

Markedet ser opp

Aksjemarkedets satte rekord etter rekord i februar.

Den norske kronen svekket seg en halv prosent mot en handelsvektet valutakurv, men hele to prosent mot dollar.

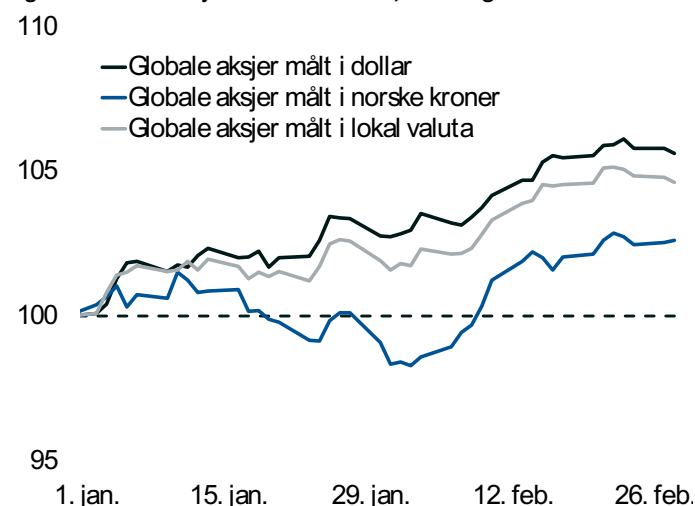
Stemningen i aksjemarkedet preges nå av utbredt optimisme.

Medvind ut fra hoppkanten

Verdens aksjemarkeder har fått en sterk start på 2017. I januar ble oppgangen i globale aksjer spist opp av en sterk krone, men i februar bidro både aksjekursoppgang og valuta til en meget sterk børs måned.

I figur 1 viser vi aksjemarkedsutviklingen hittil i år. Målt i dollar og lokale valuter ser oppgangen ut til å ha kommet jevnt gjennom de to første månedene. I norske kroner er bildet mer nyansert; først falt aksjeverdiene i januar målt i sterkere norske kroner, men fra begynnelsen av februar av har aksjekursene og kronesvekkelsen bidratt til en verdistigning på seks prosent i globale aksjer.

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

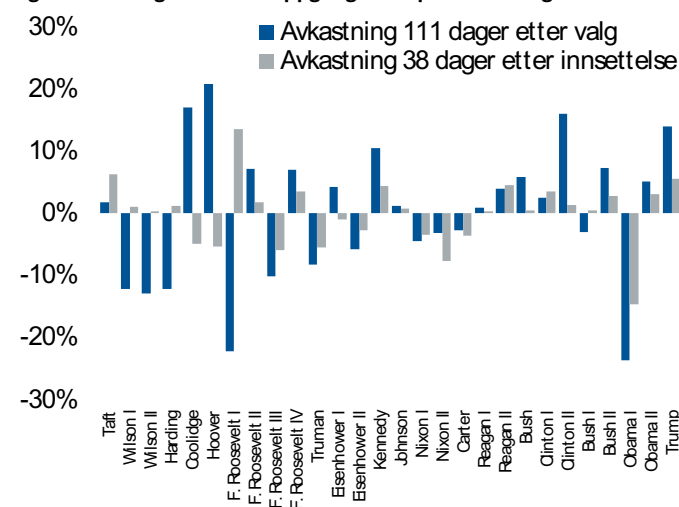


Hva skyldes den sterke oppgangen i aksjemarkedet de siste månedene? Er det bare en Trump-effekt, forventninger om ekspansive finanspolitiske budsjetter – eller må oppgangen også ses i sammenheng med andre drivere? Når vi gjør opp status med hensyn til de siste månedenes børsoppgang, finner vi at den må ses i lys av både det amerikanske presidentvalget og omslaget i konjunktur som vi begynte å snakke om høsten 2016 og som vi endelig varslet i desember.

I figur 2 viser vi børsutviklingen i USA 111 dager etter

presidentvalg og 38 dager etter innsettelse av ny president. Vi ser at aksjemarkedet sjelden har hatt en større og jevnere oppgang enn det har hatt etter valget i november og innsettelsen i januar (merk at både blå og grå søyler ligger godt over nullstrekken). Med andre ord er børsoppgangen de siste månedene et avvik fra normalen. Men børsoppgangen må også ses i lys av konjunkturskiftet. En gjennomgang av historiske erfaringer med positive vendepunkter i den økonomiske veksten forteller oss at børsavkastningen etter valg og innsettelse har vært høyere i perioder med tiltakende enn avtakende økonomisk vekst. Med andre ord skyldes børsoppgangen de siste månedene både omstendigheter knyttet til presidentvalget og det ferske skiftet i markedsdriveren konjunktur.

Figur 2: Uvanlig sterk børsoppgang etter presidentvalget i 2016



Det globale aksjemarkedet satte i løpet av februar nye kursrekorder sju dager på rad. I USA var bevegelsen enda sterkere; her steg Dow Jones-indeksen 12 dager på rad. Det har ikke skjedd siden 1987. Rekken av børsrekorder har bidratt til at sentimentet blant aksjeinvestorene er høyt; det er 1,4 standardavvik over normalen de siste 20 årene, og aksjeinvestorene har vært mer optimistiske i bare tre prosent av tiden siden 1997, jf. figur 6 på side 3. Dessverre er erfaringen med ekstrem optimisme negativ. Mens aksjemarkedet har steget med en annualisert fart på ti prosent i snitt når sentimentet var negativt, har aksjeavkastningen bare vært tre prosent i snitt når sentimentet var positivt. Erfaringsvis har mange av kurskorreksjonene i aksjemarkedet kommet når aksjeinvestorene var optimistiske.

Tema: Hvem skal man høre på i konjunkturspørsmålet?

Media, finansanalytikere og økonomer bruker mye tid på makro og konjunktur. Det store spørsmålet er hvilken verdi innspillene fra analytikere og økonomer har; hjelper de oss med å se rundt neste sving?

Fordi så mange stoler på prognoser for makro og konjunktur, er det interessant å måle verdiene av konjunkturinnspill fra analytikere og økonomer. Først vil vi å se på finansanalytikerens vekstestimer i foretakssektoren. Så vil vi undersøke sjeføkonomers spådommer om vekst i økonomien generelt, det vil si i bruttonasjonalproduktet (BNP).

I figur 3 sammenlikner vi historisk vekst med aksjeanalytikerens anslag for vekst. I den blå linjen illustrerer vi resultatveksten i selskapene i Standard & Poor's 500-indeksen; den blå linjen viser med andre ord hva resultatveksten var i foregående tolv månedersperiode. I den grå linjen viser vi hva aksjeanalytikerne spådde at resultatveksten ville bli fremover; den grå linjen viser hva analytikerne trodde at veksten ville bli i neste tolv månedersperiode.

Figuren viser at de to linjene ligger nesten helt oppå hverandre, hvilket betyr at det har vært et tilnærmet entil-en-forhold mellom hva veksten var det siste året og hva analytikerne forventet det neste året. På den annen side (ikke vist her) har det vært null sammenheng mellom analytikerens estimat på resultatvekst de neste tolv månedene og faktisk resultatvekst de neste tolv månedene.

Illustrasjonen er en påminner om at vi bør bruke lite tid på å lytte til aksjeanalytikerens resultatprognoser. Men hva med sjeføkonomene? Er det mer verdi i prognosene for vekst i bruttonasjonalproduktet?

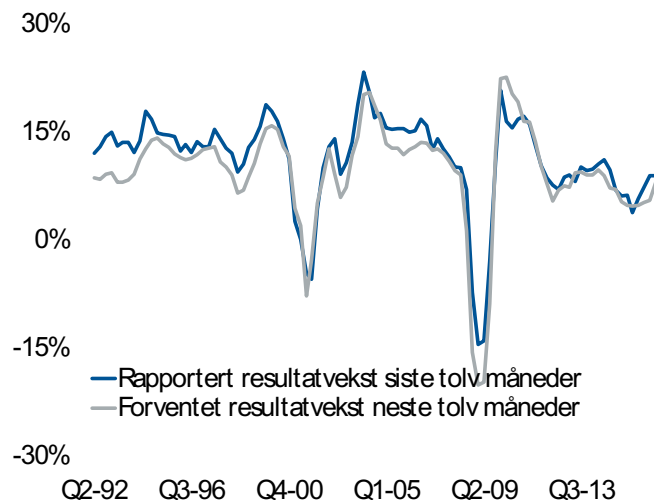
I figur 4 sammenlikner vi løpende vekst i den amerikanske økonomien med sjeføkonomers (Survey of Professional Forecasters) anslag for veksten et halvt år før fasiten foreligger. Figuren viser at sjeføkonomers anslag varierer langt mindre enn den faktiske veksten i bruttonasjonalproduktet. Økonomene har dessuten aldri spådd en resesjon siden 1980. I tillegg viser en nærmere gjennomgang av figuren at økonomene heller ikke henger med når veksten snur opp eller ned.

I figur 5 viser vi størrelsen på prognosebommene rundt konjunkturskift, det vil si når BNP-veksten bunnet og toppet ut. Figuren forteller oss at økonomene overvurderte BNP-veksten når den toppet ut og undervurderte veksten når den bunnet ut.

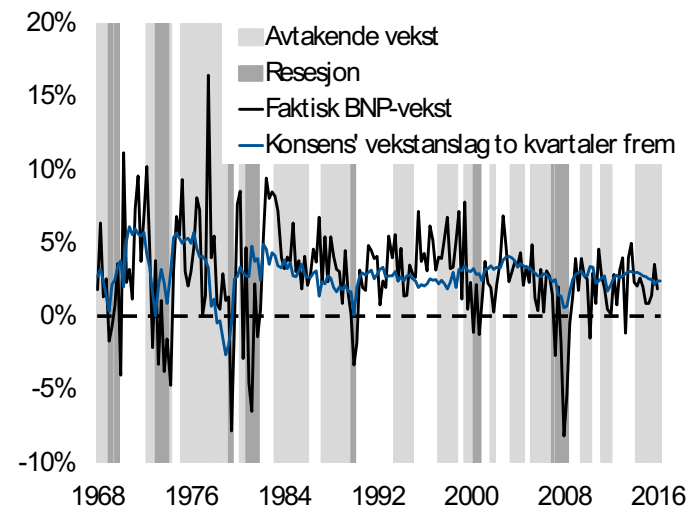
En gjennomgang av vekstestimer i både foretakssektoren og den generelle økonomien i USA forteller oss at konsensusprognoser er bakoverskuende.

Derfor har de ingen verdi hvis man er opptatt av konjunkturskift. Fordi konsensus' vekstanslag er verdiløse, bruker vi lite tid på dem. I stedet legger vi mer vekt på å forstå utviklingen i ledende indekser. Slike ledende indekser svinger mer og har erfaringsvis vært egnet til å forutsi kommende konjunkturskift (ikke vist her, se markedspresentasjonen for mars).

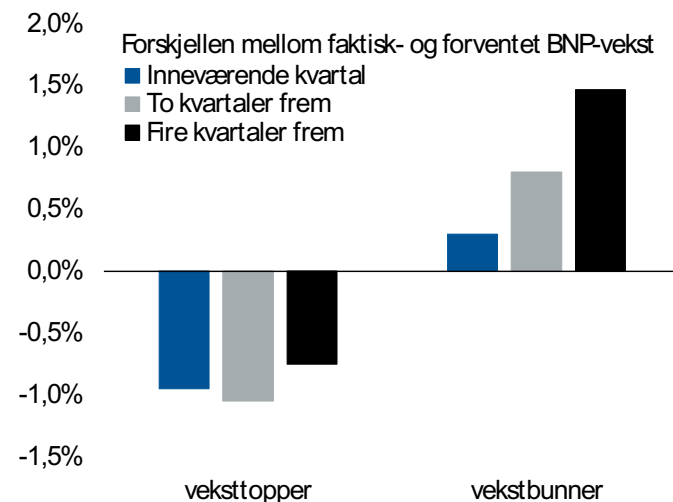
Figur 3: Fjorårets resultatvekst bestemmer analytikerens vekstanslag



Figur 4: Vekstestimer og faktisk vekst i foretakssektoren



Figur 5: Økonomene bommer mest rundt konjunktuelle skift

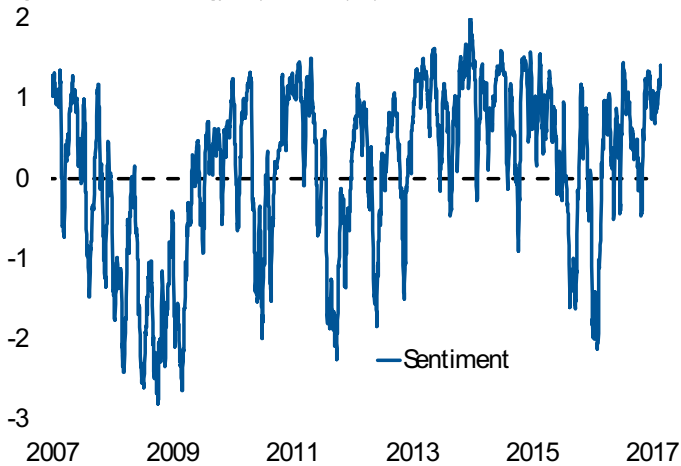


Markedsdriverne på 1-2-3

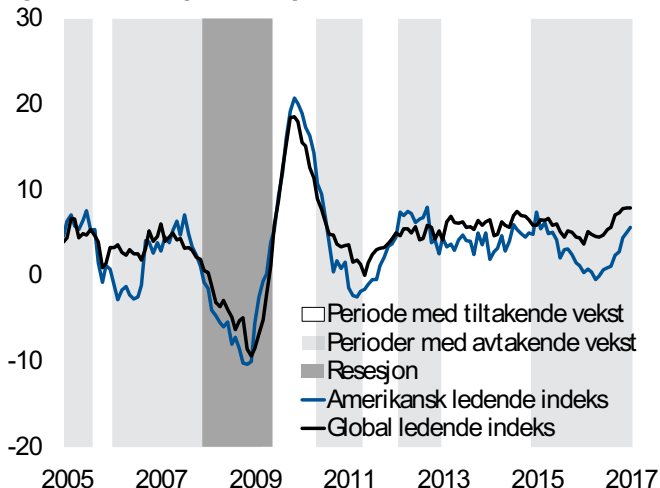
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (se figur 6) er for tiden høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver på kort sikt.
- Konjunktur (figur 7) ble en positiv markedsdriver i desember og ledende indekser peker entydig opp.
- Momentum (figur 8) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 9) er en langsiktig markedsdriver som betyr mindre på kalenderårsbasis enn som en rettesnor for å vurdere det langsiktige avkastningspotensialet. Det er mindre verdi i aksjemarkedet enn det historiske gjennomsnittet.
- I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdrivere som faller utenfor den kvantitative boksen, men som likevel vurderes av oss som viktige i markedsanalysen. Både penge- og finanspolitikk gir støtte til risikotaking, men vi følger den politiske utviklingen med større interesse enn på lenge.

Figur 6: Sentimentet gjenspeiler høy optimisme



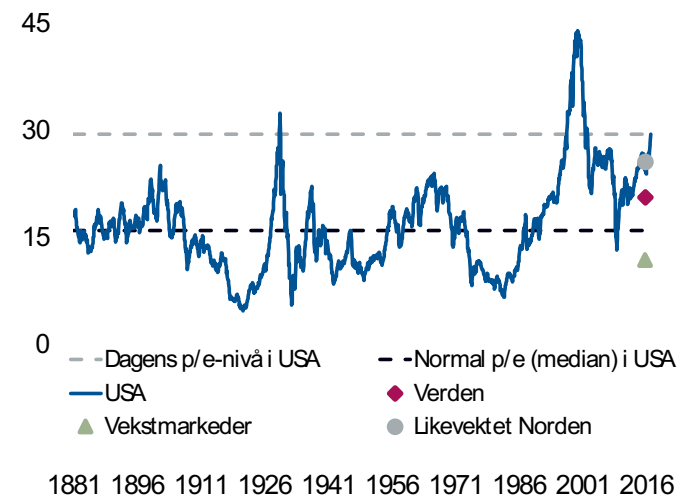
Figur 7: Resultat og omsetningsvekst i Standard & Poor's 500-indeksen



Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Lite verdi i amerikanske aksjer, mer verdi i verden for øvrig



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Tre markedsdriverne er nå positive og vi anbefaler et mer positivt syn på risikotaking i kapitalmarkedene.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 11: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mer i aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/4 av den globale aksjeporteføljen.	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 renteporteføljen.	Undervekt
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral