

## Kraftig dollarsvekkelse

Dollaren svekket seg seks prosent i juli og hittil i år har den amerikanske valutaen falt over ti prosent mot norske kroner.

En sterk norsk krone bidro til at verdien av utenlandske aksjer falt i juli.

Makronyheterne er svake, men stillheten råder i markedet for risikofylte investeringer.

### Øynene som ser

Verdens aksjemarkeder endte opp to, tre prosent målt i amerikanske dollar og lokale valutaer i juli. Fra et norsk perspektiv ble juli likevel en svak aksjemåned; verdensindeksen falt tre prosent målt i norske kroner i forrige måned. Hittil i år har globale aksjer steget omtrent 15 prosent målt i dollar, elleve prosent målt i lokale valutaer, men bare fem prosent i norske kroner, jf. figur 1. Med andre ord kommer det an på øynene som ser om aksjeåret 2017 har vært meget godt eller mer på det jevne.

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

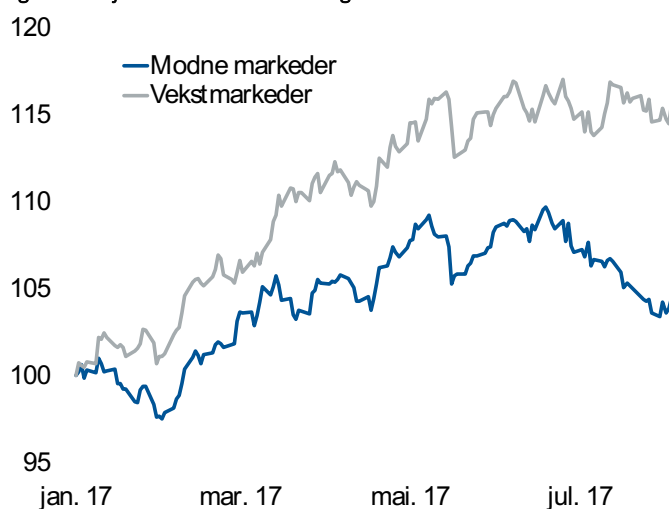


Aksjer i vekstmarkeder har gjort det spesielt godt hittil i 2017, jf. figur 2. Mens aksjemarkedene i den modne delen av verden har gitt en avkastning på fire prosent målt i norske kroner i år, har vekstmarkedene steget 15 prosent. Fra 2015 til i dag har avkastningen i de to markedene vært henholdsvis ni og 26 prosent målt i kroner. Om dette er et brudd med trenden fra 2010 – da aksjer i vekstmarkedene begynte å sakke akterut i forhold til aksjer i den modne verden – er for tidlig å si. Men det er liten tvil om at aksjer i vekstmarkedene er priset lavere enn i modne markeder.

I andre deler av kapitalmarkedet – det vil si markedet for

statsobligasjoner og foretaksobligasjoner av høyere eller lav kvalitet – var det små utslag i juli. Norske statsobligasjoner med lang løpetid endte uendret i juli, mens globale foretaksobligasjoner steg mellom en halv og én prosent i verdi; det var nok en gang obligasjoner av lavere kvalitet som steg mest i verdi.

Figur 2: Aksjer i modne markeder og vekstmarkeder hittil i 2017



Selv om markedene for aksjer og kreditt tegner et bilde av en robust økonomi, fortsetter strømmen av svake makronyheter fra USA, jf. figur 3. Merk at svekkelsen i makronyheter fra USA skjer på samme tid som dollaren svekker seg. På neste side ser vi på utfallsrommet i aksjer og sikre investeringer når makroutsiktene er som nå.

Figur 3: Trenden i makrooverraskelser i USA og dollar fra 2016 til i dag



## Tema: Skiftende utfallsrom

Det sikreste man kan si om fremtiden, er at den kommer. Hvordan fremtiden blir, er mer usikkert. Den innsikten hjelper oss imidlertid ikke så mye når vi forsøker å styre risikoen i porteføljen inn i fremtiden. Derfor må vi gjøre noen antakelser i forsøket på å føre skipet trygt gjennom farvannet. Den viktigste antakelsen vi gjør, er å gå ut fra at erfaring teller og at historiske avkastningsmønstre er relevante for å forstå den risikoen som ligger rundt neste sving.

I juni endret konjunkturutsiktene seg; dette var tema i markedsbrevet for juli. De nye konjunktursignalene kom fra ledende indekser for økonomisk vekst. Disse indeksene er satt sammen blant annet ut fra innsikten om at økonomien har ulike sektorer, slik som industri, arbeidsmarked, personlig inntekt og handel. I tillegg kommer innsikten om at enkelte makrotall er ledende på skift i resten av økonomien, mens andre makrotall er sammenfallende med eller trege i forhold til skiftene i økonomisk vekst. For vårt formål, som er et forsøk på å se rundt neste sving, er det naturligvis de ledende makrotallene – satt sammen i indekser som representerer industrien, arbeidsmarkedet, personlig inntektsutvikling og handel – som er relevante. Og i juni ble vi såpass sikre på at vi står overfor en kommende topp i den økonomiske veksten at vi anbefalte å redusere investeringene i aksjer til fordel for en høyere allokering i obligasjoner.

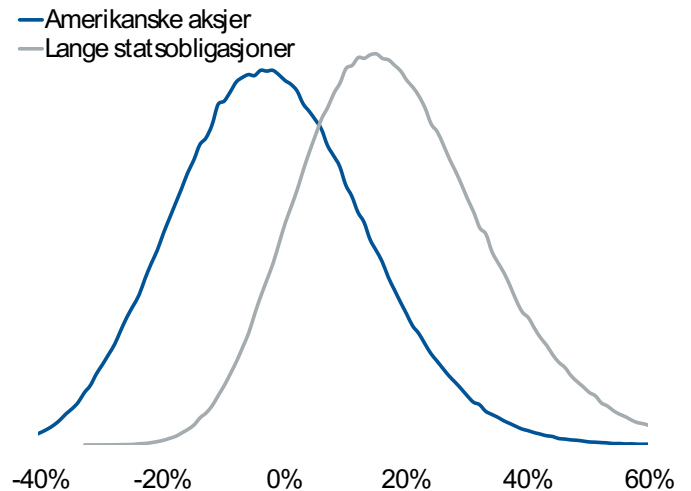
Det erfaringsbaserte hovedmønsteret vi baserer markedsutsiktene på, er at all historisk inflasjonsjustert realavkastning i aksjer har kommet i perioder da den økonomiske veksten tiltok. I perioder med avtakende økonomisk vekst har det erfaringsvært vært omtrent nullavkastning i aksjemarkedet.

Vi har imidlertid gode holdepunkter for å nyansere dette bildet. For pilene peker ned også i industri og hva gjelder inflasjon. Derfor har vi sett på hva som kjennetegner markedsutsiktene når pilene peker ned i samtlige av de tre følgende indikatorene:

- Generell økonomisk vekst (f.eks. bruttonasjonalprodukt)
- Vekst i industriproduksjon
- Inflasjon

Når alle de tre indikatorene har pekt ned, har snittavkastningen i perioden fra 1973 til i dag vært minus tre prosent i aksjemarkedet, mens statsobligasjoner med lang løpetid har gitt en annualisert snittavkastning på hele 18 prosent. Vi har brukt amerikanske data i disse beregningene.

Figur 4: Historisk utfallsrom i markedet gitt dagens konjunktur bilde



Merk at retningen på pilene for de tre indikatorene kan kombineres på åtte måter. Aksjemarkedet har gjort det best når pilene peker opp i den generelle økonomien og i industrien – og svakest når veksten i økonomien og industrien peker ned. Statsobligasjoner har vært mest sensitive for inflasjon; avtakende prispress i økonomien har historisk gitt høyere pris på statsobligasjoner. Men interessant nok har gapet mellom avkastningen i aksjer og sikre obligasjoner vært størst når alle de tre nevnte pilene peker ned.

I figur 4 har vi illustrert utfallsrommet i aksjer og statsobligasjoner i den situasjonen vi sannsynligvis befinner oss i dag; det vil si en tilstand hvor vekstpilene peker ned i den generelle økonomien, i industrien og i inflasjonsbildet. Det illustrerte utfallsrommet har kommet i stand etter en simulering basert på faktiske, månedlige avkastningsobservasjoner fra 1973 til i dag.

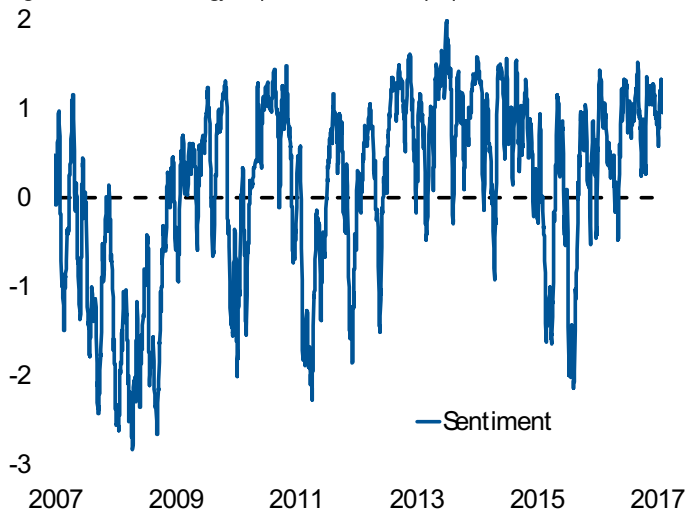
Vi ser at utfallsrommet for aksjer ligger klart til venstre for sikre obligasjoner. Det betyr at den såkalte nedsiderisikoen – det vil si risikoen for tap – er høyere i aksjer enn i obligasjoner gitt dagens konjunktur bilde. Legg merke til at det høyeste midtpunktet i den blå og den grå linjen ligger på minussiden for aksjer og langt over på den positive siden for sikre obligasjoner, jf. den tidligere nevnte kommentaren om at «[n]år alle de tre indikatorene har pekt ned, har snittavkastningen i perioden fra 1973 til i dag vært minus tre prosent i aksjemarkedet, mens statsobligasjoner med lang løpetid har gitt en annualisert snittavkastning på hele 18 prosent». Det gir et gap i avkastningen mellom de to hovedmarkedene på hele 21 prosent. Vi tar disse tallene med en klype salt når vi navigerer inn i fremtiden, for rentene kan neppe falle så mye som de har gjort siden 1973; husk at avkastningen øker i obligasjoner når renten faller. Likevel mener vi den historiske erfaringen er viktig for å forstå risikoen fremover og vår anbefaling om nøytralvekt i aksjer.

### 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) er høyere enn normalt og er dermed en negativ markedsdriver på kort sikt.
- Konjunktur (figur 6) er en negativ markedsdriver, jf. temaartikkelen på side 2.
- Momentum (figur 7) er fremdeles 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.
- I tillegg til de objektive, tallfestede markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdrivere 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 5: Sentimentet gjenspeiler fortsatt høy optimisme



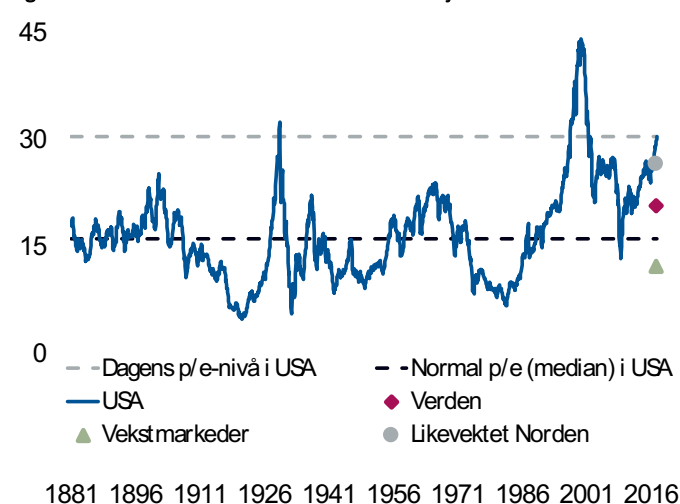
Figur 6: Ledende indekser i USA og globalt peker ned



Figur 7: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 8: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 9 og 10 oppsummerer vi markedsdrivere og anbefalinger. Konjunktur skiftet side fra å være en positiv til å bli en negativ markedsdriver i juni. To markedsdrivere er fortsatt positive. Vi anbefaler derfor nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Figur 9: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 10: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/4 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	Opprettholder lav durasjon i renteporteføljen.	Undervekt
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral