

## Økt usikkerhet

Verdens aksjemarkeder falt i mars som følge av økt usikkerhet.

De aller sikreste obligasjonene økte noe i verdi, mens høyrenteobligasjoner ga negativ avkastning i forrige måned.

Både aksjer og renter har nå lagt bak seg en periode på omtrent ett år uten nevneverdig avkastning.

### Svekkede markeder

Anbefalingen vår fra februar om å redusere risikoen noe i porteføljen kom omtrent på samme tid som markedet gikk inn i en ny fase. Mens 2017 var et uvanlig rolig børsår, har 2018 begynt med større svingninger enn på lenge.

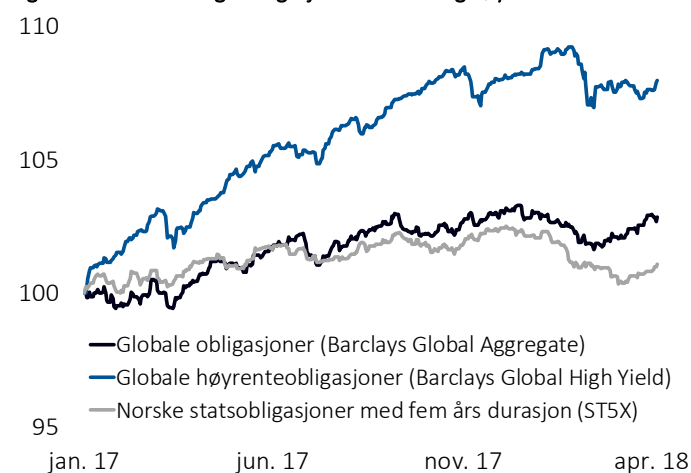
Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner siden 2017



Figur 1 ovenfor viser utviklingen i aksjeavkastningen i 2017. I norske kroner har det vært liten eller ingen avkastning siden mai i fjor. Fra et dollarperspektiv ser det annerledes ut fordi den amerikanske valutaen har svekket seg omtrent ti prosent mot andre valutaer det siste året.

Som følge av økt usikkerhet i aksjemarkedet søker en del investorer tilflukt i de sikreste rentepapirene, jf. figur 2. Barclays' globale obligasjonsindeks Global Aggregate steg 0,7 prosent i mars, og det var spesielt statsobligasjoner med lang løpetid som forklarer den positive avkastningen. Til sammenlikning falt globale høyrenteobligasjoner 0,7 prosent i verdi. Sann sett så vi et skille i forrige måned mellom såkalt kredittrisiko og løpetidsrisiko – hvor investorene foretrakk løpetidsrisiko, mens de ble mer skeptiske til papirer med svakere kredittkvalitet.

Figur 2: Nullavkastning i obligasjoner med lav og høy risiko siden 2017



I det så smått tiltakende mønstret av investorer som søker mot sikkerhet og ut av risiko finner vi et interessant avvik. Norske høyrenteobligasjoner har over lang tid vist seg å svinge mye mindre i verdi enn for eksempel amerikanske høyrenteobligasjoner. Det gir et inntrykk av at norske obligasjoner av lav kvalitet er sikrere enn amerikanske høyrenteobligasjoner. Vi tror det primært er den lavere likviditeten, omsetteligheten, i norske høyrenteobligasjoner som forklarer de lavere svingningene i norsk høyrente. I figur 3 vises nordiske (dvs. mest norske) høyrenteobligasjoner mot tilsvarende obligasjonssegment i USA. Over tid har de to linjene krysset hverandre; det er som ventet. Helt i det siste har det imidlertid bygd seg opp et gap mellom nordiske og amerikanske høyrenteobligasjoner. Det kan bety at risikoen i nordiske obligasjoner av lav kvalitet er høyere enn normalt. Vi vil følge denne utviklingen nøye.

Figur 3: Nordiske (norske) høyrenteobligasjoner er fortsatt sterke



### Tema: Krever mer i kompensasjon for å ta risiko

2017 var et uvanlig år. Fjoråret bød på svært små svingninger i de finansielle markedene. I markedsbrevet for februar skrev vi at «det aldri har vært en lengre periode i den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen uten kursfall på tre eller fem prosent; den 31. januar hadde det gått 313 dager siden en korreksjon på tre prosent og 403 dager siden en korreksjon på fem prosent. [Det] er en påminner om hvor stabilt og trygt dagens aksjemarked føles. Det har likevel aldri skjedd at en periode med lave svingninger varslet en ny æra; risikoen har alltid sneket seg tilbake i markedet».

Vi visste naturligvis ikke med sikkerhet at markedene ville begynne å svinge igjen omtrent rett etter at vi skrev avsnittet ovenfor. Likevel er de lave svingningene fra 2017 og den øke usikkerheten hittil i 2018 som en film vi har sett mange ganger før. Følelsen av déjà vu kan forklares med at investorer tidvis krever økt kompensasjon for å ta risiko. Og det er nettopp det vi har sett de to siste månedene; etter en periode med høy optimisme og vilje til å ta stadig høyere risiko, har det sneket seg inn momenter som får folk til å kreve mer betalt for å ta risiko i de finansielle markedene.

I første kvartal i 2018 ble det blåst liv i et par temaer. Temaene har vært med oss en stund allerede, men det var først i februar og mars at folk i markedet satte dem øverst på dagorden.

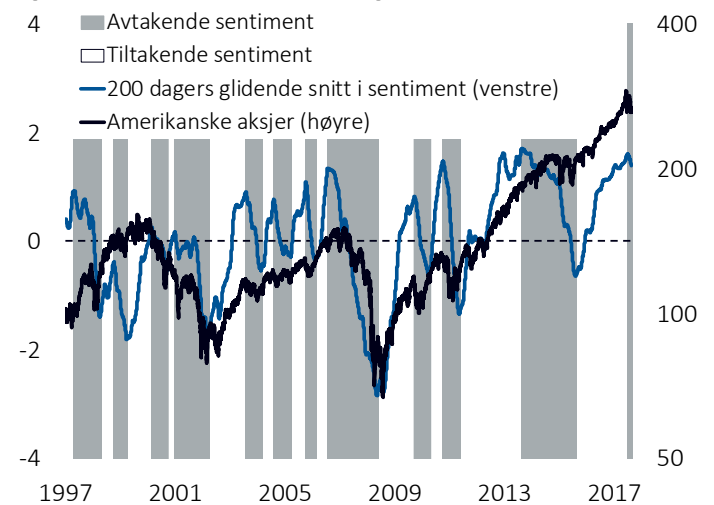
Det første temaet er endringen i pengepolitikken. I omtrent ti år har sentralbankene brukt ekstraordinære, kortsiktige tiltak for å bygge opp tilliten til det finansielle systemet. Støttekjøp av finansielle verdipapirer i kombinasjon med stadig lavere renter ble brukt som verktøy for å løfte økonomien og markedet ut av Den store finanskrisen i 2008 og 2009. I mange år fortsatte den ene sentralbanken etter den andre med kvantitative lettelsener, selv lenge etter at krisen var over. Men ingenting varer evig, og i 2018 har folk begynt å diskutere hva som skjer når vi går fra kvantitative lettelsener til kvantitativ innstramning.

Det andre temaet som endelig har kommet øverst på dagsorden, er handelspolitikk. President Donald Trump lovet velgerne å sette USAs interesser først gjennom blant annet en ny handelspolitikk. Nå begynner Trump å levere det han lovet under valgkampen. Erkjennelsen av at USA utløser handelspolitiske endringer, skaper uro blant en del markedsaktører.

Begge disse temaene – endringer i gjeldende penge- og handelspolitikk – har ført til at flere krever økt kompensasjon for å ta risiko. Dette har skjedd mange ganger før selv om temaene og overskriftene i avisene skifter fra gang til gang. Når aksjeinvestorer en dag krever mer betalt for å ta risiko enn i går, må prisene falle; lavere

børskurser bidrar til økt direkteavkastning gjennom utbytte og resultater pr. aksje. Denne omstillingen er like smertefull som den er uunngåelig.

Figur 4: Historiske trendskift i stemningen blant folk i markedet



I figur 4 har vi forsøkt å illustrere skift i investorers villighet til å ta risiko. Den svarte linjen i figuren er en glattet versjon – 200 dagers glidende gjennomsnitt – av den vanlige sentimentfiguren vår på side 3, jf. figur 5.

Siden 1997 har det vært 11 klare skift i trenden i sentimentet. Nå kan det se ut som om vi står overfor det 12. negative skiftet i stemningstrenden på 20 år. Perioder med avtakende trend i sentimentet eller stemningen er markert med grått i figuren, mens perioder med tiltakende trend i sentimentet eller stemningen er markert med hvitt. Når trenden i sentimentet var tiltakende – jf. hvite perioder – har den gjennomsnittlige annualiserte realavkastningen vært 16 prosent. I perioder med avtakende trend i sentimentet – jf. grå perioder – har den annualiserte snittavkastningen vært minus sju prosent. Sentimenttrenden har vært tiltakende i 53 prosent av tiden siden 1997, mens den har vært avtakende i 47 prosent av tiden.

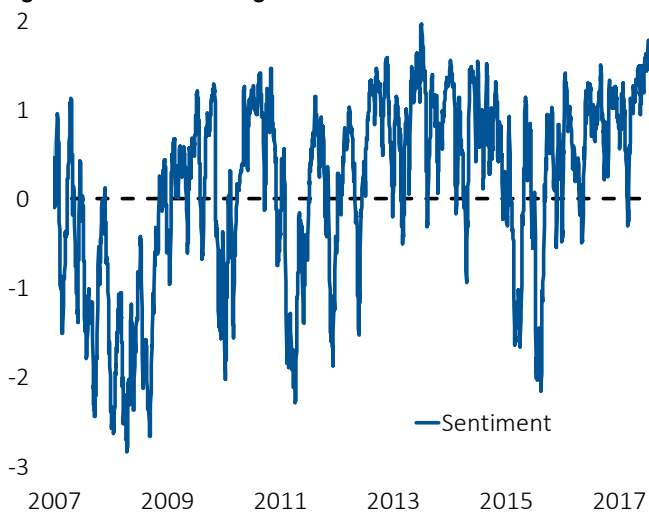
En annen interessant observasjon er at det som regel har vært overlapp mellom trenden i sentimentet og konjunkturdriveren vår; i sum har det vært tiltakende sentimenttrend og tiltakende økonomisk vekst eller avtakende sentimenttrend og avtakende økonomisk vekst i omtrent 2/3 av tiden. Sånn sett er det gryende beviset på avtakende trend i sentimentet en indikasjon på at også veksttaket i økonomien er avtakende; dvs. at det mulige skiftet i sentimenttrenden er en støtte for vårt negative syn på konjunktur. Imidlertid har trenden i sentimentet vært en enda kraftigere markedsfaktor enn konjunktur (ikke vist her, se markedspresentasjon). Dette er en indikasjon på at det er høyst interessant å ha et syn på de store skiftene i sentimentet, dvs. når markedsaktørene endrer holdningen til risikotaking. Akkurat nå virker det som om vi er i en periode hvor risiko må reprises gjennom noe lavere priser på finansielle aktiva.

### Markedsdriverne på 1-2-3

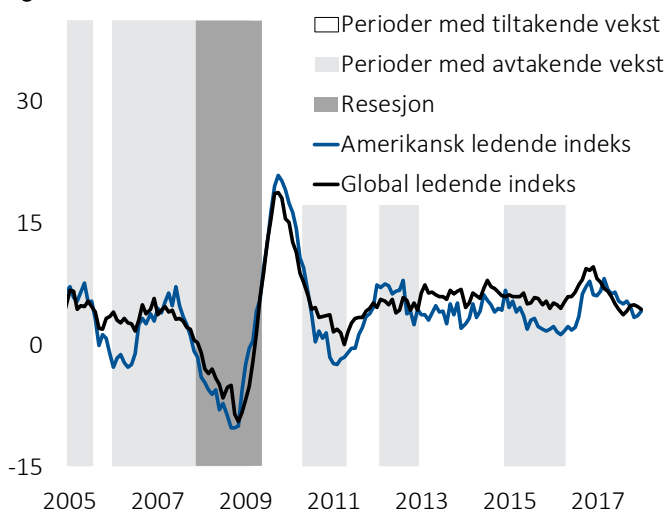
I figur 5, 6, 7 og 8 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 5) gjenspeiler noe pessimisme og er dermed en positiv markedsdriver på helt kort sikt.
- Konjunktur (figur 6) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 7) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 8) forteller oss at markedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.

Figur 5: Sentimentet er negativt



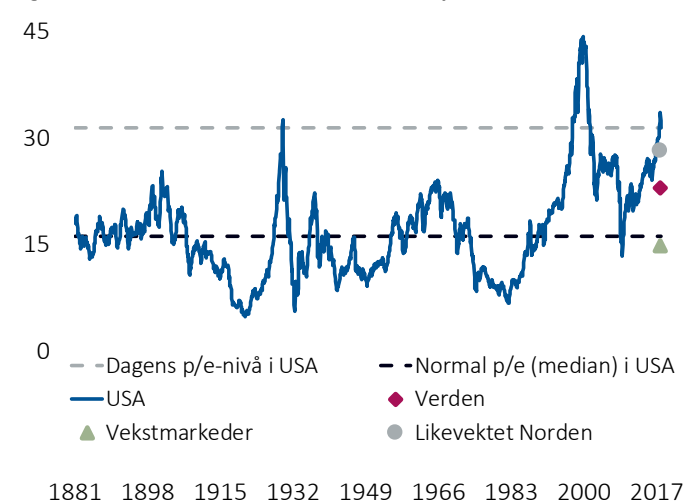
Figur 6: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 7: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 8: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 9 og 10 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler undervekt i aksjer og å ta mindre risiko enn normalt.

Figur 9: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 10: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 av den globale aksjeforføljen.	Undervekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt i nordiske aksjer.	Undervekt
Renteplasseringer	Undervekten i aksjer reallokteres inn i renter.	Overvekt
Rentefølsomhet	Vi anbefaler en normal durasjon i renteporteføljen.	Nøytral
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral