

Cenzia

Markedsrapport

4. kvartal 2019

2019 ble et godt i år markedene – vi anbefaler en mer forsiktig eksponering mot aksjer

Markedssyn

- Vi anbefaler en lavere aksjeeksponering enn normalt. Risikoen tas ned ved å øke eksponeringen til long / short aksjefond på bekostning av tradisjonelle long only aksjefond. Ettersom long / short fond har lavere nettoeksponering gir det bedre nedsidbeskyttelse. Samtidig har fondene mulighet for å sitte med tørt krutt som kan investeres dersom markedet skulle falle og tilby bedre kjøpsmuligheter.
- På tross av en liten oppsving i ledende indikatorer forventer vi at selskapsinntjeningen blir svak i 2020 og 2021. Verdsettelsen av aksjer er på høye nivåer drevet av sterkt sentiment. Vi opplever likevel at lave renter og likviditetstilførsel fra sentralbankene gir god støtte til markedene.
- Forventet avkastning i aksjemarkedet neste tolv måneder er svak, og vi mener at risikoen er på nedsiden. I sum gjør dette at vi er forsiktige med vår aksjeeksponering

Modellportefølje

Aktiva	Strategi	Markedssyn	Kommentar
Renteinvesteringer	30	Overvekt	Vi foretrekker nordiske obligasjoner med lav / moderat rentefølsomhet
Aksjer	40	Nøytral	Vi overvekter equity long / short fremfor long only for å ta ned risiko
Hedgefond	5	Nøytral	Vi har en nøytral eksponering til hedgefond
High yield	10	Nøytral	Vi foretrekker nordisk high yield
Eiendom	10	Undervekt	Vi avventer bedre kjøpsmuligheter
Private Equity	5	Nøytral	Vi opprettholder et løpende PE program

Marked og børsutvikling

	4. kvartal 2019	2019	2018	2017	2016	2015	2014
Renter							
Norske Obligasjoner IG	0,3 %	3,5 %	1,0 %	3,4 %	3,9 %	0,3 %	6,7 %
Globale Obligasjoner	0,3 %	10,3 %	-1,9 %	4,1 %	4,7 %	1,2 %	8,7 %
Nordisk High Yield	2,1 %	7,1 %	2,1 %	11,1 %	7,6 %	-1,0 %	2,0 %
Aksjer							
OSEBX	5,1 %	16,5 %	-1,8 %	19,1 %	12,1 %	5,9 %	5,0 %
MSCI World (lokal valuta)	7,5 %	27,3 %	-7,4 %	19,1 %	9,6 %	2,6 %	10,4 %
MSCI EM (lokal valuta)	9,5 %	18,1 %	-10,1 %	31,0 %	10,3 %	-5,4 %	0,6 %
Cenzia Modellportefølje	4,6 %	13,3 %	1,4 %	8,6 %	10,5 %	7,1 %	10,2 %
- > Ann. avkastning siden oppstart (2009)		10,4 %					

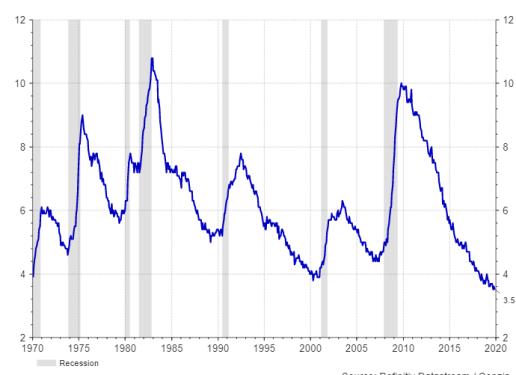
Våre markedsvurderinger

Makro

Globale makrotall har vært svakere gjennom 2019. Dette spesielt innenfor industriktoren som har blitt negativt påvirket av handelskrigen. Forøvrig holder servicesektoren og private konsumenter aktiviteten oppe. Arbeidsledigheten og rentene er på historisk lave nivåer, og dette nyter konsumentene godt av.

Ifølge Donald Trump skal en Fase 1 avtale mellom Kina og USA undertegnes 15. januar. Aksjemarkedene har steget videre på nyheten, som kan være en katalysator for bedre økonomisk vekst.

Figur 1: Arbeidsledigheten i USA er historisk lav



Rente og kreditmarkedet

Det har vært tilfredsstillende avkastning i fjerde kvartal med en avkastning nær yielden i porteføljen. Gjennom kvartalet har både lange og korte renter steget noe. 5-års NOK SWAP er nå 1,98 % (+0,19 %-poeng) mot 3-måneders NiBORG på 1,84 (+0,07 %-poeng). Kreditspreadene i det nordiske markedet var omrent uendret i kvartalet.

Gjennom 2019 har lange renter internasjonalt fallt kraftig. Den amerikanske 10-åringen var over 3,2 % høsten 2018 men endte 2019 på 1,83 %. Sammen med fallende kreditspreader har det gitt svært god avkastning for året som helhet

Løpende avkastning for norske investment grade obligasjoner er ca. 2,8 %. For høyrenteobligasjoner er den løpende avkastningen ca. 7,5 %.

Figur 3: Lange amerikanske rente har fallt kraftig i år

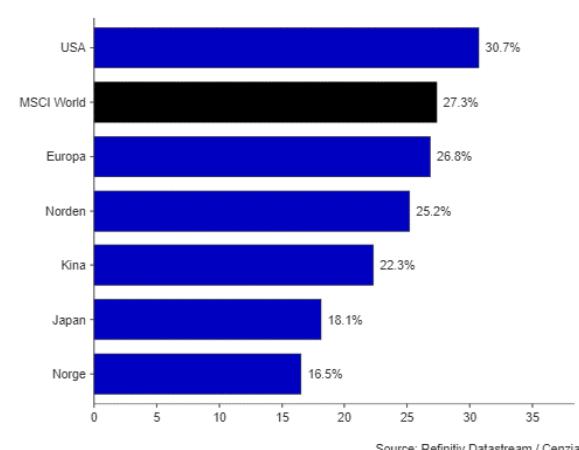


Aksjemarkedet

2019 er nå bak oss og det endte med en særdeles god utvikling i de globale aksjemarkedene. Det amerikanske aksjemarkedet ledet an med europeiske aksjer ikke langt bak. S&P 500 ga en avkastning på 30,7 %, mens Euro Stoxx 600 ga investorer 26,8 %. Her i Norge ble ikke oppgangen like stor. En oppgangen på 16,5 % er likevel godt over et «normalår» på børsen.

Selskapenes inntjeningsvekst viser en flat utvikling. Også estimatene for det nye året har kommet betydelig ned. Oppgangen i aksjemarkedene kan forklares som en med en rekyl fra nedturen høsten 2018, men ikke minst bedret sentiment og optimisme. Alt i alt har dette medført til at aksjemarkedene er blitt vesentlig dyrere enn før.

Figur 4: Avkastning i 2019 for ulike aksjemarkeder



Valuta / Råvarer

Den norske kronen er svak i et historisk perspektiv. Norsk økonomi er sterkt 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 negativt risikosentiment i markedet. Utenlandske investorer foretrekker større og mer likvidide valutaer i denne delen av markedssykelen. Vi observerer likevel at den kronen hentet seg litt inn igjen på tampen av året, på tross av analytikernes spådom om ytterligere svekkelse.

Oljeprisen fortsetter å være volatil. 2019 ble totalt sett et godt år for oljeprisen som endte på USD 66 fatet. En mer balansert tilbudsside, drevet blant annet av kutt fra OPEC, har medført en solid prisoppgang på nesten 23 % i 2019.

Næringsseiendom

Næringsseiendom fortsetter å levere god avkastning. Nordisk børsnotert eiendom (VINX Real Estate Index) ga 53 % avkastning i 2019. Lavere renter har vært en viktig bidragsyter til den gode avkastningen. Samtidig har leieprisene tikket oppover. Spesielt er utviklingen god for kontor og logistikk, mens handelseiendommer har hatt en mer blandet utvikling.

Ifølge Entras Konsensusrapport fra oktober er kontorledigheten i Oslo 5,6 % mot 6,1 % ved inngangen til 2019. Leieprisen for kontor med høy standard er økt med omrent 7 % i 2019. Sterk etterspørsel etter kontorlokaler, samt begrenset nybygging, gjør at leieprisene fortsetter å stige. Økningen er ventet å vedvare frem mot 2023, men da med en lavere veksttakt.

Transaksjonsvolumet for næringsseiendom holder seg på et historisk høyt nivå og prisene er

Figur 5: Den norske kronen holder seg svak



gjennomgående høye. Prime yield har fallt kraftig de siste årene. Anslaget for prime yield i 2019 var 3,7 %, og er ventet å holde seg uendret også i 2020.

Figur 6: Leieprisene i Oslo stiger (Kilde: Entra)



Taktisk aktivaallokering

Figur 7: Cenzias modellportefølje inn i 1. kvartal 2020

Aktiva	Strategi	Markedssyn	Kommentar
Renteinvesteringer	30	Overvekt	Vi foretrekker nordiske obligasjoner med lav / moderat rentefølsomhet
Aksjer	40	Nøytral	Vi overvekter equity long / short fremfor long only for å ta ned risiko
Hedgefond	5	Nøytral	Vi har en nøytral eksponering til hedgefond
High yield	10	Nøytral	Vi foretrekker nordisk high yield
Eiendom	10	Undervekt	Vi avventer bedre kjøpsmuligheter
Private Equity	5	Nøytral	Vi opprettholder et løpende PE program

Taktisk allokering - sammendrag

Vi anbefaler en noe lavere aksjeeksponering enn normalt. Risikoen tas ned ved å øke eksponeringen til long / short aksjefond på bekostning av tradisjonelle long only aksjefond. Likevel holder vi en nøytral vektning til aksjer samlet sett. Ettersom long / short har lavere nettoeksponering gir det bedre nedsidbeskyttelse. Samtidig har fondene mulighet for å sitte med tørt krutt som kan investeres opportunistisk dersom markedet skulle falle og tilby en bedre kjøpsmulighet.

Pengemarked

Vi beholder en nøytral vektning til pengemarked. Renten i kortenden av det norske markedet har steget blant 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 2,1 % mot 2,8 % 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. 2,8 %, uendret fra forrige kvartal.

Vi foretrekker en kombinasjon av norsk og nordisk kreditt. Ved å spre investeringene vil eksponeringen mot norske finansinstitusjoner reduseres og vi oppnår diversifiseringsgevinster. Vi er overasket over det kraftige fallet i lange renter i 2019. Inntil videre beholder vi derfor en relativt kort durasjon i både norske og globale obligasjoner (ca. 1,5 i snitt).

Konkursratene er lave og også er forventet å holde seg lave fremover. Vi foretrekker kreditobligasjoner fremfor statsobligasjoner, som gir en bedre løpende avkastning i porteføljene. Ca. 2/3 av løpende avkastning i obligasjoner er fra kreditelementet, noe som er historisk høyt.

Aksjer / Aksjefond / equity long/short

I sum er vi forsiktig eksponert til aksjer. Med en nøytral vektning til aksjer samlet sett, tar vi ned risikoen ved å øke eksponeringen til equity long / short. Vi anbefaler 1/3 allokering til norske/nordiske aksjer og 2/3 globale aksjer. Helse og teknologisektoren mener vi at vil overprestere over tid sammenliknet med det brede markedet og vi anbefaler en overvekt i disse sektorene.

Alternative investeringer

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

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 (7,5 %) og endte faktisk litt opp 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. Vi opprettholder imidlertid et løpende program i Private Equity for de kunder som denne aktivaklassen er aktuell for. Ettersom investeringsperioden er typisk 1-3 år frem i tid er det krevende å gjøre taktiske vurderinger innenfor denne aktivaklassen.

Avkastningshistorikk Cenzias Modellportefølje

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

Cenzias modellportefølje endte opp 4,6 % i fjerde kvartal og var dermed opp 13,3 % for 2019 samlet.

Investment grade obligasjoner ga 4,1 % avkastning, drevet av lavere kreditspreader gjennom 2019.

Porteføljens aksjeinvesteringer leverte gode resultater både absolutt og relativt til indeks. Totalt endte aksjeporåføljen opp 24,6 % med en vesentlig lavere risiko enn markedet (beta ~0,6).

Porteføljens hedgefond endte opp 3,8 % i 2019. Dette er noe under forventning.

Det globale high yield markedet leverte god avkastning i 2019 drevet av lavere kreditspreader og fallende lange renter i utlandet. Vår globale high yield eksponering har gitt 8,6 % hittil i år. Også det nordiske high yield markedet har vært bra med 7,1 % avkastning.

Det var en større oppjustering av verdiene av våre illikvide investeringer i kvartalet. Dette skyldes spesielt realisering av et eiendomsprosjekt, men også jevnt over gode avkastningsbidrag. Totalt ga investeringene 25 % i 2019.

Cenzia Modellportefølje fra 1. jan. 2009



Allokering og avkastning 2019

Aktivaklasse	Allokering 4.kv. 2019	Avkastning (%)	
		2019	2018
Renter			
Bank / Pengemarked	5,0 %	2,0 %	1,2 %
Investment grade	37,5 %	4,1 %	0,8 %
Delsum - Renter	42,5 %	3,6 %	0,9 %
Aksjer			
Norge	12,5 %	22,8 %	-2,4 %
Globalt	20,0 %	26,1 %	-5,9 %
Utviklede. markeder	17,5 %	26,8 %	-4,8 %
Vekstmarkeder	2,5 %	20,9 %	-10,0 %
Delsum - Aksjer	32,5 %	24,6 %	-4,4 %
Alternative Investeringer			
Hedge Fond	5,0 %	3,8 %	0,5 %
High yield	7,5 %	7,4 %	0,1 %
Illikvide investeringer *	10,0 %	25,0 %	20,0 %
Delsum - Alt. investeringer	25,0 %	14,5 %	6,9 %
Tot	100,0 %	13,3 %	1,4 %

Børs og markedsoversikt per 31. desember 2019

Børsindekser (avkastning)	31.12.2019	des. 19	3 mnd	3 år	5 år	2019	2018	2017	2016	2015
OSEBX (Norge)	931,45	3,2 %	5,1 %	36,2 %	63,6 %	16,5 %	-1,8 %	16,9 %	12,1 %	5,9 %
Omxs30 (Sverige)	1 771,85	2,4 %	7,9 %	26,1 %	37,7 %	29,1 %	-8,3 %	6,5 %	8,0 %	1,1 %
Omxc20 (Danmark)	1 135,79	2,6 %	9,9 %	37,3 %	70,0 %	30,2 %	-10,9 %	18,4 %	-10,7 %	38,7 %
Omxhpi (Finland)	9 874,66	4,1 %	4,4 %	26,2 %	57,3 %	19,1 %	-4,2 %	10,7 %	8,5 %	14,9 %
SP500 (USA)	3 230,78	3,0 %	8,9 %	50,5 %	66,9 %	30,7 %	-4,9 %	21,1 %	10,2 %	0,7 %
Nasdaq (USA)	8 972,60	3,6 %	12,5 %	72,2 %	98,8 %	36,7 %	-2,8 %	29,6 %	7,6 %	7,0 %
Dow Jones (USA)	28 538,44	1,8 %	6,5 %	51,7 %	72,9 %	24,4 %	-4,1 %	27,2 %	14,4 %	-0,5 %
SX600 (Europa)	415,84	2,1 %	6,1 %	25,1 %	40,1 %	26,8 %	-10,8 %	10,6 %	1,2 %	9,6 %
DAX (Tyskland)	13 249,01	0,1 %	6,6 %	15,4 %	35,1 %	25,5 %	-18,3 %	12,5 %	6,9 %	9,6 %
TOPIX (Japan)	1 721,36	1,4 %	8,6 %	20,1 %	34,1 %	17,7 %	-16,3 %	21,8 %	-0,0 %	11,7 %
Shanghai Composite	3 050,12	6,2 %	5,0 %	-1,7 %	-4,6 %	22,3 %	-24,6 %	6,6 %	-12,3 %	9,4 %
MSCI ACWI Net Local	269,16	2,7 %	7,7 %	39,6 %	53,4 %	26,2 %	-7,7 %	19,8 %	8,4 %	1,3 %
MSCI World Local (Net)	5 272,01	2,3 %	7,5 %	39,7 %	54,6 %	27,3 %	-7,4 %	18,5 %	8,3 %	2,1 %
MSCI EM Local Net	624,95	5,7 %	9,5 %	38,6 %	43,7 %	18,0 %	-10,1 %	30,6 %	9,9 %	-5,8 %
Renteindekser	31.12.2019	des. 19	3 mnd	3 år	5 år	2019	2018	2017	2016	2015
Merrill Lynch Global HY Indeks	417,56	1,8 %	2,8 %	19,7 %	35,8 %	14,0 %	-2,4 %	5,0 %	15,9 %	-2,1 %
Merrill Lynch Global Government Bond	334,74	-0,7 %	-1,7 %	7,7 %	12,2 %	5,4 %	1,0 %	2,2 %	3,0 %	1,2 %
Norsk Statsindeks 0,25 år	3 491,54	0,2 %	0,4 %	2,2 %	3,6 %	1,2 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	0,9 %
Norsk Statsindeks 0,5 år	3 586,73	0,2 %	0,4 %	2,2 %	3,7 %	1,1 %	0,5 %	1,0 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 1 år	3 787,13	0,1 %	0,3 %	2,1 %	3,7 %	1,0 %	0,4 %	1,1 %	0,5 %	1,0 %
Norsk Statsindeks 3 år	5 198,47	-0,3 %	-0,1 %	3,0 %	5,1 %	1,0 %	0,5 %	1,9 %	0,4 %	1,6 %
Norsk Statsindeks 5 år	6 773,35	-0,6 %	-0,5 %	4,7 %	7,3 %	1,9 %	0,6 %	2,7 %	0,3 %	2,2 %
Råvarer	31.12.2019	des. 19	3 mnd	3 år	5 år	2019	2018	2017	2016	2015
Gull (USD)	1 517,01	3,6 %	3,1 %	32,2 %	28,6 %	18,3 %	-1,5 %	13,1 %	8,5 %	-10,4 %
Kobber (USD)	2,80	5,3 %	8,9 %	12,1 %	-0,6 %	6,3 %	-20,3 %	31,7 %	17,4 %	-24,4 %
Olje (USD Brent Spot)	66,00	5,7 %	9,0 %	16,6 %	15,6 %	22,7 %	-19,5 %	17,7 %	52,4 %	-35,0 %
Aluminium (USD)	14 040,00	1,9 %	0,9 %	9,7 %	7,5 %	2,7 %	-10,3 %	18,9 %	18,5 %	-17,4 %
Laks (Fish Pool Index NOK)	69,80	20,8 %	59,0 %	-5,3 %	55,8 %	19,7 %	8,0 %	-26,7 %	43,2 %	14,8 %
Bloomberg Commodity Index	80,89	4,9 %	4,2 %	-7,4 %	-22,3 %	5,4 %	-13,0 %	0,7 %	11,4 %	-24,7 %
Valuta	31.12.2019	des. 19	3 mnd	3 år	5 år	2019	2018	2017	2016	2015
EURUSD	1,12	1,8 %	2,9 %	6,4 %	-7,5 %	-2,3 %	-4,4 %	14,1 %	-3,2 %	-10,2 %
USDNOK	8,78	-4,8 %	-3,5 %	1,9 %	17,8 %	1,6 %	5,3 %	-5,0 %	-2,3 %	18,3 %
GBP/NOK	11,65	-2,3 %	4,3 %	9,2 %	0,2 %	5,8 %	-0,6 %	4,1 %	-18,3 %	12,3 %
CHF/NOK	9,07	-1,6 %	-0,5 %	6,9 %	20,6 %	3,0 %	4,5 %	-0,6 %	-3,9 %	17,4 %
SEK/NOK	0,94	-2,7 %	1,5 %	-1,0 %	-2,0 %	-3,9 %	-2,5 %	5,5 %	-9,4 %	9,2 %
DKKNOK	1,32	-3,1 %	-0,8 %	7,8 %	8,6 %	-0,7 %	0,3 %	8,2 %	-5,0 %	6,0 %
JPY/NOK	9,00	-4,0 %	7,0 %	9,5 %	29,6 %	2,5 %	8,2 %	-1,4 %	0,6 %	17,7 %
EURNOK	9,84	-3,1 %	-0,7 %	8,4 %	8,9 %	-0,7 %	0,6 %	8,4 %	-5,4 %	6,2 %
Bitcoin	7168,36	-7,5 %	-13,6 %	642,1 %	2118,4 %	94,1 %	-74,2 %	1336,4 %	124,3 %	34,2 %
Rentekurver	31.12.2019	des. 19	3 mnd	3 år	5 år	2019	2018	2017	2016	2015
USA 30 års stat	2,38	0,18	0,25	-0,68	-0,37	-0,64	0,28	-0,31	0,04	0,26
USA 10 års stat	1,91	0,13	0,24	-0,52	-0,26	-0,78	0,28	-0,02	0,16	0,10
Tysk 10 års stat	-0,19	0,17	0,38	-0,40	-0,73	-0,43	-0,18	0,22	-0,43	0,09
NOK 10 års stat	1,58	0,17	0,31	-0,11	0,01	-0,19	0,16	-0,05	0,17	-0,06
JPY 10 års stat	-0,02	0,06	0,20	-0,07	-0,35	-0,02	-0,05	0,00	-0,22	-0,06
USA 2 års stat	1,56	-0,04	-0,05	0,38	0,90	-0,94	0,61	0,69	0,13	0,39
10 års NOK SWAP	2,05	0,17	0,34	0,10	0,13	-0,04	0,17	-0,01	0,10	-0,07
Sårs NOK SWAP	1,98	0,12	0,28	0,45	0,60	0,21	0,26	-0,02	0,30	-0,15

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 befeftet 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 å jour og korrekte. Hvis man benytter dette dokumentet som underlag for kjøp av andeler på et senere tidspunkt, må man selv sørge for at relevant og oppdatert informasjon fremskaffes.

Opplysninger som fremkommer i markedsrapporten er kun å 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