

Foretrekker sikre renter

Momentum i aksjemarkedet er fortsatt sterkt, men målt i norske kroner nådde globale aksjer en topp i andre halvdel av juni.

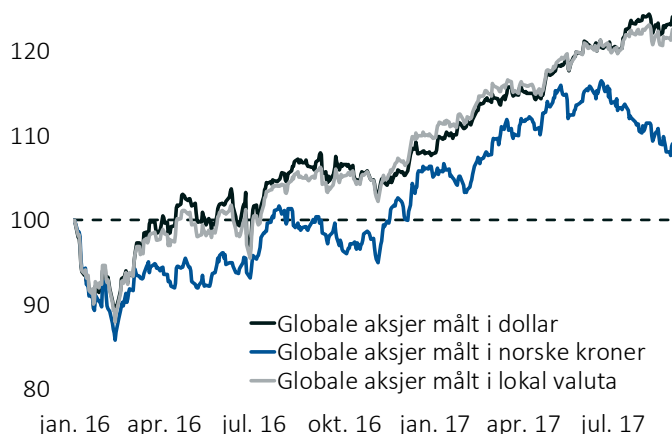
Mens aksjer i modne markeder falt i verdi i august, steg vekstmarkedene.

De aller sikreste renteinvesteringene økte i verdi og globale renter nådde årets laveste nivå i august.

Svake aksjemarkeder fra norsk ståsted

Globale aksjer falt over én prosent målt i kroner i august, jf. figur 1. Dermed har aksjemarkedet falt seks prosent siden toppen fra den 20. juni i år.

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



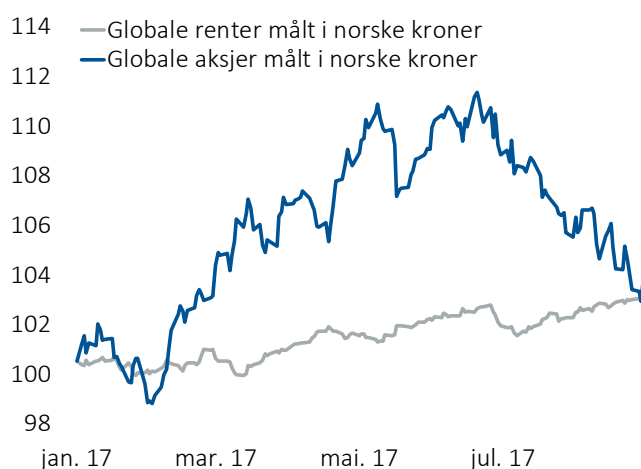
Til sammenlikning har rentemarkedet vist seg fra en sterkere side. Fra desember har den globale renteindeksen Barclays Global Aggregate steget 3,5 prosent i verdi. Det er en solid verdiøkning gitt at rentenivået ligger på omtrent halvannen prosent.

Hittil i 2017 har aksjer og obligasjoner gitt omtrent lik avkastning, jf. figur 2. Aksjer leder så vidt fortsatt etter en gjenoppenting de siste dagene i august. Siden den 20. juni har obligasjoner likevel vært en solid vinner. Globale obligasjoner med god sikkerhet har steget 0,6 prosent siden den 20. juni, mens globale aksjer har falt 6,4 prosent i verdi målt i kroner. Det gir et gap på sju prosent på litt over én måned.

Det er ennå for tidlig å si om gapet mellom aksjer målt i kroner og globale obligasjoner er begynnelsen på et trendskifte, men gapet har oppstått siden vi i juni meldte om et konjunkturskifte og anbefalte en liten reduksjon i

porteføljrisikoen. Merk at globale renter nådde årets laveste nivå i august. Mot slutten av august lå renten i Barclays Global Aggregate på 1,5 prosent, som er det laveste siden den sterke renteoppgangen fra juni 2016 til desember i 2016.

Figur 2: Globale aksjer og renter hittil i år målt i norske kroner



Det er verdt å merke seg at gapet mellom aksjer i modne markeder og vekstmarkedene fortsetter å vokse i 2017, jf. figur 3. Hittil i 2017 har gapet vokst med 13 prosent. Dermed har vi lagt bak oss snart to år med høyere avkastning i vekstmarkedsaksjer enn aksjer i modne markeder. Merk at Formuesforvaltning har mer aksjer i vekstmarkedene enn verdensindeksen.

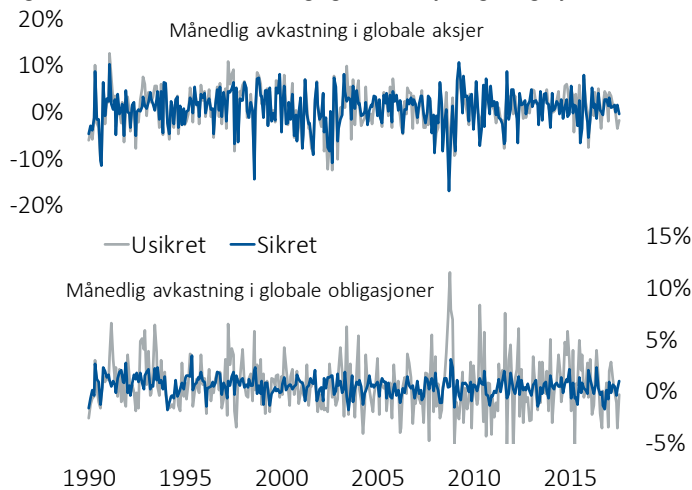
Figur 3: Aksjer i vekstmarkedene gjør det for tiden sterkt



Tema: Myten om behovet for valutasikring

Store skift i valutamarkedet påvirker verdien av utenlandske investeringer. Valutasvingninger fremstår derfor som risikofylte for mange, og de søker derfor etter valutasikrede investeringsprodukter. Vi skal vise at ønsket om å valutasikre sine investeringer ofte er basert på en misforståelse. I figur 4 har vi vist månedlige kursvariasjoner i globale aksjer og i globale obligasjoner, både valutasikret og usikret.

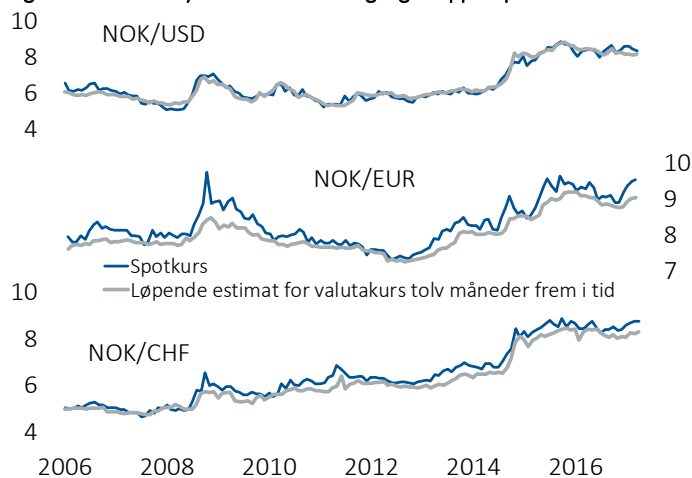
Figur 4: Effekten av valutasikring i globale aksjer og obligasjoner



Den nederste delen av figuren forteller oss at svingningene i globale obligasjoner reduseres ved å valutasikre renteinvesteringene. Videre ser vi i den øverste delen at kurssvingningene *ikke* reduseres ved å valutasikre globale aksjeinvesteringer. Derfor anbefaler vi generelt følgende:

- Vi anbefaler å valutasikre globale obligasjoner.
- Vi anbefaler å *ikke* valutasikre globale aksjer.

Figur 5: Valutaanalytikerne har for lengst gitt opp å spå valutakursene



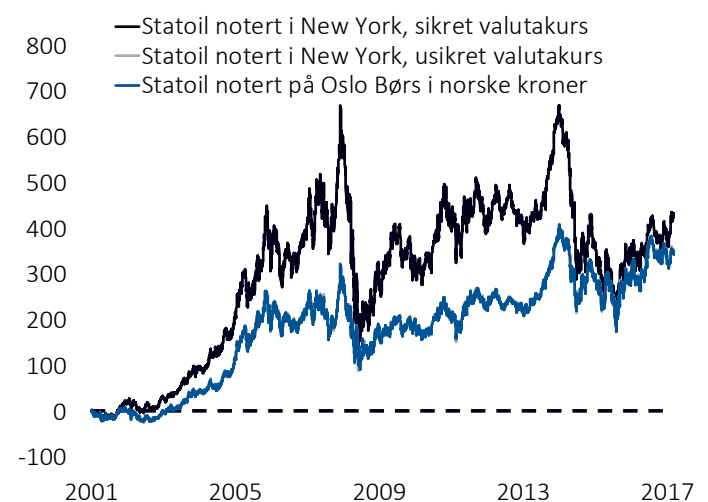
Mange har sterke meninger om valutasikring. Eksempelvis mener en del av det er enkelt å spå valutakurser, mens de samtidig er klar over hvor vanskelig det er å spå utviklingen i underliggende aksje- og obligasjonsmarkeder; deri ligger en logisk brist. I figur 5 viser vi utviklingen i tre ulike

valutakurser. De blå linjene er løpende spotkurser, mens de grå linjene representerer valutaanalytikernes prognoser om valutakursens utvikling de neste tolv månedene. Vi ser at valutaanalytikernes prognoser bare følger markedsutviklingen fordi ekspertene i realiteten har gitt opp å ha et sterkt syn på valutasvingninger. Det er ikke realistisk at folk med mindre markedserfaring ville komme til en annen erkjennelse enn valutaekspertene. Det taler for å ikke forsøke å spå valutaenes neste krumpring.

Å sikre seg mot valutasvingninger innfører ellers en hel del problemer. La oss si at du valutasikrer aksjer som er notert på New York-børsen, eksempelvis Statoil som har notering i New York i tillegg til på Oslo Børs.

Figur 6 viser verdiutviklingen i Statoil på Oslo Børs og på New York-børsen på henholdsvis usikret og sikret vis. Vi ser at en valutasikret Statoil-investering (svart linje) avviker fra verdien på Statoil på Oslo Børs. Med andre ord tilfører valutasikringen et avvik fra underliggende, reelle verdier. Kjøp av sikring gjør at man blir valutaspekulant i tillegg til aksjeinvestor. Det er en kombinasjon vi ikke anbefaler.

Figur 6: Statoil og valutasikring



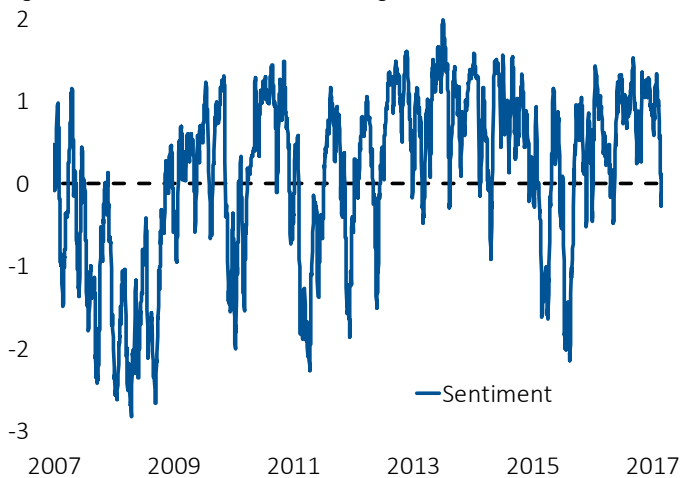
Å valutasikre globale aksjer på helhetlig vis er i realiteten umulig fordi det ikke finnes velfungerende sikringsprodukter i mange valutaer, spesielt i vekstmarkeder. I tillegg kommer at valutasikring over tid har en betydelig kostnad som fremkommer gjennom bankenes store overskudd på egenhandel. Fra et norsk perspektiv kommer dessuten at den norske kronen erfaringsvis har falt i perioder med svake konjunkturer slik at verdien av utenlandske investeringer øker når man har mest behov for det. Dessuten er våre øvrige investeringer i obligasjoner, personlig eiendom og inntekter ellers i norske kroner. Hvis man ikke har et spesielt behov for å valutasikre globale aksjeinvesteringer, anbefaler Formuesforvaltning det aller enkleste, nemlig å unngå å betale for en «sikring» man ikke trenger.

Markedsdriverne på 1-2-3

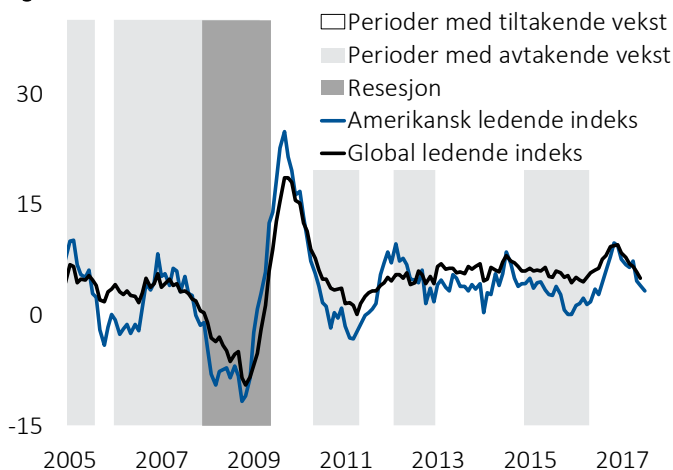
I figur 7, 8, 9 og 10 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 7) har normalisert seg etter å ha vært høyt i uvanlig lang tid.
- Konjunktur (figur 8) er utvilsomt en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 9) er fremdeles klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 10) forteller oss at aksjemarkedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.
- I tillegg til de objektive, tallfestbare markedsdriverne ønsker vi å ta hensyn til tematiske markedsdriverer 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 7: Sentimentet har normalisert seg



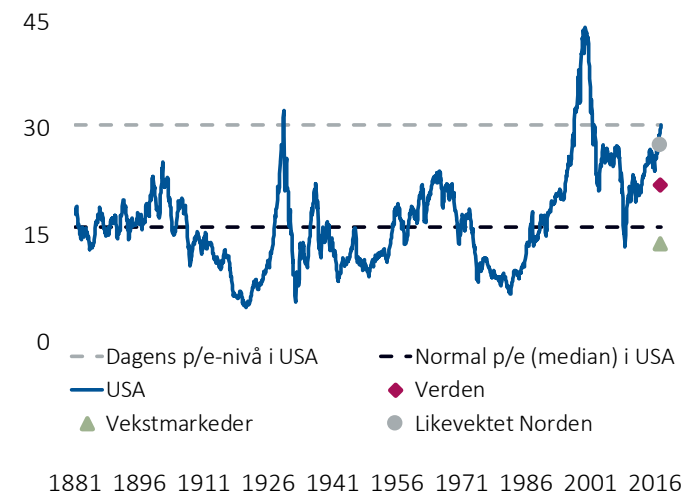
Figur 8: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 9: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 10: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 11 og 12 oppsummerer vi markedsdriverer og anbefalinger. Konjunktur skiftet side i juni fra å være en positiv til å bli en negativ markedsdriver. To markedsdriverer er fortsatt positive. Vi anbefaler derfor nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Figur 11: Oppsummering av markedsdriverne

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

✓ SENTIMENT

Figur 12: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/4 av den globale aksjeporteføljen.	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