

## Et uvanlig år som ga normal børsavkastning

Desember avsluttet året på en rolig måte med god avkastning.

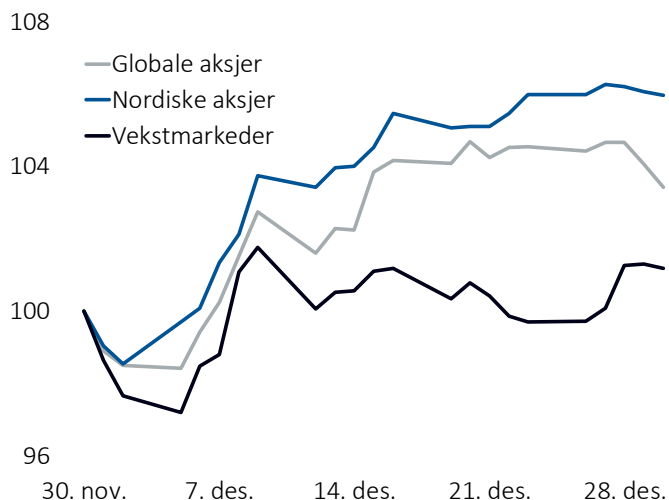
2016 bød på normalavkastning i aksjemarkedet til tross for en rekke spesielle omstendigheter.

Utsiktene inn i 2017 er oppløftende.

### Sterk avslutning på 2016

Desember avsluttet fjoråret på en overbevisende måte. Globale aksjer steg over tre prosent målt i norske kroner i årets siste måned, jf. figur 1.

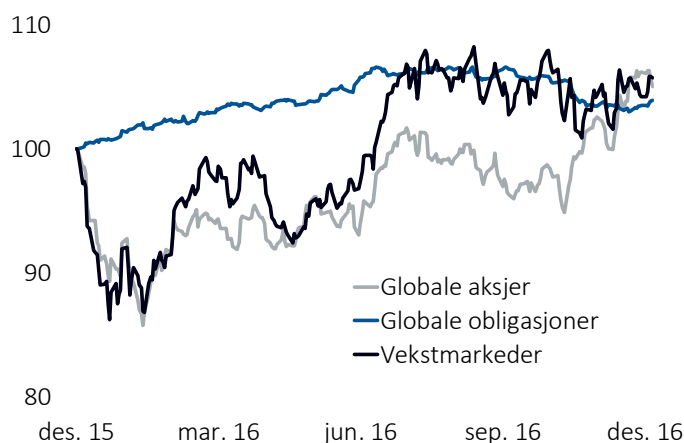
Figur 1: Sterk avslutning på aksjeåret 2016



Når vi hever blikket og ser på 2016 under ett, blir bildet av vinnere og tapere bak porteføljeavkastningen mer nyansert, jf. figur 2. Globale aksjer ga en avkastning på fem prosent i norske kroner i fjor. Vekstmarkedene gjorde det enda bedre enn det globale snittet med en oppgang på over åtte prosent i 2016 målt i norske kroner. Til sammenlikning steg et bredt gjennomsnitt av globale obligasjoner nesten fire prosent. Det betyr at en global aksje- og rentedominert portefølje steg rundt fire-fem prosent i fjor. Med andre ord var aksjeavkastningen normalt god i 2016 sett i forhold til inflasjon og rentealternativ med lav risiko.

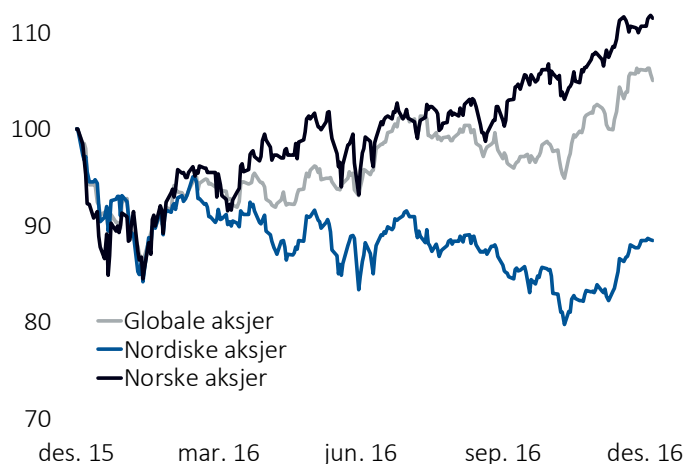
Mange investorer har imidlertid hatt en opplevelse i 2016 som avviker fra det globale gjennomsnittet, jf. figur 3. Den norske fondsindeksen OSEFX steg over 11 prosent i fjor, mer enn dobbelt så mye som verdensindeksen og nesten 20 prosent mer enn Norden-indeksen VINX30. 2016 var derfor en påminner om risikospredningens forbannelse og velsignelse. Hva mener vi med dette?

Figur 2: Relativ utvikling i globale aksjer, vekstmarkeder og renter



Hvis vi hadde strukket figur 3 tilbake til 1. januar 2015, hadde globale aksjer kommet best ut, litt foran norske aksjer. Fordi det naturligvis er mye fokus på norske aksjer i Norge, vil slike sammenlikninger oppta mange. Og i et enkelt kalenderår vet vi på forhånd at norske aksjer vil gi en bedre avkastning enn globale i omtrent halvparten av tiden; men i den andre halvparten av tiden vil det være motsatt. Fordi norske aksjefond svinger mer enn en global aksjeportefølje med god risikospredning, vet vi at globale aksjer vil gi bedre risikojustert avkastning over tid enn norske. Høyest mulig risikojustert avkastning er det langsiktige målet i Formuesforvaltning. Risikospredning er én av de mastene man på sikt tjener på å holde fast ved, selv om det i enkeltår kan oppleves som en «forbannelse».

Figur 3: Relativ utvikling i globale, norske og nordiske aksjer



## Tema: Konjunktur og overvekt i aksjer

I juli økte vi eksponeringen mot aksjer. Siden den gang har globale aksjer steget ti prosent, mens sikre obligasjoner har falt litt i verdi. Nå øker vi eksponeringen mot aksjer ytterligere.

Rett før jul endret vi markedssynet etter at vi fikk et endelig, positivt signal fra markedsdriveren konjunktur. Til forskjell fra tidligere har omslaget i ledende indekser endelig blitt klart nok til at signalet om et konjunkturskift i USA neppe er falskt. Konjunktur er én av de faste markedsdriverne vi bruker i utformingen av markedssynet vår. Erfaringsvis har all historisk aksjeavkastning kommet når den økonomiske veksten var tiltakende.

Fordi konjunktur er en viktig brikke i det puslespillet som til sammen former markedssynet vårt, er det viktig å holde øynene på kommende skift i veksttakten. Vi har lenge konkludert med at konjunktur var en negativ driver; og konjunktursynet vårt traff godt all den tid makroøkonomene stadig måtte nedjustere vekstestimatene. Dette endret seg i høst. I markedsbrevet for september hadde vi «Økonomien (konjunktur) og kapitalmarkedene» som tema. Da redegjorde vi i detalj for konjunktur som markedsdriver og sentrale begreper ble forklart. I september skrev vi blant annet følgende:

«I sum er konjunktur fortsatt en negativ markedsdriver selv om risikoen for resesjon i USA er ute av horisonten».

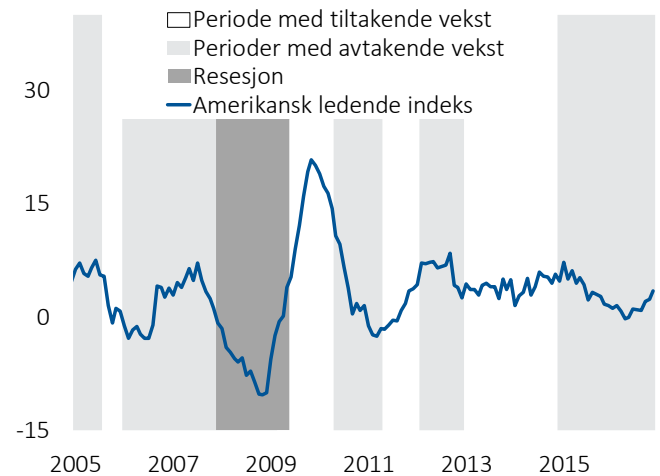
I markedsbrevet for november fulgte vi opp og hadde konjunktur på ny som tema. Da skrev vi at «konjunktursøylen står og vipper»:

«En disiplinert bruk av konjunktur som markedsdriver tilsier at grønt lys kommer først når vekstsignalene fra USA er entydig positive. To av tre kriterier for et kommende vekstskift er på plass, men hittil har ikke skiftet i ledende indekser være stort og tydelig nok. Tentative signal fra USA tilsier at resesjonsrisikoen er lavere enn normalt, men at det er prematurt å erklære vekstutsiktene for helt friskmeldt. I tillegg må nevnes at konjunkturutsiktene i Europa er svake, samtidig som inflasjonen også der er på vei opp. Konjunkturdriveren kan derfor sammenliknes med en søyle som står og vipper. Den vil falle til den ene eller andre siden til slutt, men vi holder vi oss til prosessen vår og enn så lenge endrer vi ikke synet på konjunktur».

Helt på tampen av 2016 kom det siste kriteriet på plass for et gyldig konjunktursignal fra ledende indekser; konjunkturpilene peker nå entydig opp etter at skiftet i den ledende indeksen er *tydelig* nok. I figur 4 viser vi utviklingen i den amerikanske ledende indeksen, som nå har snudd på en overbevisende måte. I figur 5 viser vi utviklingen på tvers av 20 land; den blå linjen viser vi andelen ledende indekser hvor veksten er høyere i dag enn

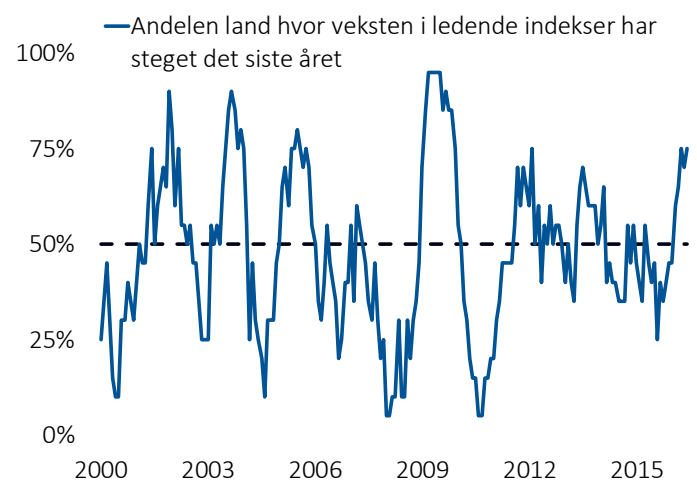
for ett år siden. Vi ser at det positive skiftet i internasjonale ledende indekser er klarere enn på mange år.

**Figur 4: Det har vært et betydelig omslag i ledende indeks i USA**



Merk at investeringskomitéen i Formuesforvaltning alltid har det siste ordet i prosessen med å utforme markedssynet. De fire faste markedsdriverne gir et objektivt bilde av risikoen i markedet, men best resultat oppnås når objektiv input kombineres med menneskelig fornuft. Derfor tar investeringskomitéen input fra de objektive driverne med i den endelige vurderingen av markedssynet; er signalene fra markedsdriverne fornuftige i dagens situasjon? Også denne gang valgte investeringskomitéen å lytte til bevisbyrden, det vil si flertallet av markedsdriverne.

**Figur 5: Ledende indekser utvikler seg positivt globalt**



Nedenfor konkretiserer vi hva anbefalingen i kjølvannet av konjunktursignalet har å si for porteføljensammensetningen:

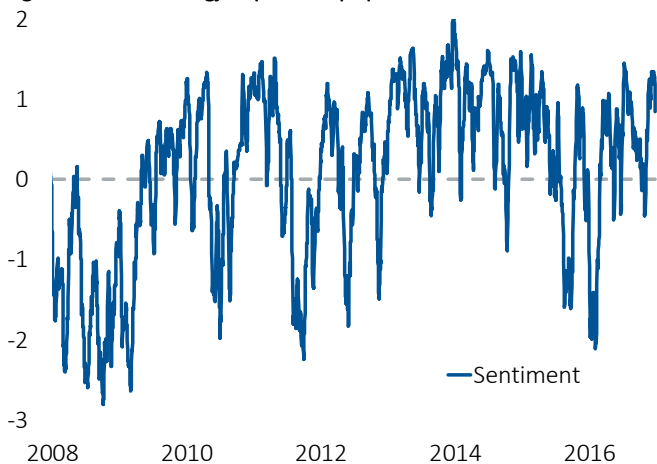
- Vi anbefaler å øke aksjeandelen i porteføljen med en tidel (ti prosent) og «finansiere» oppvektingen i aksjer med rentepenger.
- Oppvektingen i aksjer og nedvektingen i renter skjer proporsjonalt, dvs. med samme proporsjonalitetsfaktorer som før (ingen regionskift e.l.)

### Markedsdriverne på 1-2-3

I figur 4, 5, 6, 7 og 8 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne konjunktur, sentiment, momentum og verdi:

- Konjunktur har blitt en positiv markedsdriver, jf. figur 4 og 5 i temaartikkelen på forrige side. Det endelige skiftet i konjunktur kom etter at skiftet i den amerikanske ledende indeksen ble tydelig nok i forhold til historiske erfaringer med slike skift.
- Sentimentet (se figur 6) er for tiden betydelig høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 7) er klart positivt på global basis etter at markedsdriveren snudde i juli 2016.
- Verdi (figur 8) er en langsiktig markedsdriver som betyr mindre på kalenderårsbasis enn som en rettesnor for å vurdere det langsiktige avkastningspotensialet. Verdi en markedsdriver som i stor grad styres av det amerikanske aksjemarkedet. USA utgjør halvparten av verdens aksjemarkeder og amerikanske aksjer har ifølge Robert Shiller vært dyrere enn i dag i kun fire prosent av tiden siden 1881. Men merk at andre regioner prises lavere enn USA, bl.a. Europa og spesielt vekstmarkedene.
- I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdrivere som faller utenfor den kvantitative boksen, men som vi likevel vurderer som viktige i markedsanalysen. Både penge- og finanspolitikk gir støtte til risikotaking. Pengepolitikken begynner å bli innstrammende i bl.a. USA, men sentralbankene strekker seg fortsatt langt for å unngå uro i markedet. Det nye er at finanspolitikken i kjølvannet av Donald Trumps valgseier kan bli en ny markedsdriver som er vel så kraftig som pengepolitikken.

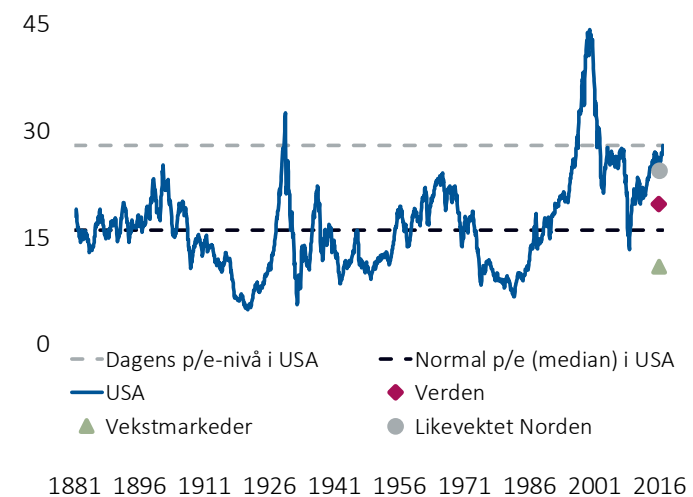
Figur 6: Sentimentet gjenspeiler høy optimisme



Figur 7: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 8: Lite verdi i amerikanske aksjer, men mer verdi i verden for øvrig



I figur 9 og 10 oppsummerer vi markedsdrivere og anbefalinger. Tre markedsdrivere er nå positive og vi anbefaler et mer positivt syn på risikotaking i kapitalmarkedene.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ TEMATIKK - Politikk</li> <li>✓ MOMENTUM</li> <li>✓ KONJUNKTUR</li> </ul>	Overvekt	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ VERDI</li> <li>✓ SENTIMENT</li> </ul>

Figur 11: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mer i aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent ¼ av den globale aksjeporteføljen.	Overvekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mer enn normalt i nordiske aksjer.	Overvekt
Renteplasseringer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt i renteplasseringer.	Undervekt
Rentefølsomhet	Opprettholder lav durasjon i renteporteføljen.	Undervekt
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral