

Rolig sommer

Både aksjer og obligasjoner steg i verdi i juli.

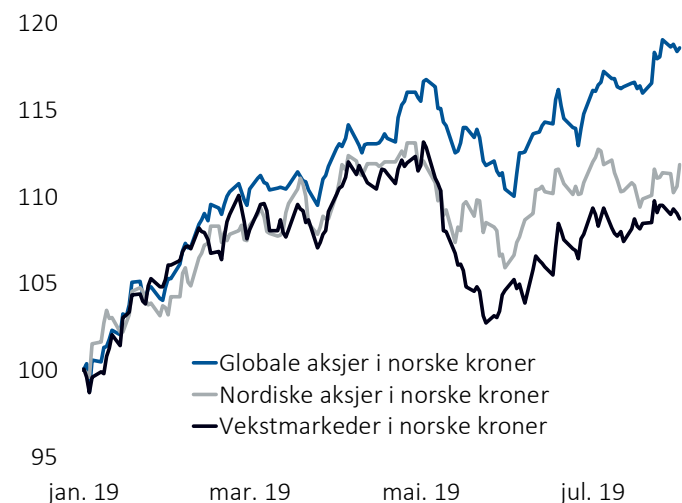
Den norske kronen har svekket seg i sommer, noe som øker verdien av utenlandske aksjeinvesteringer.

Mens Norges Bank hevet renten i juni, stimulerer nå flertallet av verdens sentralbanker økonomien gjennom rentekutt.

USA i føringen

Det er fortsatt amerikanske aksjer som stjeler rampelyset. I juli steg den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen over fire prosent fra et norsk kroneperspektiv; halvannen prosent kom fra indeksavkastningen og resten fra kronesvekkelsen. Til sammenlikning endte nordiske aksjer juli omtrent uendret, mens aksjer i vekstmarkeder falt noe i verdi; i norske kroner ble det likevel en positiv avkastning i disse aksjemarkedene pga. den svakere norske kronen, jf. figur 1.

Figur 1: Aksjer globalt og regionalt i 2019

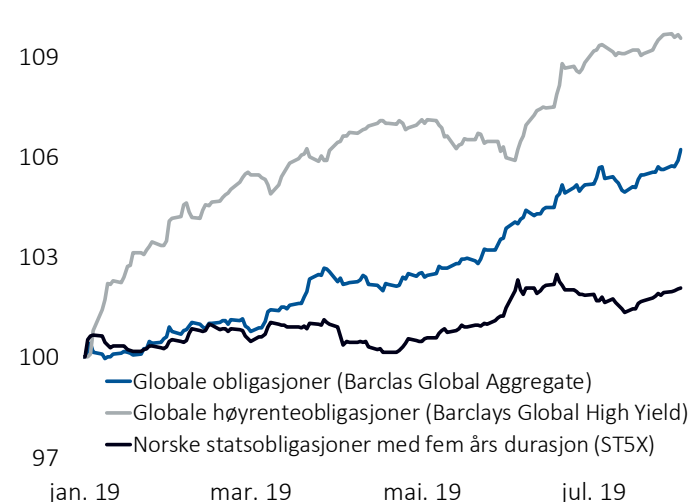


Renten på tyske statsobligasjoner med ti års løpetid falt for første gang under nullstreken tidligere i år. Gjennom sommeren har det negative rentenivået bitt seg fast og ved utgangen av juli lå tiårsrenten på nær minus 0,5 prosent. Kombinasjonen av stadig lavere renter på sikre obligasjoner med lang løpetid og få konkurser har bidratt til at også obligasjonsinvesteringer generelt har hatt et usedvanlig godt år i 2019, jf. figur 2.

Kombinasjonen av meget høy aksje- og obligasjonsavkastning på samme tid er sjelden. Siden andre verdenskrig har det vært bare ni tidligere tilfeller hvor aksjer og obligasjoner har lagt en seks månedersperiode med tosifret avkastning bak seg (vi

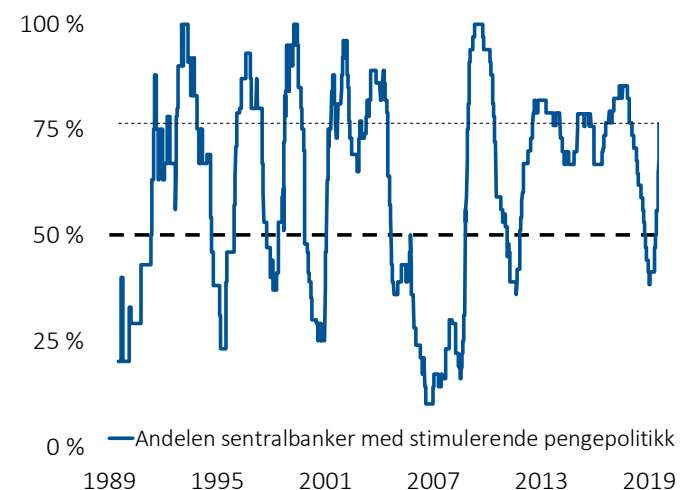
ser på amerikanske aksjer og obligasjoner i dette tilfellet). I disse ni tilfellene fortsatte aksjemarkedet å stige det neste året i ni av ni tilfeller, mens bildet var mer blandet for obligasjoners del. I mer enn halvparten av de ni tilfellene steg aksjer minst 25 prosent mer i verdi enn statsobligasjoner, og obligasjoner gjorde det ikke bedre enn aksjer i et eneste tilfelle.

Figur 2: Obligasjoner av ulike kvaliteter i 2019



I 2019 har et klassisk mønster i pengepolitikken begynt å utfolde seg, jf. figur 3. I februar i år var det bare 38 prosent av verdens 34 sentralbanker som stimulerte økonomien gjennom pengepolitikken. Nå har denne andelen stimulerende sentralbanker steget til 76 prosent. All global aksjeavkastning siden 1989 har kommet når denne andelen var høyere enn 75 prosent.

Figur 3: Verdens sentralbanker har endret pengepolitikken i år



Tema: Når momentum snur til det positive

Det begynner å bli en stund siden vi varslet et omslag i momentum i aksjemarkedet. I markedsbrevet for mai 2019 skriv vi: «Etter fire måneder med sterk kursoppgang på verdens børser er momentum i ferd med å snu i det globale aksjemarkedet». Mot slutten av juli kom det endelige vendepunktet i momentum. Hva betyr det?

Figur 4: Negativt momentum og global aksjeavkastning, 1973-2019

Perioder med avtakende momentum i globale aksjer				
Fra dato	Til dato	Kalenderdager	Avkastning i perioden	Annualisert avkastning
12.09.1973	30.04.1975	595	-28 %	-18 %
17.11.1976	19.08.1977	275	-2 %	-2 %
04.08.1981	16.11.1982	469	-10 %	-8 %
16.07.1984	18.02.1985	217	13 %	24 %
25.12.1987	04.08.1988	223	7 %	12 %
26.04.1990	31.05.1991	400	3 %	3 %
30.07.1992	01.04.1993	245	8 %	12 %
06.10.2000	18.06.2003	985	-33 %	-14 %
06.02.2008	30.07.2009	540	-28 %	-20 %
25.08.2011	06.07.2012	316	4 %	4 %
08.09.2015	20.09.2016	378	4 %	4 %
26.10.2018	23.07.2019	270	9 %	12 %
Gjennomsnitt		422		-6 %
Median		378		3 %

Figur 5: Positivt momentum og global aksjeavkastning, 1975-2018

Perioder med tiltakende momentum i globale aksjer				
Fra dato	Til dato	Kalenderdager	Avkastning i perioden	Annualisert avkastning
30.04.1975	17.11.1976	567	-7 %	-5 %
19.08.1977	04.08.1981	1446	-6 %	-2 %
16.11.1982	16.07.1984	608	11 %	6 %
18.02.1985	25.12.1987	1040	93 %	26 %
04.08.1988	26.04.1990	630	-3 %	-2 %
31.05.1991	30.07.1992	426	-8 %	-7 %
01.04.1993	06.10.2000	2745	89 %	9 %
18.06.2003	06.02.2008	1694	44 %	8 %
30.07.2009	25.08.2011	756	6 %	3 %
06.07.2012	08.09.2015	1159	21 %	6 %
20.09.2016	26.10.2018	770	11 %	5 %
23.07.2019	31.07.2019	8	0 %	-16 %
Gjennomsnitt		1076		6 %
Median		763		4 %

Når vi ser på momentum isolert sett som en driver bak den globale aksjeavkastningen siden 1973, fremkommer et tydelig mønster. All aksjeavkastning siden 1970-tallet har kommet i perioder hvor momentum var tiltakende, jf. de to nederste linjene i figur 5. Figur 5 viser alle perioder med positivt momentum siden 1975 og gir et bilde av risikobildet når momentum var positivt (alle tabell tall er justert for inflasjon og utbytte er holdt utenfor. Nominelle tall med utbytte hadde vært over fem prosent høyere).

Merk ellers at aksjeavkastningen i snitt har vært negativ når momentum var negativt, jf. nest nederste linje i figur 4 som viser gjennomsnittsavkastningen når momentum var negativt. Figur 4 viser alle erfaringer med negativt momentum siden 1975.

Det er ikke uten grunn at vi har fått uttrykket «*don't fight the tape*». «The tape» viser til gamle dagers kursnoteringer som ble kommunisert gjennom en papirremse hvor kursene ble tikket inn i papirremsen, bokstavelig talt. Å

utfordre meldingen fra markedet – det vil si kurstrenden – har alltid vist seg å være en dristig strategi. Tabell 5 kaster et lys over historiske erfaringer med positivt momentum i globale aksjer. Vi ser at det har vært 11 slike perioder siden midten av 1970-tallet, og i snitt har disse periodene vart i omtrent tre år, jf. gjennomsnittlig antall kalenderdager i figur 5. Halvparten av periodene med positivt momentum har vart omtrent to år, jf. mediantallet i samme figur. For øvrig viser oversikten over de historiske erfaringene med positivt momentum at det ble negativ avkastning i fire av 11 tilfeller; men det er verdt å merke seg at de fire negative erfaringene ga små tap, mens de positive erfaringene bød på til dels store gevinster.

Tidligere i år pekte alle markedsdriverne våre ned. Erfaringsvis har perioder med negative signaler fra markedsdriverne vært forbundet med lav avkastning. I figur 6 viser vi hva gjennomsnittlig aksjeavkastning har vært gitt ulike signaler fra momentum, konjunktur og pengepolitikk.

Husk at vi tok inn pengepolitikk som en positiv markedsdriver i juli, noe som endret risikobildet. I forrige markedsbrev skriver vi: «I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdriverne som faller utenfor den kvantitative boksen, men som likevel vurderes av oss som viktige i markedsanalysen. Pengepolitikk er tatt inn igjen som positiv markedsdriver og gir støtte for økt risikotaking».

Figur 6 viser at den annualiserte avkastningen i gjennomsnitt har vært god (ni prosent i snitt) når momentum og pengepolitikk var positive markedsdriverne, mens konjunktur fortsatt var negativ. Når både momentum og konjunktur har vært negative drivere, har avkastningen erfaringsvis vært svært negativ uavhengig av de pengepolitiske signalene.

«*When the facts change, I change my mind*», sa den kjente økonomen John Maynard Keynes. Det er et fornuftig motto. I kjølvannet av positive pengepolitiske signaler verden over, i kombinasjon med det positive skiftet i momentum, anbefaler vi nå nøytral aksjeallokering.

Figur 6: Momentum i kombinasjon med pengepolitikk og konjunktur

Årlig gjennomsnittlig realavkastning i globale aksjer fra april 1990 til juni 2019				
Signal fra markedsdriver			Prosent av tiden	Annualisert avkastning
Pengepolitikk	Momentum	Konjunktur		
Positivt	Positivt	Positivt	32 %	9 %
Positivt	Positivt	Negativt	15 %	9 %
Positivt	Negativt	Positivt	9 %	20 %
Positivt	Negativt	Negativt	10 %	-16 %
Negativt	Positivt	Positivt	5 %	-3 %
Negativt	Positivt	Negativt	19 %	2 %
Negativt	Negativt	Positivt	1 %	-1 %
Negativt	Negativt	Negativt	9 %	-15 %
Hele perioden			100 %	3 %

* Inflasjonsjustert prisavkastning i MSCI ACWI-indeksen

Markedsdriverne på 1-2-3

Momentum (figur 8) snudde fra negativ til positiv markedsdriver 23. juli og taler for økt risikotaking. Sentimentet viser høy optimisme (figur 7).

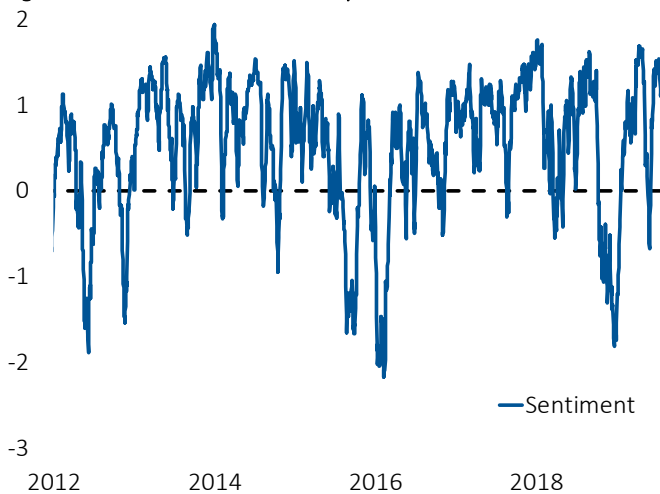
Verdi (figur 9) forteller oss at markedene, og spesielt det amerikanske, er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.

Konjunktur er fortsatt en negativ markedsdriver (figur 8) hvor klare og robuste signaler om et vendepunkt uteblir.

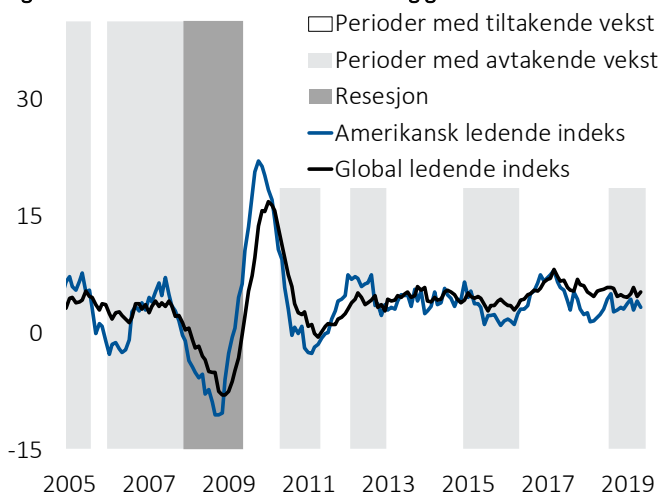
I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdriver som faller utenfor den kvantitative boksen, men som likevel vurderes av oss som viktige i markedsanalysen. Pengepolitikk er tatt inn igjen som positiv markedsdriver og gir støtte for økt risikotaking. Se markedspresentasjon for utførlig informasjon og bakgrunn.

I figur 11 og 12 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler en nøytralvekting, dvs. normal allokering, av aksjer i porteføljen.

Figur 7: Sentimentet er ekstremt høyt



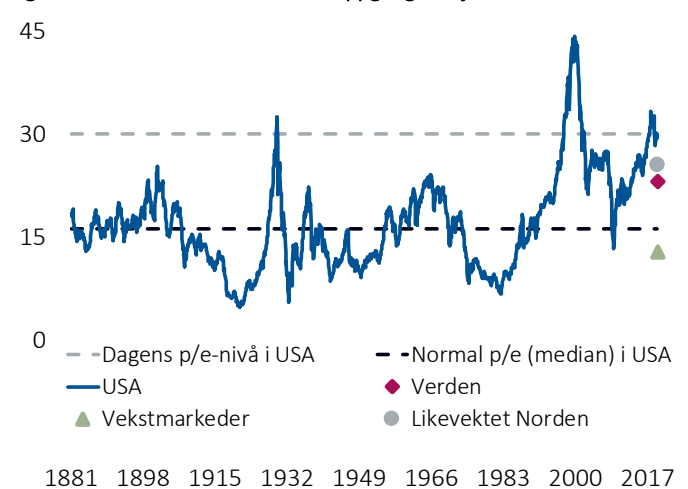
Figur 8: Veksten i ledende indekser i USA og globalt



Figur 9: Momentum snudde 23. juli og er nå en positiv markedsdriver



Figur 10: Lite verdi etter ti år med oppgang i aksjemarkedene



Figur 11: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 12: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en normal allokering i aksjer og at vekstmarkeder 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
Kredittisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral