

Vårsprett i markedet

Momentum er sterkt i risikofylte investeringer og gamle kursrekorder står for fall.

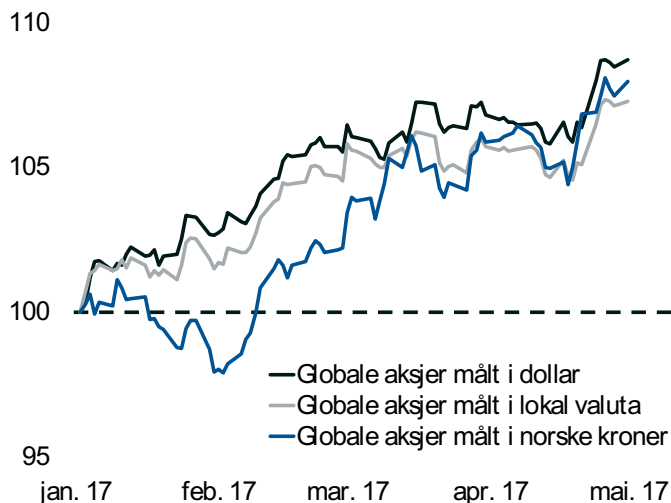
Prisene på råvarer inkludert råolje har toppet ut.

Den norske kronen svekket seg 0,7 prosent mot en handelsvektet kurv av utenlandske valutaer.

Opptur i risikofylte investeringer

Verdens aksjemarkeder steg halvannen prosent i april målt i både lokale valutaer og norske kroner. Hittil i år har globale aksjer dermed steget åtte prosent målt i norske kroner, jf. figur 1.

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



Porteføljer av rentepapirer med innslag av både risikofrie obligasjoner og kreditt av høyere kvalitet steg omtrent en halv prosent i verdi i april. Global høyrente la en ny god måned bak seg og steg omtrent like mye som aksjer; rundt halvannen prosent. Dermed ga balanserte porteføljer med innslag av både aksjer og obligasjoner en avkastning på mellom én og halvannen prosent i april.

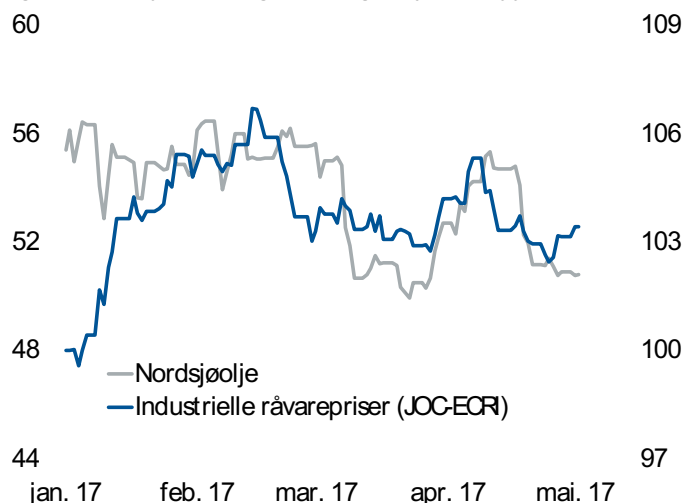
Hittil i år har balanserte porteføljer av aksjer og obligasjoner steget fire-fem prosent i verdi. Det betyr at årets avkastning ligger godt foran skjema i forhold til den forventede avkastningen i likvide verdipapirer som omsettes på børs.

I fjor var det mange som ønsket de hadde alle pengene plassert på Oslo Børs; da steg norske aksjer 11-12 prosent, det vil si mer enn det dobbelte av avkastningen i globale aksjer. I markedsbrevet for februar hadde vi spredning av

risiko som tema under tittelen «er risikospredning en forbannelse eller velsignelse?». Den gang skrev vi blant annet følgende:

«Fordi mange investorer her hjemme holder et særskilt godt øye med Oslo Børs, ble det synlig at aksjeporteføljer med god risikospredning hang etter norske aksjeporteføljer i 2016. Slik var det imidlertid ikke i 2015, da globale aksjer steg mer enn dobbelt så mye (opp 16 prosent) som norske aksjer (opp seks prosent). Kombinasjonen av et kortsiktig fokus på siste kalenderår og norske aksjer har sannsynligvis bidratt til at enkelte startet 2017 med et nyttårsforsett om å si nei takk til risikospredning og i stedet satse på smalere porteføljer uten god risikospredning». Nå kan det virke som om rådet om risikospredning føles som en velsignelse allerede. Spesielt opp mot nordiske aksjer, som vi har anbefalt som hjemmemarked siden 2014; nordiske aksjer steg fem-seks prosent i april mot bare et par prosent på Oslo Børs.

Figur 2: Prisene på råvarer generelt og råolje har toppet ut



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. På side tre oppsummerer vi markedsdriverne og gjør opp status for markedssynet når vi går inn i mai.

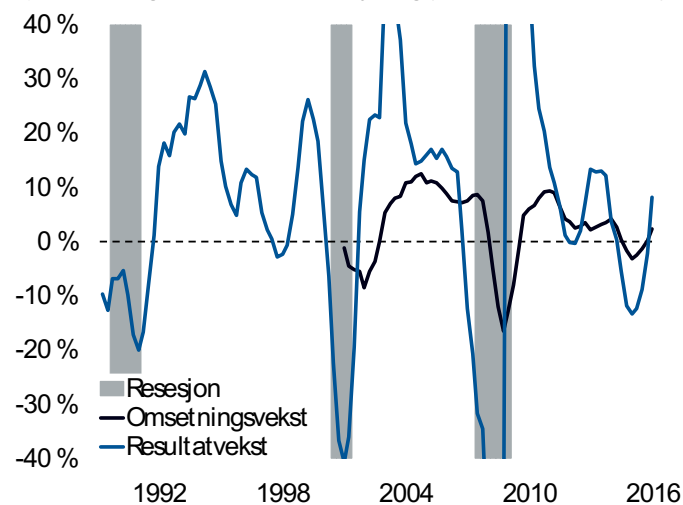
Tema: Det konjunkturelle omslaget

Aksjemarkedet har steget rundt ti prosent hittil i år. For mange er oppgangen overraskende. La oss derfor minne om hva vi skrev i markedsbrevet for januar:

«Rett før jul endret vi markedssynet etter et endelig, positivt signal fra markedsdriveren konjunktur. Til forskjell fra tidligere har omslaget i ledende indekser endelig blitt klart nok til at signalet om et konjunkturskift i USA neppe er falskt. Konjunktur er én av de faste markedsdriverne vi bruker i utformingen av markedssynet vår. Erfaringsvis har all historisk aksjeavkastning kommet når den økonomiske veksten var tiltakende; når veksttakten i den generelle økonomien var avtakende, har vi i snitt fått nullavkastning».

Vi mener det er god grunn til å se den sterke børsoppgangen hittil i år i lys av signalene fra de ledende indeksene på tampen av fjoråret. Nå ønsker vi å gjøre opp status for utviklingen i økonomiske nøkkeltall siden vi skiftet syn på markedet og gikk fra nøytral til overvekt i aksjer.

Figur 3: Omslaget i foretakenes inntjening (Standard & Poor's 500)

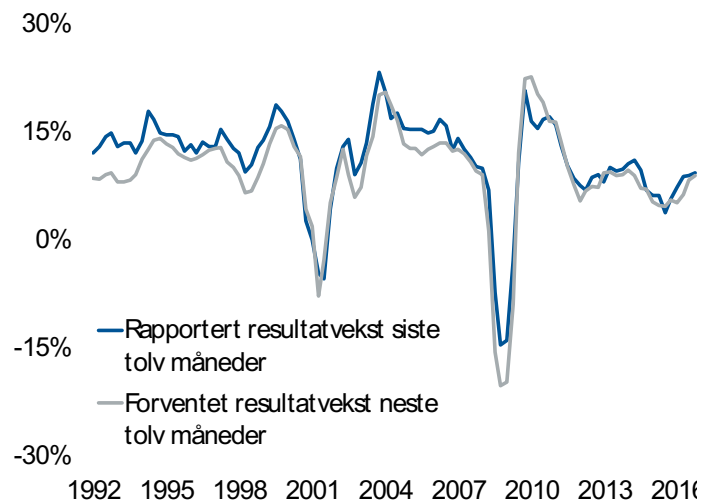


I figur 3 viser vi vekstforløpet i amerikanske foretaks omsetning og resultater. Det er selskapene i Standard & Poor's 500-indeksen som inngår i beregningen av vekst. Det er nå åpenbart at skiftet vi varslet, har manifestert seg gjennom tosifret vekst i resultatene, mens veksten i omsetningen har gått fra å være negativ til å bli positiv. Med andre ord kan vi slå fast at signalene fra de ledende indeksene har vært verdifulle; for i tråd med tidligere erfaringer snur de faktiske, løpende tallene etter at vi så tilsvarende skift i ledende indekser.

Det er heller ikke overraskende at vi observerer et skift i aksjeanalytikernes tro på fremtiden. I figur 4 viser vi utviklingen i rapportert resultatvekst i Standard & Poor's 500, jf. den blå linjen. Den blå linjen viser veksten i resultater fra et kvartal til samme kvartal året etter. I den grå linjen viser vi utviklingen i forventet resultat 12

måneder frem i tid. Erfaringsvis har det ikke vært den store forskjellen mellom blå og grå linje, noe som betyr at aksjeanalytikerne i praksis bruker siste års resultatvekst som prognose på neste års resultatvekst. Og helt i tråd med tidligere observasjoner ser vi nå at aksjeanalytikerne oppjusterer anslagene for vekst de neste 12 månedene i kjølvannet av omslaget i rapportert resultatvekst.

Figur 4: Vekstanslagene følger utviklingen i rapportert resultatvekst



Til sist ser vi på utviklingen i økonomien som helhet og ikke bare i foretakssektoren. I figur 5 viser vi den løpende årsveksten i en sammenfallende indeks for USA. En sammenfallende indeks fanger opp aktiviteten i alle deler av en nasjons økonomi. Vi ser at omslaget i den amerikanske økonomien som helhet er positivt; helt i tråd med fjorårets signaler fra de ledende indeksene.

Oppsummert finner vi et positivt omslag i foretakssektoren, i aksjeanalytikernes vekstanslag og i økonomien som helhet. Fordi all historisk aksjeavkastning har kommet i perioder med tiltakende økonomisk vekst, er vi ikke overrasket over børsutviklingen. Den er helt i tråd med den historiske erfaringen. Derfor er fokuset vårt nå på neste skift i ledende indekser for økonomisk aktivitet.

Figur 5: Årsveksten i en sammenfallende indeks for USAs økonomi

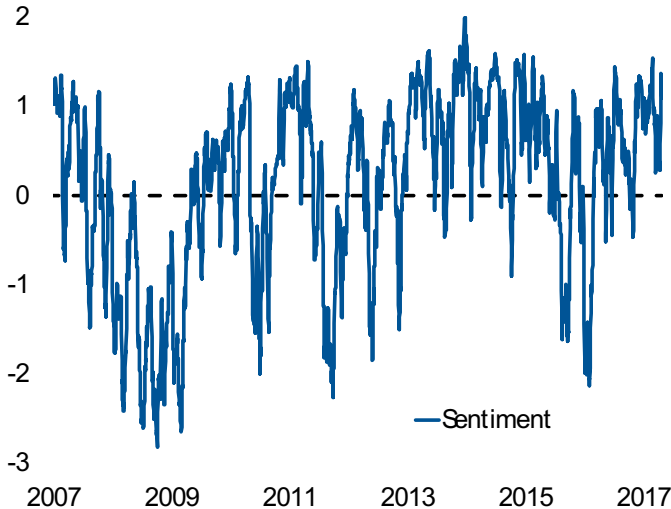


Markedsdriverne på 1-2-3

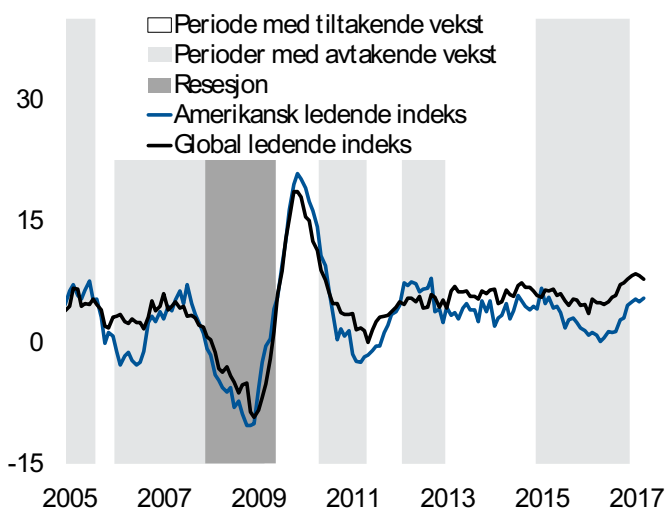
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 6) er høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver på kort sikt.
- Konjunktur (figur 7) er ennå en positiv markedsdriver.
- 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 aksjer enn det historisk har vært.
- I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdrivere som faller utenfor den kvantitative boksen, men som vi likevel vurderer 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 fortsatt høy optimisme



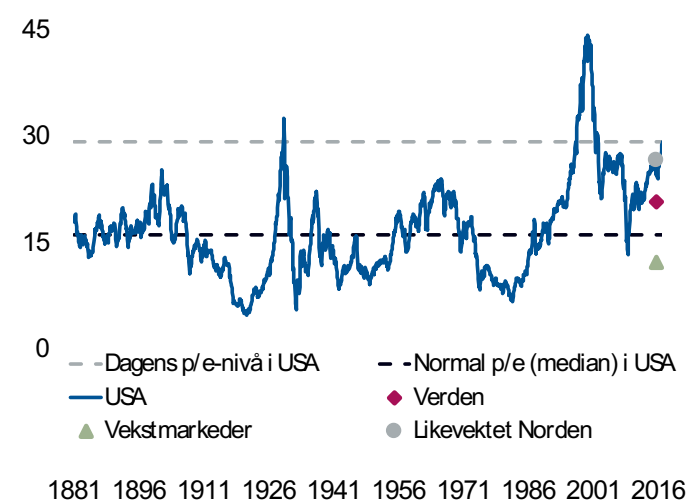
Figur 7: Ledende indekser i USA og globalt



Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdrivere og anbefalinger. Tre markedsdrivere er positive og vi anbefaler derfor overvekt i aksjer.

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