

Mektig momentum

Momentum vedvarer i globale markeder for risikofylte investeringer.

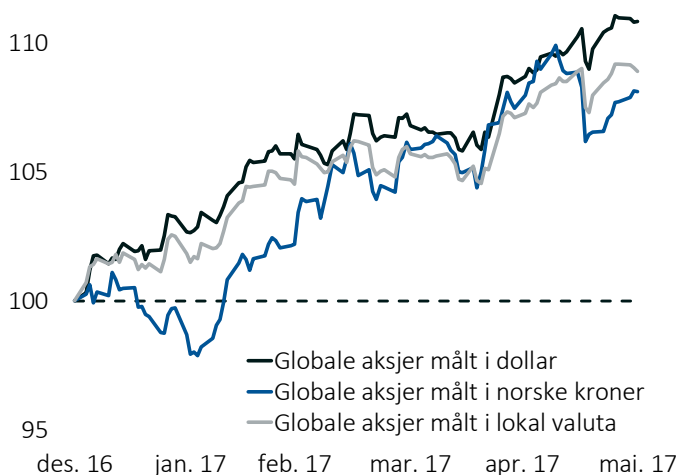
Aksjer i vekstmarkedene fortsetter å gjøre det bedre enn aksjer i modne markeder, men aller best går det i Norden.

Prisen på råolje og råvarer for øvrig har toppet ut.

Oppturen i globale aksjer fortsetter

Verdens aksjemarkeder steg 0,6 prosent i mai målt i norske kroner, men hele 1,7 prosent i lokale valutaer. Hittil i år har globale aksjer dermed steget omtrent ni prosent målt i både norske kroner og i lokale valutaer, jf. figur 1.

Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner hittil i år



Nordiske aksjer gjør det spesielt godt for tiden, med unntak av Oslo Børs. I mai steg en nordisk aksjeindeks tre prosent målt i norske kroner. Oppturen hittil i år har vært betydelig. Aksjer i Sverige, Danmark og Finland har lagt bak seg tosifret avkastning hittil i 2017, mens Oslo Børs ligger bak med en avkastning på relativt beskjedne tre prosent. Danske aksjer har gitt høyest avkastning; omtrent 15 prosent i år.

Porteføljer av rentepapirer med innslag av både risikofrie obligasjoner og kreditt av høyere kvalitet steg 0,6 prosent i verdi i mai. Global høyrente la nok en ny god måned bak seg og steg 1,3 prosent i verdi.

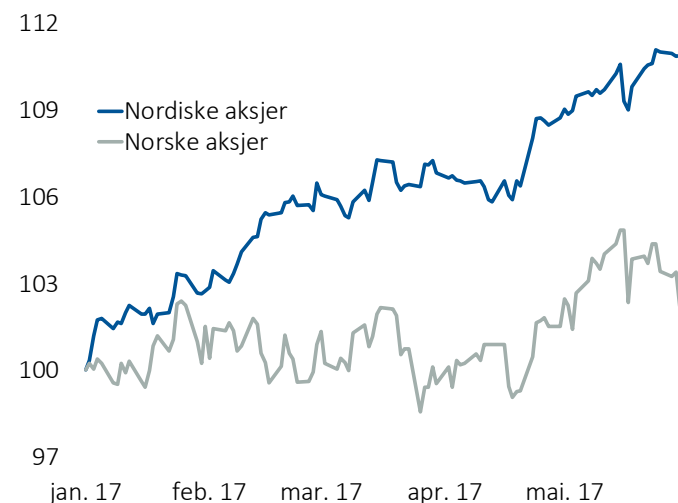
Hittil i år har balanserte porteføljer av aksjer og obligasjoner steget fem-seks prosent i verdi. Det betyr at årets avkastning ligger godt foran skjema i forhold til den forventede avkastningen i likvide verdipapirer som

omsettes på børser.

Utviklingen i vekstmarkedene har vært spesielt oppløftende i 2017. Aksjer i vekstmarkedene har steget hele 15 prosent hittil i år målt i norske kroner, mens aksjer i modne markeder er opp ti prosent. Enkeltmarkeder i Øst-Europa har vært spesielt sterke; aksjer i Polen, Romania og Ukraina har steget mellom 25 og 30 prosent hittil i 2017.

Alt er likevel ikke lyst; det finnes skår i den ellers solide fasaden av robuste markeder for risikofylte investeringer. Prisen på råvarer følges med interesse. En råvareindeks som gjenspeiler prisen på innsatsfaktorer i industrien, toppet ut i februar og har falt rundt sju prosent siden den gang. I samme periode har eksempelvis råoljeprisen falt fra 56 til 50 dollar.

Figur 2: Norske aksjer i forhold til en nordisk aksjeindeks



Det er god grunn til å sette den relativt svake utviklingen i norske aksjer, jf. figur 2, i sammenheng med fallet i råvareprisene. Både norske aksjer og kroner (ikke vist) har vært svake i forhold til globale aksjer og andre valutaer hittil i år. Den norske kronen lå eksempelvis på 8,80 mot euro i februar, men ved utgangen av mai lå kronekursen på 9,50.

I markedsbrevet for mai påpekte vi svekkelse i industrisyklisk eksponerte markedssegmenter slik: vi «De lavere oljeprisene kan ses i sammenheng med svakere signaler fra global industri». Signalene om svakere utsikter for industrisektoren har blitt sterkere den siste måneden og har nå blitt en konjunkturfaktor vi følger nøye.

Tema: Kortere og grunnere konjunkturelle bølger

Økonomien er i endring. Da er det farlig å tro at alt er som før.

Larry Summers, en kjent Harvard-professor som jobbet for president Bill Clinton, vekket mange i 2013. Da brukte han begrepet «langvarig stagnasjon» for å beskrive den moderne økonomien. Summers poeng er at veksten i nyere tid er lavere enn den var i de første tiårene etter Den andre verdenskrig. Faktum er at trendveksten i USA og andre utviklede land har blitt stadig lavere helt siden 1970-tallet. Summers var derfor ikke tidlig ute eller den første til å påpeke det som er så åpenbart hvis man åpner øynene; at moderne økonomier fremstår som blodfattige i forhold til etterkrigserfaringen.

Nye innfallsvinkler på gamle tall kaster nytt lys over anatomien i moderne økonomier. Disse innfallsvinklene er egnet for å forstå enda bedre hva som ligger i diagnosen «langvarig stagnasjon».

Veksten i økonomien kjennetegnes av alternerende perioder med tiltakende og avtakende vekst. Når vi ser bakover i tid, kan vi identifisere topper og bunner i veksttakten i økonomisk aktivitet. Vi bruker konjunkturkronologier fra Economic Cycle Research Institute (ECRI) i analysen.

Fra 1960-tallet til årtusenskiftet varte perioder med tiltakende vekst rundt 18 måneder i USA, mens perioder med avtakende vekst varte i 23 måneder (de nevnte varighetene er det som kalles medianobservasjonen som er det midterste tallet i en rangert tallrekke). Etter årtusenskiftet har periodene med avtakende og tiltakende vekst blitt kortere; oppturene i veksten har vart rundt ni måneder, mens nedturene har vart 17 måneder. De sykliske skiftene i økonomisk vekst har med andre ord blitt kortere og dermed hyppigere. Samtidig virker det som om tiden vi tilbringer med tiltakende vekst har blitt kortere enn før årtusenskiftet. I tillegg kommer det faktum at oppturene har blitt mindre kraftige i større grad enn nedturene har blitt mer avdempet.

Oppsummert kan vi fastslå at den nye økonomien kjennetegnes av kortere perioder med avtakende og tiltakende vekst. Vi tilbringer imidlertid en større andel av tiden med avtakende vekst enn før. Utslagene i veksten har også blitt mindre, men det er spesielt oppturene som har blitt mer avdempet de siste to tiårene. I sum tegner dette et mer detaljert bilde av en mer anemisk økonomi med lavere trendvekst enn før. Selv om vi hittil bare har omtalt amerikanske data, viser en gjennomgang av globale data samme bilde, jf. figuren. Bildet av kortere og grunnere konjunkturelle bølger observeres i 16-17 av de landene vi har konjunkturdata for. Mønstrer observeres i både

modne og fremvoksende økonomier. Fordi mønstret dukker opp i konjunkturdata på tvers av mange land og regioner, er vi sikrere på at det beskrevne fenomenet er reelt og ikke støy.

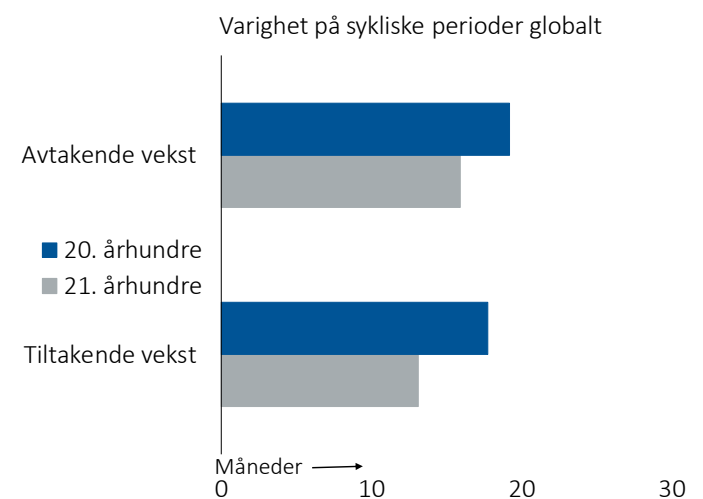
Gode beslutninger tas når man har erkjent fakta. Dessverre tror vi mange har vanskelig for å ta inn over seg Summers bemerkning fra 2013 om «langvarig stagnasjon». Både politikere og pensjonskasser later som om alt var som før. Det gjør den budsjettpolitiske hverdagen lettere for politikerne, og investeringskomitéen i pensjonkassene dytter problemene foran seg når de opererer med urealistiske forventninger til langsiktig avkastning i den nye økonomien.

Innsikten om kortere perioder med tiltakende vekst er også interessant for å forstå oppgangen i aksjemarkedet det siste året og risikoen fremover. Veksten i den amerikanske økonomien bunnet ut i mai i fjor. Siden den gang begynte veksten å tilta forsiktig og aksjemarkedet har oppført seg i henhold til normalen med tosifret børsoppgang; for øvrig i tråd med våre kommentarer og oppvekting av aksjer i juli og desember i fjor.

Det er imidlertid allerede over 12 måneder siden perioden med tiltakende vekst begynte, og i den nye normalen kan man ikke forvente så mye mer enn bare ni måneder med tiltakende vekst av gangen. Derfor brenner lyset for de mest positive vekstnyhetene på overtid. Vi ser nå etter de første tegnene til at veksten vil toppe ut og snu ned, men vi er ikke helt der ennå.

Innsikten om kortere perioder med positive vekstnyheter i den generelle økonomien gjør at konjunktur har blitt en større risikofaktor enn tidligere i år.

Figur 3: Kortere perioder med tiltakende og avtakende økonomisk vekst

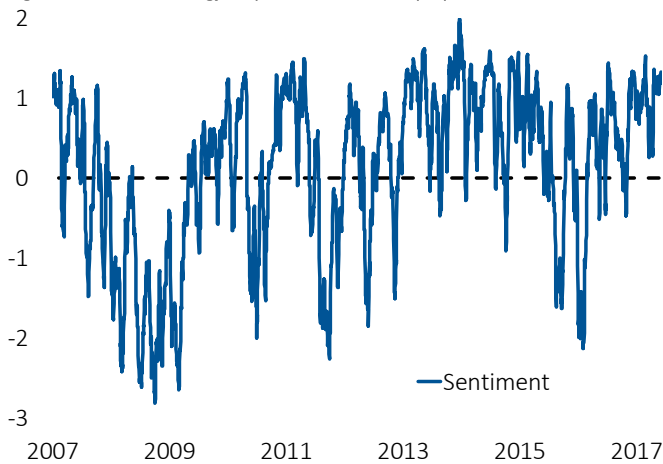


Markedsdriverne på 1-2-3

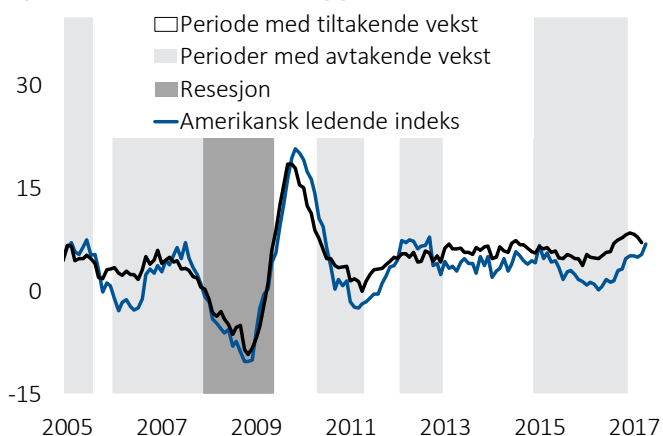
I figur 4, 5, 6 og 7 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 4) er høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver på kort sikt.
- Konjunktur (figur 5) er ennå en positiv markedsdriver, men vi setter konjunktur til observasjon i påvente av et negativt signal, jf. temaartikkelen på side 2.
- Momentum (figur 6) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 7) er en langsiktig markedsdriver som betyr mindre på kalenderårsbasis enn som en rettesnor for å vurdere det langsiktige avkastningspotensialet. Det er mindre verdi i aksjer enn det historisk har vært.
- 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. Vi har blitt mer usikre på det finanspolitiske handlingsrommet i USA. Samtidig står vi sannsynligvis overfor rentehevinger fra den amerikanske sentralbanken. I sum mener vi at politikk ikke er en like sterk driver som før.

Figur 4: Sentimentet gjenspeiler fortsatt høy optimisme



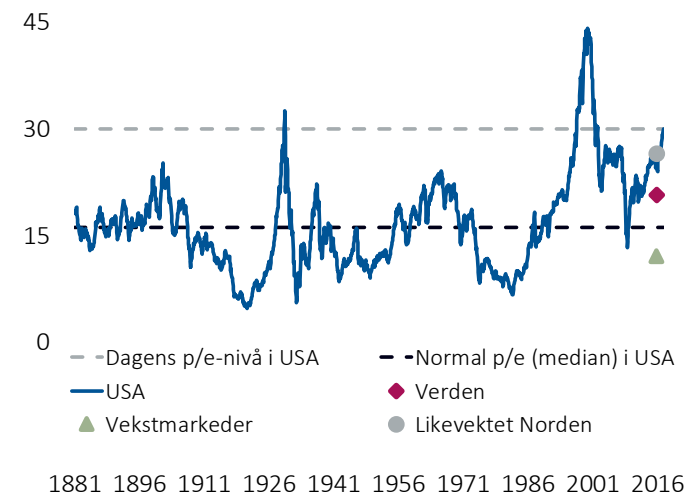
Figur 5: Ledende indekser i USA og globalt



Figur 6: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 7: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 8 og 9 oppsummerer vi markedsdrivere og anbefalinger. Tre markedsdrivere er positive og vi anbefaler derfor overvekt i aksjer.

Figur 8: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 9: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mer i aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent ¼ av den globale aksjeforføljen.	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 renteforføljen.	Undervekt
Kreditrisiko	Allokering på en tidel av renteforføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral