

Kraftig oppgang i utviklede aksjemarkeder

Momentum i aksjemarkedet er vedvarende sterkt.

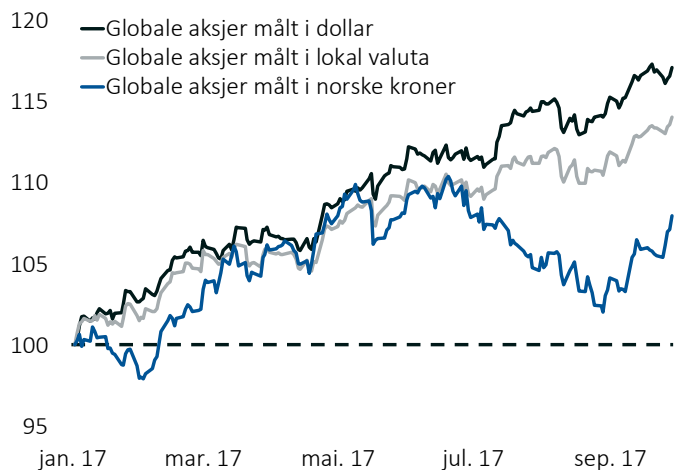
Utviklede aksjemarkeder steg i verdi, mens fremvoksende falt.

De aller sikreste renteinvesteringene falt i verdi, mens høyrenteobligasjoner steg i kurs.

Vedvarende sterke aksjemarkeder

Globale aksjer steg betydelig uavhengig av valuta i september, jf. figur 1. Målt i svakere kroner steg globale aksjer over fire prosent i september.

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



De sterke aksjemarkedene gjenspeiler fravær av bekymringer blant investorene, jf. vår faste sentimentmåling i figur 7 på side tre i dette markedsbrevet.

Til forskjell fra tidligere i år var det utviklede markeder som bidro til økningen i de globale aksjeverdiene i september. Det er ikke så enkelt å bli klok på investorenes preferanser for aksjer i utviklede og fremvoksende markeder fra måned til måned, men de to siste årene har renten på amerikanske statsobligasjoner med lang løpetid samvariert med investorpreferansene for de to markedssegmentene; når renten på obligasjoner med høy sikkerhet stiger, gjør utviklede markeder det bedre enn fremvoksende markeder, jf. figur 2.

I figur 3 gjør vi et forsøk på å forstå trenden i hovedmarkedene, globale aksjer og obligasjoner, i løpet av det siste året. Vi ser at renten i globale obligasjoner med høy sikkerhet toppet ut en gang mellom desember i fjor og mars i år.

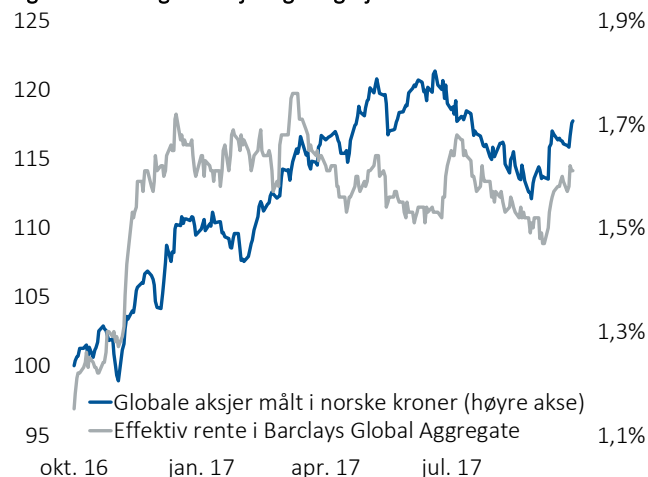
Figur 2: Aksjer i vekstmarkedene og amerikanske statsobligasjonsrenter



For å gjøre analysen av aksjemarkedet mindre følsom for den særegne dollarsvekkelsen i år, viser vi aksjeutviklingen målt i kroner. Globale aksjer toppet ut den 20. juni når vi måler verdiene i kroner. Aksjer og obligasjoner går ofte i takt; renten på lange obligasjoner med høy sikkerhet samvarierer gjerne med retningen i aksjemarkedet. Den siste månedens oppgang i aksjer og renter er derfor interessant. Står vi overfor en ny runde med økt risikotaking, det vil si oppgang i både aksjer og renter? Eller er den siste månedens oppgang i aksjer og renter et forbigående blaff?

På side tre går vi som vanlig gjennom markedsdriverne i et forsøk på å navigere i et farvann av motstridende signaler. Her redegjør vi for en liten endring i anbefalt portefølje.

Figur 3: Utviklingen i aksjer og obligasjonsrenter det siste året

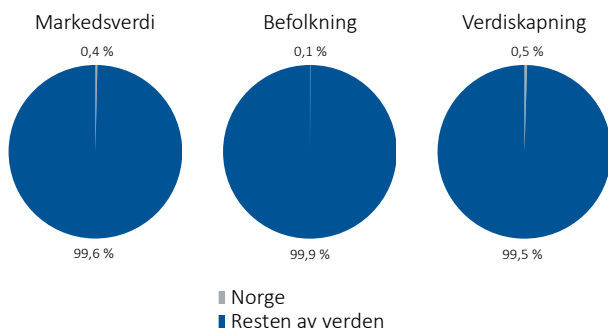


Tema: Bevare formuer i en liten, åpen økonomi

Finnes det universelle tommelfingerregler i formuesforvaltningen? Eller må vi alle finne våre egne regler og prinsipper? Bør formuer forvaltes annerledes i Norge enn i Sverige eller i USA? Av og til kan det være fornuftig å forsøke å besvare slike grunnleggende spørsmål.

Det er lett å overvurdere egen posisjon. Undersøkelser viser at investorer gjerne starter med å ta utgangspunkt i eget marked, mens de ignorerer store deler av verden.

Figur 4: Norges posisjon i verden



Norge er en liten del av verden. Kun 0,1 prosent av verdens befolkning bor her, mens en halv prosent av verdens verdiskapning er norsk. Oslo Børs utgjør 0,4 prosent av verdens børsverdier, jf. figur 4.

Til tross for Norges beskjedne størrelse ender mange opp med porteføljer hvor det meste er norsk. Hva er vår holdning til Norges plass i investeringssammenheng? Siden 2014 anbefaler vi kundene våre å se på Norden som sitt hjemmemarked. Mens Norge tidligere utgjorde én tredel av den anbefalte aksjeporteføljen, erstattet vi denne tredelen med Norden. Dermed utgjør Norge bare åtte prosent av vår anbefalte aksjeportefølje i dag. Det er mye mer enn tallstørrelsene i figur 4, men spredningen av risiko er god i vår anbefalte aksjeportefølje.

Men hva med valuta i aksjeporteføljen? Er det usikkert, mer risikofylt å eie utenlandske valutaer? Er norske kroner best? For å besvare dette spørsmålet kan vi bruke Apples iPhone som eksempel. Hvilke land er det som får inntektene fra en iPhone? Telefonen designes i USA, men det er ikke der pengene havner. Ifølge Wall Street Journal går 34 prosent til Japan, 17 prosent til Tyskland, 13 prosent til Sør-Korea, seks prosent til USA, 3,6 prosent til Kina og 27 prosent til andre land.

Det er med andre ord åpenbart at en iPhone ikke består av én valuta, men at prisingen av telefonen kommer i stand som følge av en rekke prosesser som ingen klarer å komme helt til bunns i. Poenget er at det ikke har noen hensikt å ha mange kroner i lommeboken hvis kronens verdi faller i

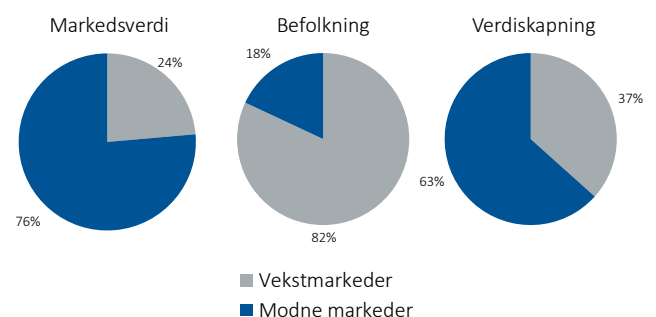
forhold til de valutaene som inngår i en iPhone. Og iPhone's intrikate oppbygning er ikke lenger unntaket. Norge har alltid vært en liten økonomi, som har blitt stadig mer åpen. Det er ikke lett å komme på produkter som utelukkende består av norske innsatsfaktorer og dermed ikke påvirkes av valuta i andre land. Og prisen på tjenester må naturligvis opp hvis de som leverer tjenester ønsker å ha penger til overs for å kjøpe produkter som stort sett er lagd i utlandet og dermed valutaeksponert.

I Formuesforvaltning's mest brukte eksempelporteføljer utgjør norske kroner allerede 55 til 90 prosent av porteføljeværdien. Å bruke valutasikring for å øke kroneandelen i porteføljen ytterligere går derfor på bekostning av målet om å spre risiko for å bevare verdier. Å spre risikoen på tvers av land og valutaer er intelligent formuesforvaltning og det første skrittet mot å bevare ens kjøpekraft, en kjøpekraft som er utsatt for internasjonale krefter. Valutasikring betyr at man inngår et veddemål om at den norske kronen vil styrke seg mot andre valutaer, og veddemål uten åpenbar verdi har vi lite til overs for.

Et annet eksempel på veien mot mer intelligent formuesforvaltning er eksponeringen mot fremvoksende markeder. Se på tallene i figur 5; fremvoksende markeder utgjør mellom 24 og 82 prosent av verden avhengig av hvilken tallstørrelse vi vurderer. Likevel utgjør fremvoksende markeder bare ti prosent av verdensindeksen i aksjer. Hvorfor er andelen så lav som ti prosent? Det skyldes at indeksleverandørene tar hensyn til andelen fritt omsettelige aksjer i fremvoksende markeder, men det trenger ikke vi fordi vi er indeksuavhengige.

Formuesforvaltning's aksjeporteføljer inneholder en større andel aksjer i fremvoksende markeder enn indeks tilsier; i dag utgjør vekstmarkedene rundt 1/5 av vår globale aksjeportefølje fordi vi ønsker at aksjeinvesteringene bør gjenspeile verdiskapningen i verden og ikke reglene som lages av indeksleverandørene.

Figur 5: Vekstmarkedenes posisjon i verden

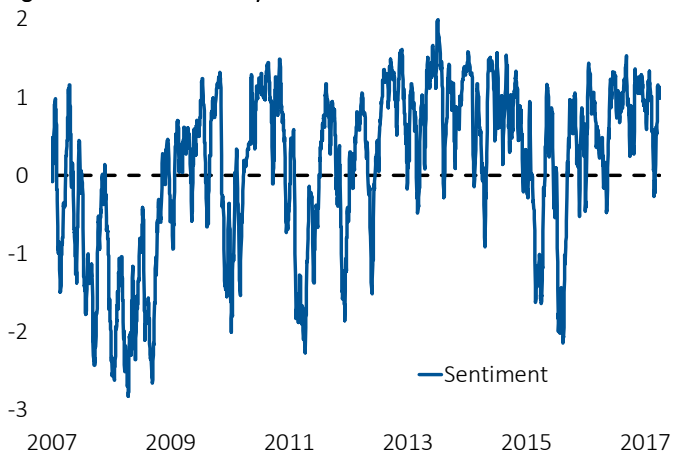


Markedsdriverne på 1-2-3

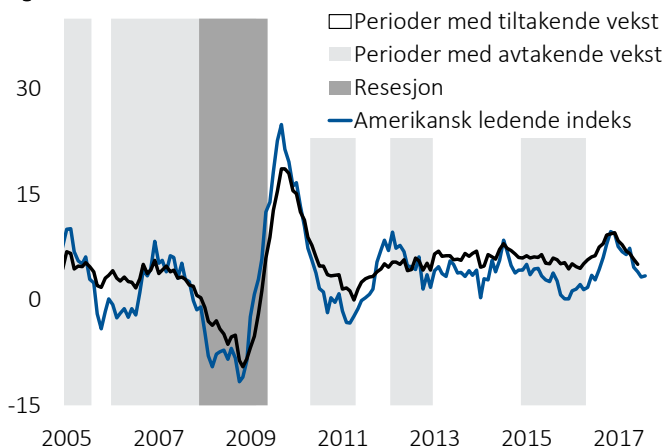
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne. Det er ingen av markedsdriverne våre som har gitt nye signaler.

Vi gjør likevel en endring i porteføljen. Siden september 2014 har vi vært overvektet i nordiske obligasjoner og undervektet i globale obligasjoner. I 2014 mente vi at norske renter ville nærme seg internasjonale, dvs. falle. Allokeringvalget har bidratt med 0,4 prosent til obligasjonsavkastningen de siste tre årene. Nå har vi gjort en revurdering basert på dagens situasjon. Den globale obligasjonsporteføljen har blitt omstrukturert siden 2014; det er en høyere andel dynamiske investeringsmandater som styrer rente- og kreditturasjonen i dag enn før. Det er for øvrig ikke samme grunn i dag som før til å overvekte nordiske mot globale obligasjoner. Det er også relevant at durasjonen i renteporteføljer og -indekser generelt har økt de siste årene. Markedssynet vårt støtter også opp om et mer nøytralt syn på durasjon (rentefølsomheten). I dag er 2/3 av obligasjonene i Norden, mens 1/3 er plassert globalt. Nå går vi tilbake til nøytralvekt som tilsier en 50/50-fordeling mellom nordiske og globale obligasjoner. De tallmessige og risikorelaterte konsekvensene av endringen er små. Effektiv rente øker fra 2,4 til 2,5 prosent og durasjonen (rentefølsomheten) øker fra 2,2 til 2,5 år.

Figur 6: Sentimentet er høyt



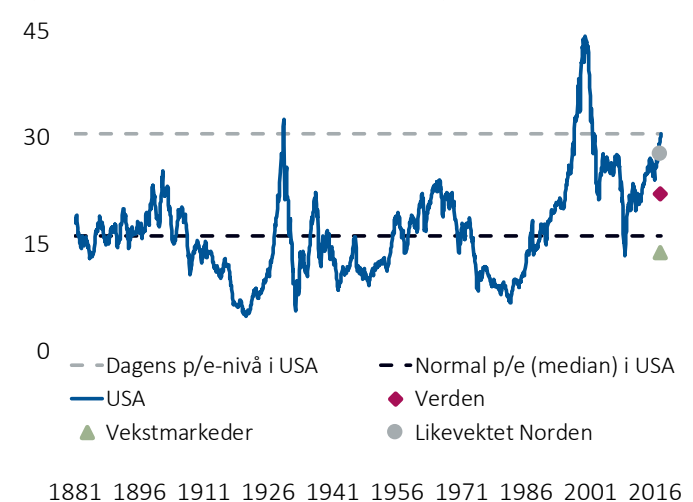
Figur 7: Ledende indeks i USA har snudd ned



Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



I figur 10 og 11 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler nøytralvekt og en normal risiko i investeringsporteføljen.

Figur 10: Oppsummering av markedsdriverne

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

Figur 11: Våre anbefalinger

| | Kommentarer | Konklusjon |
|-------------------|--|------------|
| Globale aksjer | Vi anbefaler normal allokering i aksjer og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 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 | Vi anbefaler en normal durasjon i renteporteføljen. | Nøytral |
| Kredittrisiko | Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko. | Nøytral |