

Signal om kjøligere tider

Momentum er robust og er for tiden den sterkeste driveren i markedene for risikofylte investeringer.

Signaler om lavere temperatur i økonomien legger en demper på den momentumbaserte entusiasmen.

Prisen på industrielle råvarer og renten i obligasjoner med lang løpetid har toppet ut.

Null i avkastning

Verdens aksjemarkeder endte omtrent uendret i juni. Målt i dollar var det en svak oppgang, men i lokale valutaer var det nullavkastning og målt i kroner var det en svak nedgang. Hittil i år har globale aksjer dermed steget omtrent ti 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

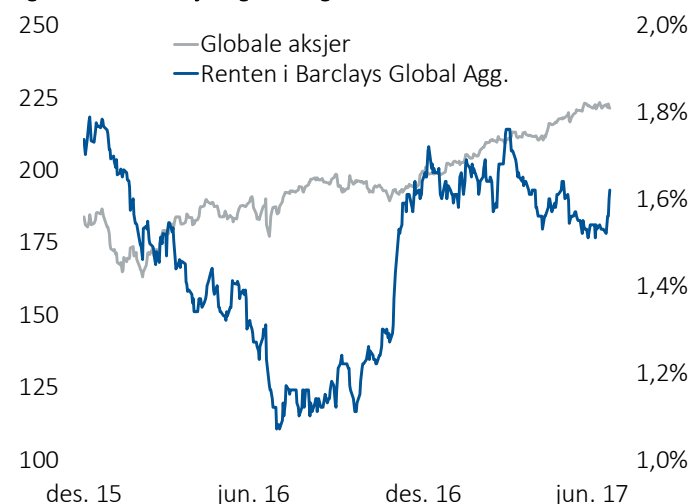


Det er for tidlig å si om nullavkastningen i aksjer i juni er et brudd med den positive trenden hittil fra 2016. Signalet fra rentemarkedet er sånn sett interessant.

I figur 2 viser vi utviklingen i globale aksjer og renten i en global obligasjonsportefølje. Både aksje- og rentemarkedet fungerer som ledende indikatorer på aktiviteten i økonomien. Vi ser at både aksje- og obligasjonsrentene bunnet ut i fjor, omtrent på samme tid som vekstbunnen i amerikansk økonomi inntraff (veksten i amerikansk økonomi bunnet ut i mai i fjor). Mens aksjemarkedet har fortsatt å stige uavbrutt i 2017, har obligasjonsrentene toppet ut. Rente i den globale porteføljen av obligasjoner en gang mellom desember 2016 og mars i år. En kraftig renteoppgang de siste dagene i juni endrer ikke på bildet av en rentetopp som inntraff en

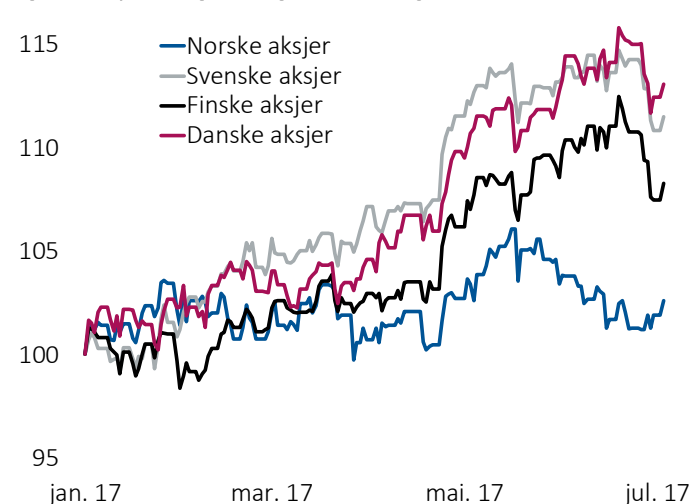
gang i løpet av første halvår i 2017.

Figur 2: Globale aksjer og renter går i utakt



Siden 2014 har vi anbefalt å bruke Norden som hjemmemarked for aksjer i stedet for Oslo Børs fordi nordiske aksjer gir bedre risikospredning. Likevel tror vi mange holder et godt øye med norske aksjer spesielt. Og i 2017 har Oslo Børs utmerket seg gjennom lav avkastning, jf. figur 3. Internasjonale investorer behandler ofte Norge som et marked med råvareeksponering. Fraværet av avkastning i norske aksjer i år kan dermed ses i sammenheng med toppen i råvarepriser for øvrig og de ferske signalene om kjøligere konjunkturer. Konjunktur er denne månedens tema på neste side.

Figur 3: Aksjer i Norge, Sverige, Danmark og Finland i 2017



Tema: Signaler om kjølig vind fra konjunktorene

Mye kan sies om den kjente økonomen John Maynard Keynes (1883-1946). Likevel tror vi de fleste finner mening i følgende Keynes-sitat:

«When the facts change, I change my mind. What do you do, Sir?».

Sitatet er en oppfordring om å holde seg til fakta og handle ut fra dem i stedet for innfallsmetoden. Denne metoden har vært til stor hjelp for oss det siste året:

- I juli 2016 anbefalte vi å øke risikoen i porteføljen som følge av at aksjemomentum skiftet fra å være negativt til å bli positivt.
- I desember 2016 anbefalte vi å øke risikoen i porteføljen ytterligere som følge av at konjunktur skiftet fra å være en negativ til å bli en positiv markedsdriver

Begge skiftene i markedsdriverne momentum og konjunktur ble senere ledsaget av en høy avkastning i risikofylte investeringer; fra juli 2016 til og med juni 2017 har globale aksjer steget jevnt og med omtrent 20 prosent til sammen.

Nå tilsier samme metodiske tilnærming at det er fornuftig å redusere risikoen igjen. Reduksjonen av risiko kommer neppe som en overraskelse på lesere av dette markedsbrevet. La oss minne om hva vi skrev i mai:

«Den relativt svake utviklingen på Oslo Børs og i norske kroner i år kan ses i sammenheng med utviklingen i råvaremarkedet generelt og oljeprisen spesielt. Råvareprisene toppet ut i februar og hittil i år har oljeprisen falt nesten ti prosent. De lavere oljeprisene kan ses i sammenheng med svakere signaler fra global industri. Fordi industrien utgjør en relativt liten del av vestlige økonomier – men er viktig for en del norske selskaper – tar vi disse signalene med ro inntil videre».

I markedsbrevet for juni fulgte vi opp med følgende utdyping:

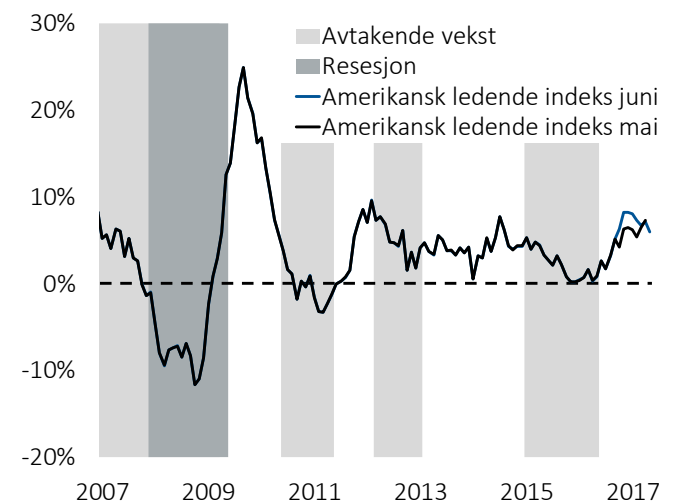
«Innsikten om kortere perioder med tiltakende vekst er også interessant for å forstå oppgangen i aksjemarkedet det siste året og risikoen fremover. Veksten i den amerikanske økonomien bunnet ut i mai i fjor. Siden den gang begynte veksten å tilta forsiktig og aksjemarkedet har oppført seg i henhold til 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».

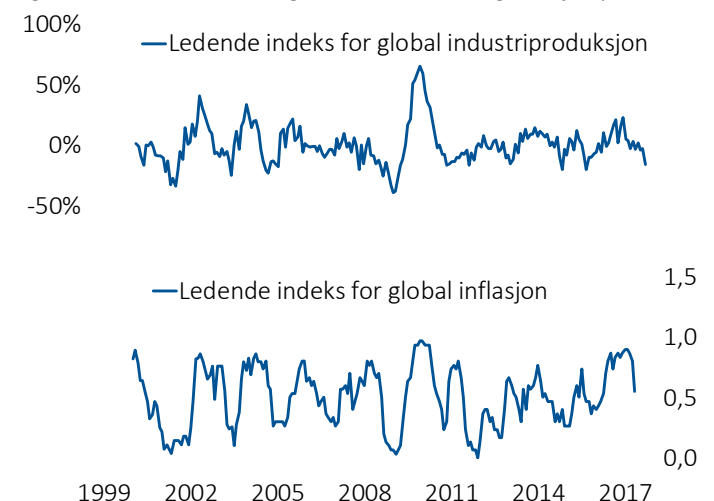
I juni kom det ny og viktig informasjon. Amerikanske myndigheter har revidert makrotall tilbake i tid. Mot normalt førte makrorevisjonene denne gang til at de ledende indeksene for økonomisk aktivitet i USA toppet ut i desember 2016, jf. figur 4. Disse ferske signalene om kjøligere vind fra USA kommer i tillegg til indikasjoner om avtakende vekst i global industriproduksjon og inflasjon, jf. figur 5.

Investeringskomiteén i Formuesforvaltning vurderer nå konjunktur som en risiko og negativ markedsdriver. På neste side oppsummerer vi markedsdriverne og oppdaterer markedssynet vårt.

Figur 4: Ledende indeks peker ned etter makrorevisjoner i USA



Figur 5: Ledende indeks for global industrivekst og inflasjon peker ned

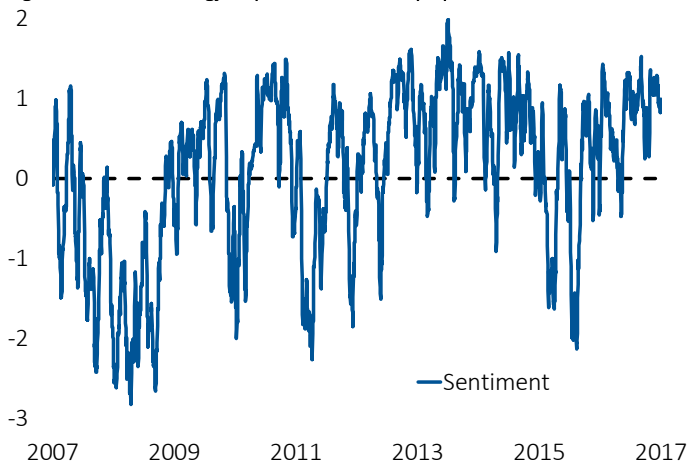


Markedsdriverne på 1-2-3

I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 6) er høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver på kort sikt.
- Konjunktur (figur 7) er nå en negativ markedsdriver, jf. temaartikkelen på side 2.
- Momentum (figur 8) er fremdeles klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 9) forteller oss at markedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.
- I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdriverer som faller utenfor den kvantitative boksen, men som vi likevel vurderer som viktige i markedsanalysen. Vi vurderer fortsatt pengepolitikken og sentralbankene som en støtte for risikotaking.

Figur 6: Sentimentet gjenspeiler fortsatt høy optimisme



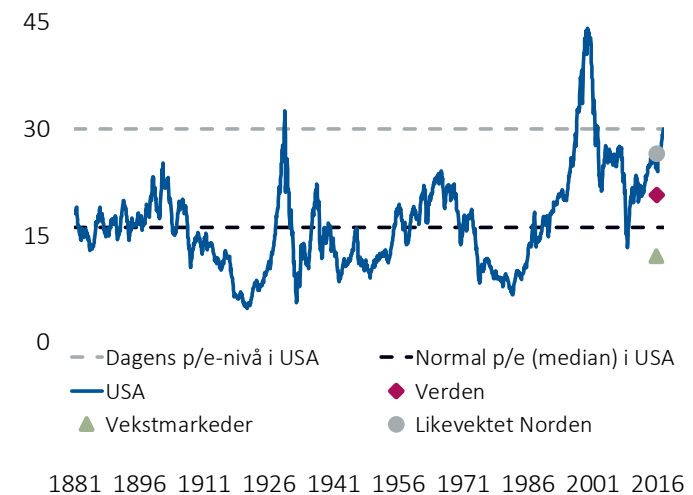
Figur 7: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdriverer og anbefalinger. Konjunktur har skiftet side, fra å være en positiv til å bli en negativ markedsdriver. To markedsdriverer er fortsatt positive. Vi anbefaler derfor nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 11: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/4 av den globale aksjeforføljen.	Nøytral
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en normal eksponering i nordiske aksjer.	Nøytral
Renteplasseringer	Vi anbefaler en normal eksponering i renteplasseringer.	Nøytral
Rentefølsomhet	Opprettholder lav durasjon i renteporteføljen.	Undervekt
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral