	1,5 %	3,6 %	43,2 %	61,7 %	-4,9 %	21,1 %	10,2 %	0,7 %
Nasdaq (USA)	7 999,34	0,5 %	21,5 %	0,2 %	0,5 %	55,6 %	87,9 %	-2,8 %	29,6 %	7,6 %	7,0 %
Dow Jones (USA)	26 916,83	2,0 %	16,9 %	1,6 %	3,5 %	54,5 %	71,8 %	-4,1 %	27,2 %	14,4 %	-0,5 %
SX600 (Europa)	393,15	3,7 %	19,5 %	2,6 %	5,7 %	24,7 %	32,5 %	-10,8 %	10,6 %	1,2 %	9,6 %
DAX (Tyskland)	12 428,08	4,1 %	17,7 %	0,2 %	1,5 %	18,2 %	31,9 %	-18,3 %	12,5 %	6,9 %	9,6 %
TOPIX (Japan)	1 587,80	5,9 %	8,4 %	3,2 %	-10,7 %	27,1 %	30,2 %	-16,3 %	21,8 %	-0,0 %	11,7 %
Shanghai Composite	2 905,19	0,7 %	16,5 %	-2,5 %	3,0 %	-3,3 %	22,9 %	-24,6 %	6,6 %	-12,3 %	9,4 %
MSCI ACWI Net Local	249,85	2,2 %	17,2 %	1,1 %	2,5 %	34,9 %	47,0 %	-7,7 %	19,8 %	8,4 %	1,3 %
MSCI World Local (Net)	4 905,15	2,3 %	18,5 %	1,5 %	2,9 %	36,2 %	49,2 %	-7,4 %	18,5 %	8,3 %	2,1 %
MSCI EM Local Net	570,53	1,5 %	7,8 %	-2,1 %	-0,2 %	24,7 %	30,3 %	-10,1 %	30,6 %	9,9 %	-5,8 %
Renteindeks	30.09.2019	sep. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
Merrill Lynch Global HY Indeks	406,28	0,5 %	10,9 %	1,2 %	7,0 %	18,4 %	30,2 %	-2,4 %	5,0 %	15,9 %	-2,1 %
Merrill Lynch Global Government Bond	340,59	-0,8 %	7,2 %	2,5 %	9,3 %	6,3 %	17,4 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	1,2 %
Norsk Statsindeks 0,25 år	3 478,26	0,1 %	0,8 %	0,3 %	0,9 %	1,9 %	3,6 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	0,9 %
Norsk Statsindeks 0,5 år	3 571,62	0,1 %	0,7 %	0,3 %	0,9 %	1,8 %	3,7 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 1 år	3 775,52	0,0 %	0,7 %	0,3 %	1,0 %	1,9 %	4,2 %	0,4 %	1,1 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 3 år	5 201,57	-0,4 %	1,0 %	0,2 %	1,8 %	2,9 %	7,7 %	0,5 %	1,9 %	0,4 %	1,6 %
Norsk Statsindeks 5 år	6 807,32	-0,7 %	2,4 %	0,5 %	3,6 %	3,9 %	12,1 %	0,6 %	2,7 %	0,3 %	2,2 %
Råvarer	30.09.2019	sep. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
Gull (USD)	1 472,00	-3,1 %	14,8 %	4,5 %	23,5 %	11,2 %	21,1 %	-1,5 %	13,1 %	8,5 %	-10,4 %
Kobber (USD)	2,58	1,2 %	-2,0 %	-6,0 %	-8,1 %	15,4 %	-15,2 %	-20,3 %	31,7 %	17,4 %	-24,4 %
Olje (USD Brent Spot)	60,78	0,6 %	13,0 %	-10,3 %	-26,5 %	21,6 %	-37,0 %	-19,5 %	17,7 %	52,4 %	-35,0 %
Aluminium (USD)	13 925,00	-2,1 %	1,9 %	0,8 %	-3,0 %	13,3 %	-1,0 %	-10,3 %	18,9 %	18,5 %	-17,4 %
Laks (Fish Pool Index NOK)	43,90	-11,7 %	-24,7 %	-30,4 %	-18,7 %	-25,5 %	35,7 %	8,0 %	-26,7 %	43,2 %	14,8 %
Bloomberg Commodity Index	77,78	1,0 %	1,4 %	-2,4 %	-8,7 %	-8,9 %	-34,5 %	-13,0 %	0,7 %	11,4 %	-24,7 %
Valuta	30.09.2019	sep. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
EURUSD	1,09	-0,8 %	-5,0 %	-4,1 %	-6,1 %	-3,1 %	-13,8 %	-4,4 %	14,1 %	-3,2 %	-10,2 %
USDNOK	9,09	-0,3 %	5,3 %	6,6 %	11,6 %	14,1 %	41,9 %	5,3 %	-5,0 %	-2,3 %	18,3 %
GBPNOK	11,18	0,8 %	1,4 %	3,2 %	5,2 %	8,3 %	7,5 %	-0,6 %	4,1 %	-18,3 %	12,3 %
CHFNOK	9,11	-1,0 %	3,5 %	4,3 %	9,9 %	11,0 %	35,6 %	4,5 %	-0,6 %	-3,9 %	17,4 %
SEKNOK	0,92	-0,5 %	-5,3 %	0,5 %	0,8 %	-0,8 %	3,8 %	-2,5 %	5,5 %	-9,4 %	9,2 %
DKKNOK	1,33	-1,2 %	0,1 %	2,1 %	4,8 %	10,3 %	21,9 %	0,3 %	8,2 %	-5,0 %	6,0 %
JPYNOK	9,00	-1,9 %	6,7 %	13,8 %	17,5 %	6,8 %	43,7 %	8,2 %	-1,4 %	0,6 %	17,7 %
EURNOK	9,91	-1,1 %	0,0 %	2,2 %	4,8 %	10,6 %	22,3 %	0,6 %	8,4 %	-5,4 %	6,2 %
Bitcoin	8298,45	-13,4 %	124,7 %	-32,8 %	25,5 %	12890,0 %	2060,3 %	-74,2 %	1336,4 %	124,3 %	34,2 %
Rentekurver	30.09.2019	sep. 19	YTD	3 mnd	1 år	3 år	5 år	2018	2017	2016	2015
USA 30 års stat	2,12	0,15	-0,90	-0,37	-1,08	-0,18	-1,06	0,28	-0,31	0,04	0,26
USA 10 års stat	1,67	0,17	-1,02	-0,30	-1,38	0,10	-0,81	0,28	-0,02	0,16	0,10
Tysk 10 års stat	-0,57	0,14	-0,82	-0,23	-1,04	-0,44	-1,50	-0,18	0,22	-0,43	0,09
NOK 10 års stat	1,24	0,08	-0,53	-0,22	-0,70	0,03	-1,02	0,16	-0,05	0,17	-0,06
JPY10 års stat	-0,22	0,05	-0,23	0,01	-0,35	-0,08	-0,69	-0,05	0,00	-0,22	-0,06
USA 2 års stat	1,62	0,12	-0,88	-0,10	-1,20	0,87	1,06	0,61	0,69	0,13	0,39
10 års NOK SWAP	1,69	0,18	-0,40	-0,14	-0,59	0,23	-0,86	0,17	-0,01	0,10	-0,07
5års NOK SWAP	1,70	0,20	-0,08	-0,02	-0,26	0,49	-0,34	0,26	-0,02	0,30	-0,15
3 mnd NiBOR	1,77	0,13	0,50	0,25	0,67	0,62	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 degitte opplysninger.

Det understreses 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 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 kontakt med Cenzia for gjennomgang av aktuelle investeringer. All dokumentasjon kan gjennomgås ved henvendelse til vårt kontor.