

## Svak krone, sterkt aksjemarked

En betydelig svekkelse av den norske kronen siden august har bidratt til den særskilt sterke verdistigningen i globale aksjer.

I november steg globale aksjer tre-fire prosent, etter en oppgang på ni prosent i september og oktober.

Mens momentum i aksjemarkedet er sterkt, holder vi et øye med utviklingen i industrielle råvarer og høyrenteobligasjoner.

### Et år for rekorder

Momentum i aksjemarkedet er sjeldent sterkt. Amerikanske aksjer har steget i 12 måneder på rad. Det har skjedd bare seks ganger tidligere siden 1871. Globale aksjer er nå opp nesten 18 prosent hittil i år målt i norske kroner, jf. figur 1.

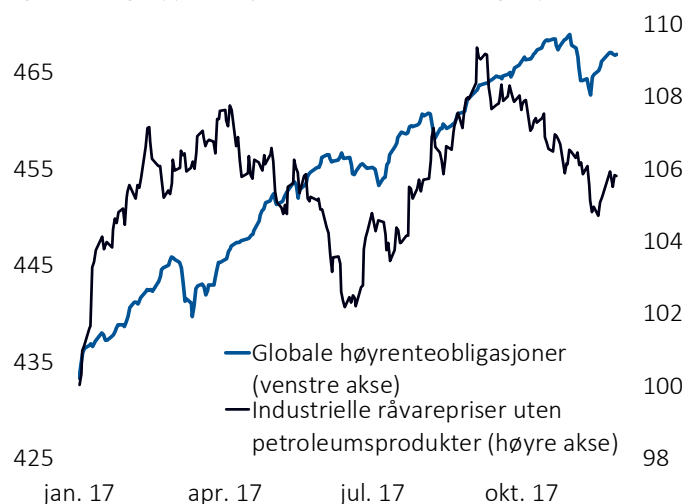
Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner hittil i år



Vi holdet et våkent øye med utviklingen i obligasjoner og spesielt i den mest risikofylte delen av rentemarkedet. Mens ingenting ser ut til å stoppe aksjemarkedet, har ikke høyrentemarkedet gitt avkastning siden inngangen til november. Det er for tidlig å si om dette bare er en dump i veien eller om det er starten på en svakere trend i høyrenteobligasjoner. Det er imidlertid verdt å merke seg at høyrentemarkedet allerede har lagt bak seg et par trendskifter de siste to årene. Fra sommeren 2015 til november 2016 ga globale høyrenteobligasjoner en bedre avkastning enn globale aksjer. Men etter det amerikanske presidentvalget i november 2016 har aksjer brutt denne trenden og lagt høyrentemarkedet bak seg. Trendbruddet kom imidlertid i kjølvannet av en fortsatt sterk oppgang i høyrenteobligasjoner, men en enda sterkere oppgang i aksjer. Sånn sett blir det spennende å se om et kommende

trendbrudd i styrkeforholdet mellom aksjer og høyrente vil komme fra fortsatt styrke eller svekkelse i ett eller begge av de to markedene.

Figur 2: Mulig toppformasjon i industrielle råvarer og høyrente



Hvis den siste tidens høyrenteutvikling er et brudd med trenden, kommer trendbruddet i tillegg til det tidligere trendbruddet i industrielle råvarer, jf. figur 2. Merk at råvarene vi ser på i figur 2 ekskluderer petroleumprodukter fordi det har vært et forstyrrende tilbudsskift i oljemarkedet i år.

Figur 3: Kronens krummspring i 2017



Den norske kronen svekket seg igjen i november, jf. figur 3. Kronesvekkelsen har bidratt betydelig til avkastningen i globale aksjer de siste månedene. Merk at Formuesforvaltning anbefaler å ikke valutasikre aksjer.

## Tema: Vekst, myter og overtro

Forholdet mellom økonomisk vekst og aksjer er befengt med myter og overtro. Verken god eller dårlig vekst forklarer aksjeavkastningen.

Siden 2001 har amerikanske økonomer som deltar i Survey of Professional Forecasters spådd for høy vekst i 85 prosent av tiden; bare en veldig skjev mynt forklarer et slikt utfall. Siden 1972, da datainnsamlingen begynte, har de ikke spådd en eneste av de sju resesjonene underveis. Det er utvilsomt problematisk å bruke profesjonelle økonomers vekstprognoser for å si noe om utsiktene i aksjemarkedet.

Selv om man er dårligere enn et kron-og-mynt-kast til å spå om fremtiden, kan man likevel være god til å si noe om tilstanden akkurat nå; det krever bare klarsyn og ikke framsyn. La oss derfor undersøke verdien av klarsyn. Vi holder løpende aksjeavkastning opp mot den samtidige veksten i økonomien. Vi ser på vekst i både den generelle økonomien og i foretaksøkonomien. Veksten deles inn i fem tilstander. Tallene er arrangert slik at økonomien har befunnet seg i hver av de fem tilstandene i like store deler av tiden siden 1919. Det er brukt amerikanske data.

Figur 4 viser at sammenhengen mellom nivået på veksten og avkastningen i aksjemarkedet er fraværende. Med andre ord: Om det er høy eller lav vekst i økonomien, har ikke betydning noe for aksjeavkastningen.

**Figur 4: Aksjeavkastning og nivå på den økonomiske veksten**

Tilstand	Andel av tiden	Avkastning gitt tilstand i årsveksten i økonomien	
		Den generelle økonomien	Foretaksøkonomien
Meget lav	20 %	11 %	7 %
Lav	20 %	1 %	7 %
Middels	20 %	8 %	8 %
Høy	20 %	8 %	7 %
Meget Høy	20 %	7 %	8 %

100 års statistikk med vekst og avkastning og 45 år med profesjonelle økonomers prognoser utgjør et omfattende empirisk beslutningsgrunnlag. Til tross for at fakta er klare, tilpasser svært få økonomer seg til realitetene; de fortsetter å lage prognoser som før og aksjeforvaltere bruker vekstprognosene i forsøk på å styre risikoen. Vi skal se at det å gjøre den samme gale tingen flere ganger og forvente et annet utfall enn før, sier mer om økonomene enn det reelle forholdet mellom økonomisk vekst og aksjeavkastning.

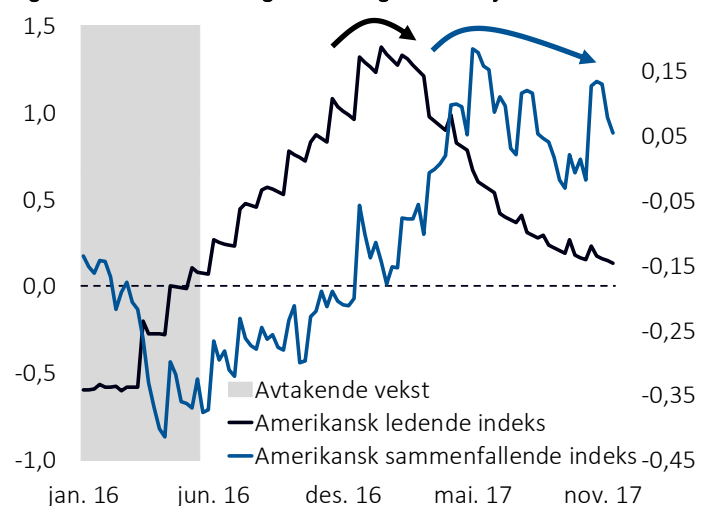
En systematisk tilnærming til et problem bør starte med at man tar kontroll over innhold og metode i analysen. I dette tilfellet er innholdet det samme, men vi endrer metoden. Mens økonomer flest er opptatt av nivået på veksten, deler vi heretter opp historikken i perioder med alternerende avtagende og tiltagende vekst; i stedet for nivå på veksten, ser vi på retning i veksten, det vil si om veksten er

avtakende eller tiltagende.

Når vi deler opp vekst- og aksjehistorikken i to, finner vi at all aksjeavkastning de siste 100 årene har kommet i perioder med tiltagende vekst. I perioder med avtagende vekst har realavkastningen vært positiv omtrent like ofte som den har vært negativ, med et gjennomsnitt litt under null. Eksemplet illustrerer hvor viktig metodevalget er for utfallet av analysen; ser du på nivå i veksten, forstår du ingenting, men ser du på retning i veksten forstår du mer. Hvorfor tviholder økonomer på metoder som ikke fungerer, mens de rynker på nesen av enkle og oppklarende sammenhenger? Det skyldes trolig et metodevalg for 70 år siden. Da erstattet toneangivende økonomer intuitiv innsikt i konjunkturer og aksjeavkastning med tilslørende statistikk og matematikk. Etter hvert ble det viktigere å bruke anerkjente metoder enn metoder som fungerer i praksis. Det hele har kulminert i relaterte og overgripende teorier om effisiente markeder og markedet som en informasjonsprosessor uten like; det vil si teorier som støtter et syn på markedene og verden som kaotiske og uforståelige for mennesker. Man har altså lagd en teori som forklarer både prognosebommer og økonomers manglende evne til å etablere en sammenheng mellom vekst og avkastning.

Hva betyr dette i praksis? Vel, den økonomiske veksten er god, men den har vært avtakende siden mai, jf. figur 5 som illustrerer signalet om konjunkturskift fra ledende indekser og det faktiske vekstslaget i mai i den generelle økonomien. Likevel har det sjelden vært en bedre tid for spekulasjon enn akkurat nå. Prisingen av amerikanske aksjer generelt er rekordhøy og folk strømmer til nye spekulasjonsobjekter som bitcoin, som har mer enn tidoblet seg i verdi i år. Det gjenstår å se om utviklingen representerer fravær av risiko eller fravær av frykt for risiko.

**Figur 5: Ledende indekser ga korrekt signal om konjunkturskift i 2017**

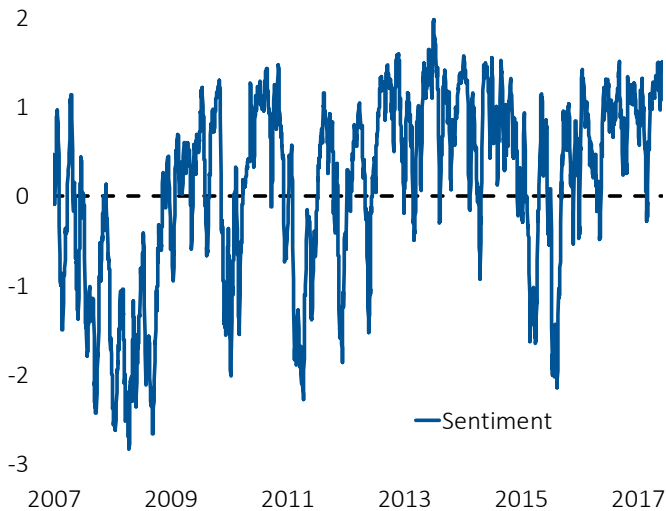


### Markedsdriverne på 1-2-3

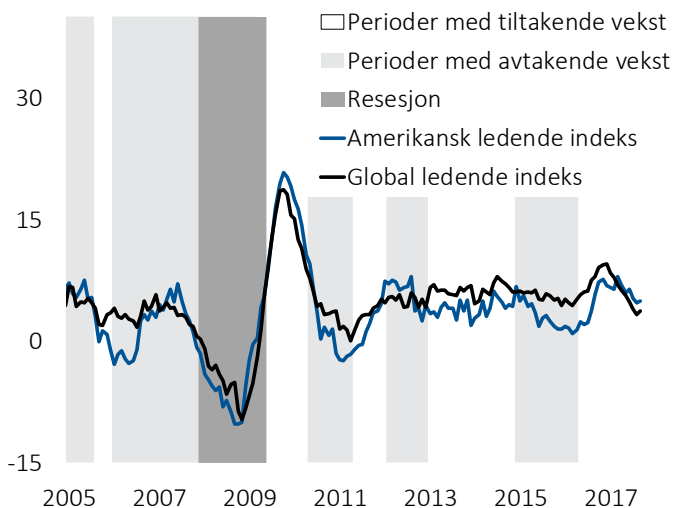
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 6) er ekstremt høyt og dermed en negativ driver.
- Konjunktur (figur 7) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 8) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 9) forteller oss at aksjemarkedene 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 er ekstremt høyt



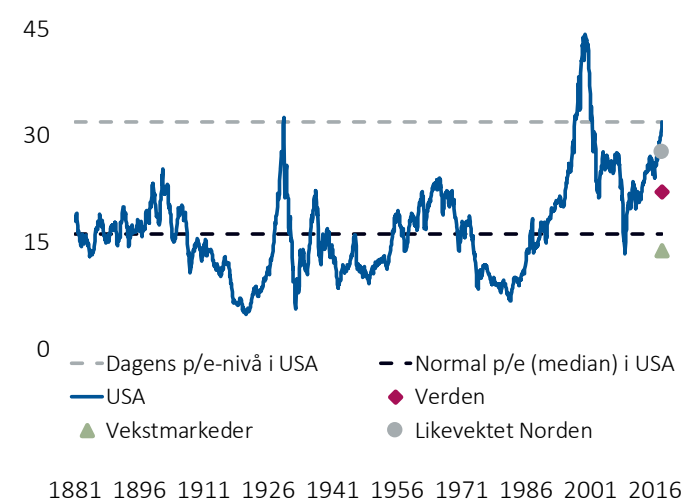
Figur 7: Ledende indeks ga signal om avtakende vekst i 2017



Figur 8: Aksjemomentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ TEMATIKK - Pengepolitikk</li> <li>✓ Momentum</li> </ul>	Nøytralvekt	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ KONJUNKTUR</li> <li>✓ SENTIMENT</li> <li>✓ VERDI</li> </ul>

Figur 11: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 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	Vi anbefaler en normal durasjon i renteporteføljen.	Nøytral
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral