

Nullavkastning i januar

Aksjemarkedene ga rundt nullavkastning i norske kroner i januar.

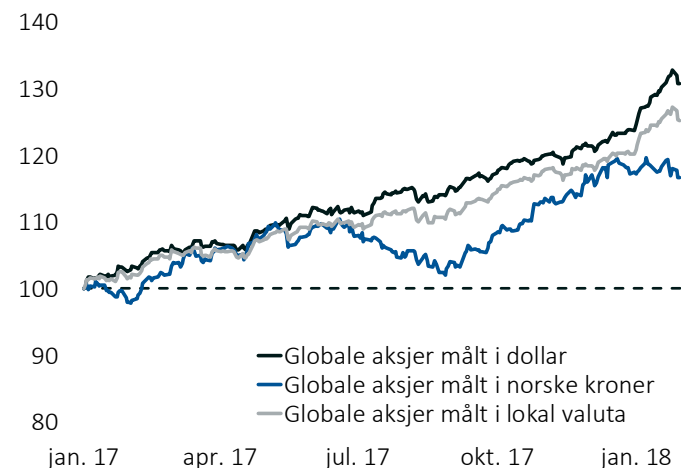
Obligasjoner av høy kvalitet med lang løpetid falt i verdi.

Det har sjelden vært større enighet blant sentrale beslutningstakere om at 2018 blir et skyfritt år.

Valuta i sentrum

Oslo Børs falt en knapp prosent i januar. Utenlandske markeder steg fire prosent målt i lokal valuta, men justert for kronestyrkelsen falt de samme markedene omtrent en halv prosent i verdi. Dermed er globale aksjer på samme nivå som i november i fjor og bare tre-fire prosent over forrige topp fra sommeren 2017, jf. figur 1.

Figur 1: Globale aksjer i lokale valutaer, dollar og kroner siden 2017

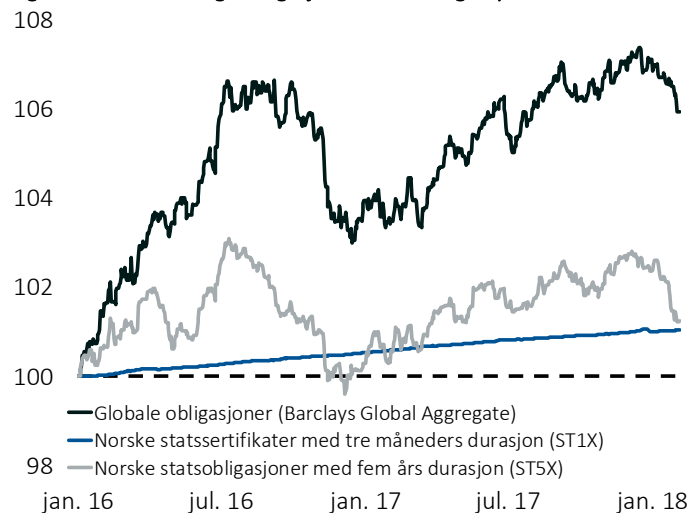


Vekstmarkeder er inne i sitt tredje år med god avkastning i forhold til utviklede markeder. I januar steg aksjemarkeder i U-land tre prosent mer enn aksjemarkeder i utviklede land. Den lavere prisingen av aksjer i U-land kan være en driver bak den gode avkastningen i vekstmarkeder; amerikanske aksjer er til sammenlikning nesten dobbelt så dyre som aksjer i U-land. Optimisme knyttet til fremtidig økonomisk utvikling er sannsynligvis også en faktor som har bidratt til den relativt gode avkastningen i vekstmarkeder.

Obligasjoner av høy kvalitet med lang løpetid (eg. durasjon) har steget og falt i verdi om hverandre i lengre tid, jf. figur 2. Norske statsobligasjoner med lang løpetid har gitt nullavkastning siden februar 2016. Det har gått litt bedre i globale obligasjoner med noe kredittrisiko, men også her har det vært nullavkastning siden sommeren 2016. Det er kun i det spekulative kredittsegmentet,

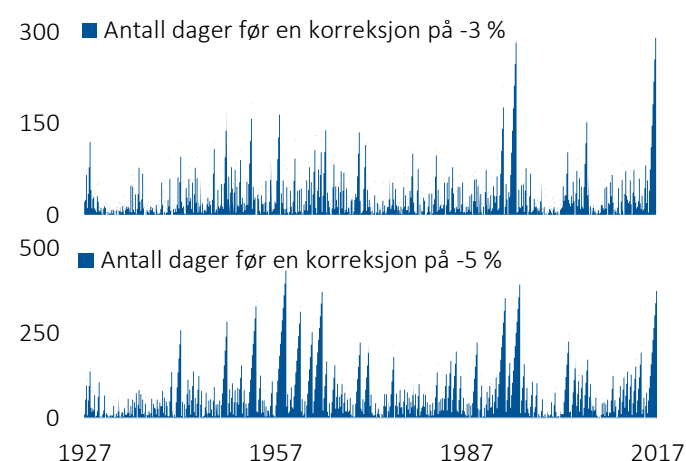
globale høyrenteobligasjoner, at obligasjonsverdiene øker.

Figur 2: Nullavkastning i obligasjoner med lav og høy risiko siden 2016



I figur 3 ser vi på stabiliteten i aksjemarkedet i et historisk perspektiv, fra 1928 til i dag. Figuren viser at det aldri har vært en lengre periode i den amerikanske Standard & Poor's 500-indeksen uten kursfall på tre eller fem prosent; den 31. januar hadde det gått 313 dager siden en korreksjon på tre prosent og 403 dager siden en korreksjon på fem prosent. Figuren er en påminner om hvor stabilt og dermed trygt dagens aksjemarked føles. Det har likevel aldri skjedd at en periode med lave svingninger varslet en ny æra; risikoen har alltid sneket seg tilbake i markedet. Vi mener det er galt å bruke de siste årenes lave svingninger i kapitalmarkedene som en veiviser for risikoen fremover; dette er et poeng vi diskuterer videre i temadelen og som illustreres i figur 5 på neste side.

Figur 3: Fravær av mindre kursfall i aksjemarkeder



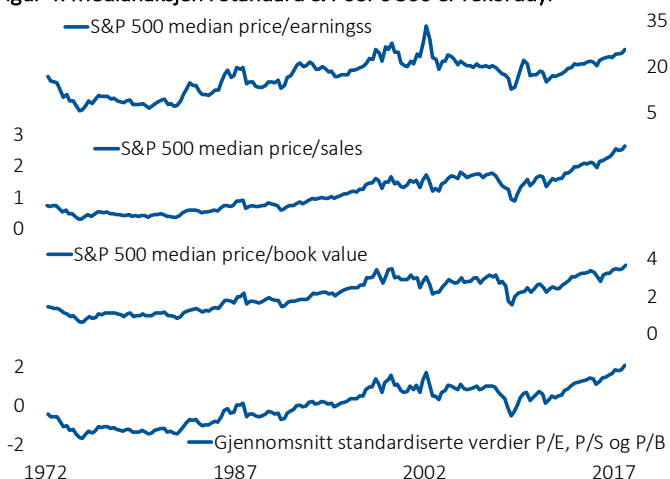
Tema: Pengepolitikk på hold som markedsdriver

Høsten 2008 startet den amerikanske sentralbanken Federal Reserve System (Fed) det vi i dag oppfatter som moderne kvantitative lettelser. Kvantitative lettelser betyr at sentralbanken støttekjøper verdipapirer i kapitalmarkedene; det representerer en målrettet stimulans for høyere priser på finansielle aktiva. Før Fed startet med kvantitative lettelser i 2008, utgjorde den amerikanske sentralbankens balanse 1/20 av den samlede verdiskapningen, bruttonasjonalproduktet (BNP), i USA. I 2014 var sentralbankens balanse kommet opp i ¼ av USAs BNP og den utgjør fortsatt godt over 1/5 av økonomien, jf. figur 10 på neste side.

Selv amerikanske myndigheters egne beregninger har vist at Feds støttekjøp tvang prisen på både obligasjoner og aksjer opp (merk at høyere pris på obligasjoner betyr lavere renter). Kvantitative lettelser i USA ble avsluttet i oktober 2014, og i desember 2015 økte Fed styringsrenten for første gang siden 2006. Til tross for at kvantitative lettelser i USA er et avsluttet kapittel og renten er satt opp flere ganger, har prisen på finansielle aktiva fortsatt å stige i den grad at majoriteten av aksjer i USA aldri har vært dyrere enn i dag, jf. figur 4. Figuren viser prisingen av den midterste aksjen når man rangerer aksjene i Standard & Poor's 500-indeksen fra dyrest til billigst. Det er verdt å reflektere over kombinasjonen høyere prising og høyere renter. Høyere prising av aksjer betyr erfaringsvis lavere fremtidig forventet avkastning. Så lenge renten er ekstremt lav, kan mange leve med ekstrem høy prising av aksjer. Nå som både styringsrenten og lengre markedsrenter stiger i USA, blir den forventede meravkastningen i aksjer over renter mindre. Vi har allerede nådd det punktet hvor den løpende utbytteavkastningen i USA har blitt mindre enn det sikre rentealternativet for første gang på omtrent ti år (ikke vist her, se markedspresentasjonen).

Selv om USA har sluttet med kvantitative lettelser, fortsetter støttekjøpene i andre land og regioner. Men

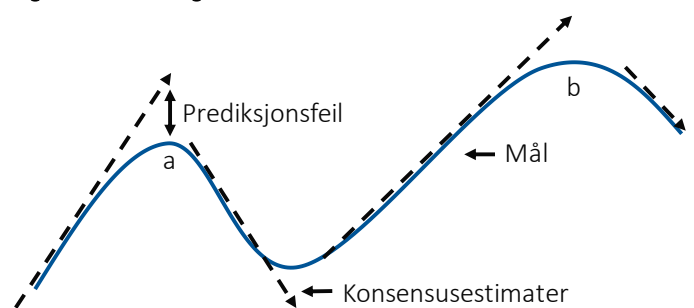
Figur 4: Medianaksjen i Standard & Poor's 500 er rekorddyr



også i eurosonen ønsker sentralbanken ESB å normalisere pengepolitikken; de har varslet en halvering av støttekjøp i markedet for obligasjoner, fra 60 milliarder til 30 milliarder euro i måneden. Vi har ingen grunn til å betvile ESBs intensjon om å kutte i støttekjøpene og etter hvert normalisere pengepolitikken.

Avvikling av og reduksjon i pengepolitiske programmer med dokumentert positiv støtte til prisene på finansielle aktiva kan ikke tas lett på. Derfor har vi allerede diskutert en stund om pengepolitikk fortsatt er en positiv markedsdriver. Når vi ser denne diskusjonen i kombinasjon med konsensus' virkelighetsforståelse, blir det mer interessant.

Figur 5: Det er farlig å tro at fremtiden blir en lineær fortsettelse



I figur 5 har vi forsøkt å illustrere menneskelige feil når vi lager prognoser for fremtiden. Verden har aldri gått i en rett linje fra a til b; veien mot neste topp har alltid blitt avbrutt av små eller større nedturer. Likevel er det som om den menneskelige hjernen automatisk forestiller seg en lineær virkelighet, mens det i realiteten er mer kronglete. Ved inngangen til 2018 erfarer vi at gapet mellom den økonomiske virkeligheten som konsensus og sentrale beslutningstakere tar for gitt – og den virkeligheten som reflekteres i objektive indikatorer – sjelden har vært større enn nå; vi må tilbake til tiden rundt årtusenskiftet for å finne et like tilbakelent og positivt konsensus som i dag på samme tid som ledende indekser tilsier at det fortsatt finnes noe som heter risiko for økonomisk avmatning. Konsensus' optimisme reflekteres også i sentimentmålingen vår (se figur 6) som nylig var rekordhøy og som har vært på den høye siden i uvanlig lang tid.

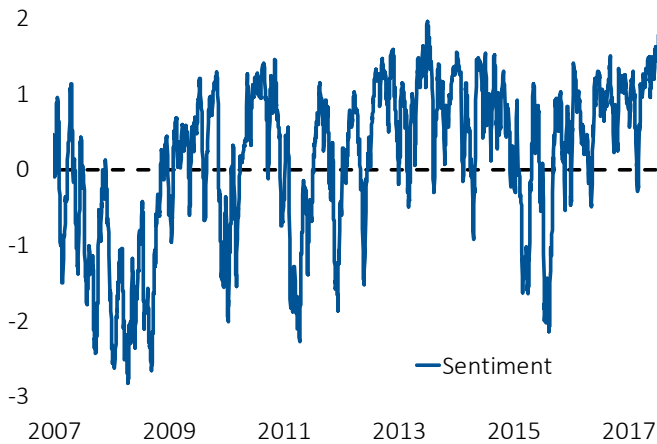
Når æraen med de største, positive pengepolitiske tiltakene går mot slutten og sentralbanken i USA ønsker flere rentehevinger i 2018, er vi nødt til å vurdere om vårt syn på pengepolitikk som markedsdriver er forenlig med målet vårt om å bevare og utvikle formuer. Fordi vi er i tvil om pengepolitikk fortsatt kan ses på som en positiv markedsdriver, finner vi det riktigst å sette denne markedsdriveren på hold. Det får betydning for markedssynet. Vi anbefaler å redusere eksponeringen mot risiko. Aksjes tas ned fra nøytralvekt til undervekt. Ti prosent av aksjepengene anbefales å flyttes over til renter.

Markedsdriverne på 1-2-3

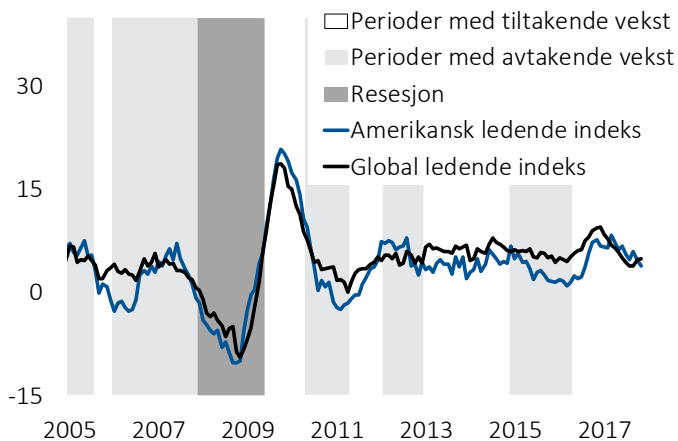
I figur 6, 7, 8 og 9 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 6) er høyt og en negativ driver.
- Konjunktur (figur 7) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 8) er klart positivt på global basis.
- Verdi (figur 9) forteller oss at markedene er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.
- Kvantitative lettelser (figur 10) i USA ligger bak oss.

Figur 6: Sentimentet er sjeldent høyt



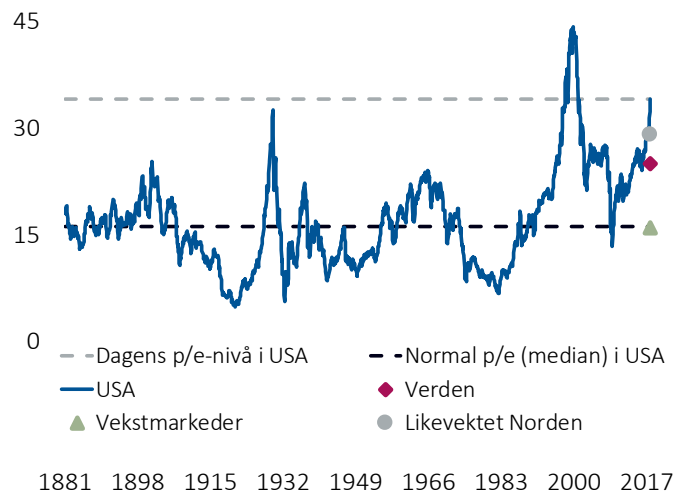
Figur 7: Ledende indeks i USA har snudd ned



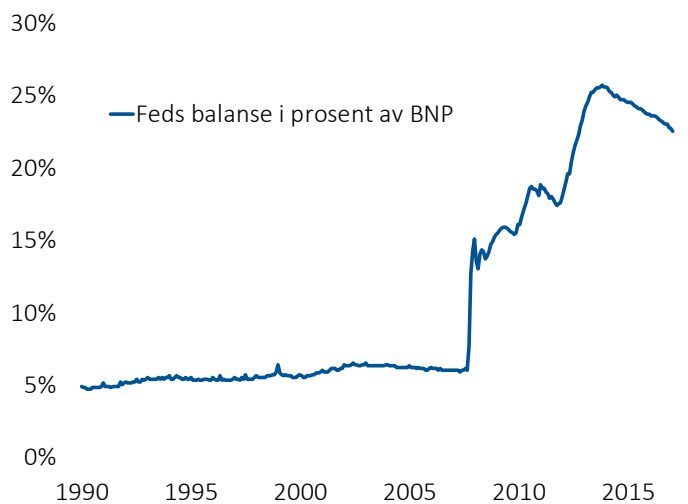
Figur 8: Momentum er en positiv markedsdriver



Figur 9: Det er mindre verdi enn normalt i aksjer



Figur 10: Feds balanse i forhold til økonomien toppet ut i 2014



I figur 11 og 12 oppsummerer vi markedsdriverne og anbefalinger. Vi anbefaler nå undervekt i aksjer og å ta mindre risiko enn normalt.

Figur 11: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
<ul style="list-style-type: none"> ✓ TEMATIKK • Pengepolitikk ✓ MOMENTUM 	Undervekt	<ul style="list-style-type: none"> ✓ VERDI ✓ SENTIMENT ✓ KONJUNKTUR

Figur 12: Våre anbefalinger

	Kommentarer	Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 av den globale aksjeforføljen.	Undervekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre enn normalt i nordiske aksjer.	Undervekt
Renteplasseringer	Undervekten i aksjer reallokeres inn i renter.	Overvekt
Rentefølsomhet	Vi anbefaler en normal durasjon i renteporteføljen.	Nøytral
Kredittrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral