

2018 – innenfor normalen

Globale aksjer falt seks-sju prosent i desember.

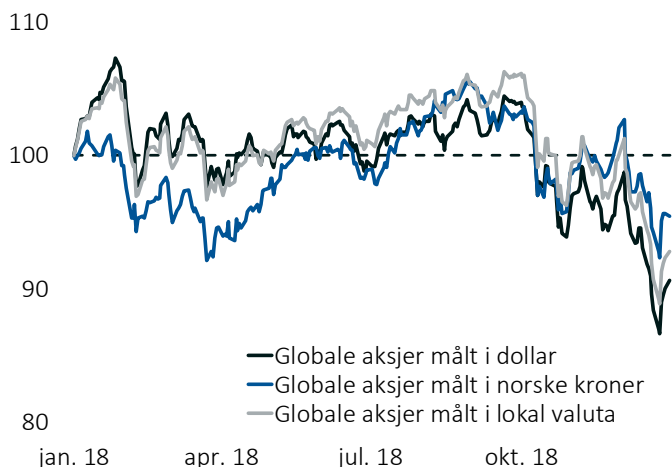
2018 ble dermed det svakeste aksjeåret siden 2008.

Til tross for en svak avslutning på børsåret 2018 havnet aksjeavkastningen godt innenfor normalen.

Minste motstands vei er ned

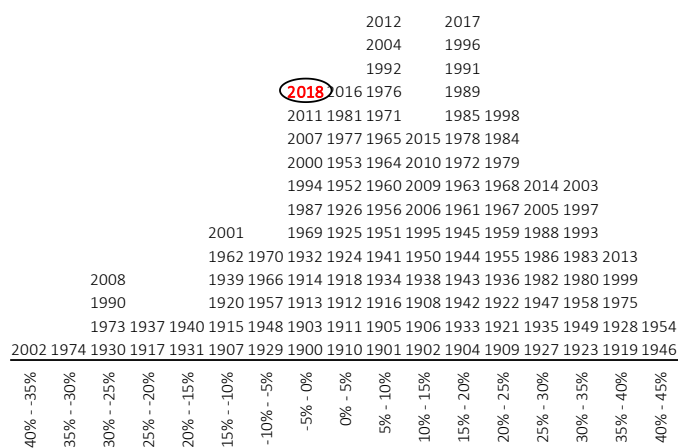
Børsåret 2018 vil huskes mer for avslutningen enn begynnelsen på kalenderåret. Mens verdens børser startet fjoråret optimistisk – med en spesielt sterk oppgang gjennom sommeren i fjor – var det som om noen slo av en bryter i oktober. Da kom vinteren til verdens aksjemarkeder, og kursmomentum skiftet fra å være positivt til å bli negativt; nå er minste motstands vei ned. Da vi gikk ut av 2018, var momentum negativt i seks av sju aksjemarkeder, inkludert det toneangivende amerikanske.

Figur 1: Globale aksjer i 2018



Etter den svake avslutningen på 2018, jf. figur 1, har pessimismen begynt å bite seg fast. Men det er hittil ingen grunn til å ta frem de store overskriftene. Forventet avkastning i globale aksjer er omtrent fem prosent og man må regne med svingninger på 15 prosentpoeng rundt denne teoretiske avkastningsforventningen. Det betyr at globale aksjer må stige mer enn 20 prosent eller falle mer enn ti prosent i et kalenderår før man med rette kan si at utfallet havnet utenfor normalen. I figur 2 har vi plassert inflasjonsjustert realavkastning i globale aksjer for hvert kalenderår siden 1900. Vi ser at 2018 havnet på den venstre siden av histogrammet hvor realavkastningen har vært negativ; men kalenderåret 2018 er likevel godt innenfor de utfallene som regnes som normale basert på over 100 års erfaring med aksjeinvesteringer.

Figur 2: Realavkastning i globale aksjer, hvert kalenderår siden 1900



Mens aksjer endte 2018 med kursfall, steg verdien av de sikreste obligasjonene med lang løpetid. Dette er i tråd med det man ofte opplever i perioder med børsuro; da søker folk til det aller sikreste. Nettopp av den grunn har sikre renteinvesteringer en plass i alle investeringsporteføljer fordi noe av fallet i aksjeplasseringene veies opp av en bedre utvikling i rentepapirene ved betydelig uro.

Den norske kronen viste nok en gang at valutaen svekker seg i kjølvannet av uro på børs og økende vekstpessimisme. Merk at kronefall bidrar til en høyere avkastning i globale aksjer på grunn av vekslingsforholdet. Derfor kamuflerer den svake kronen noe av det globale kursfallet i 2018. Fjoråret ble derfor en påminner om at det er smart å spre risikoen også på tvers av ulike valutaer.

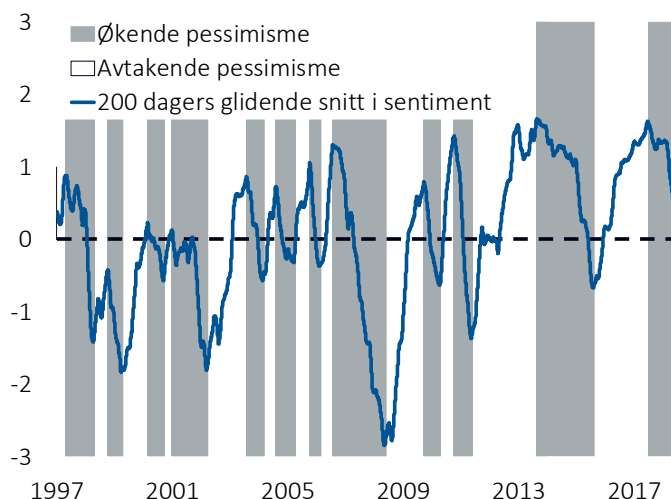
Figur 3: Avkastning i renteinvesteringer i 2018



Tema: Som ventet i 2018, hva nå?

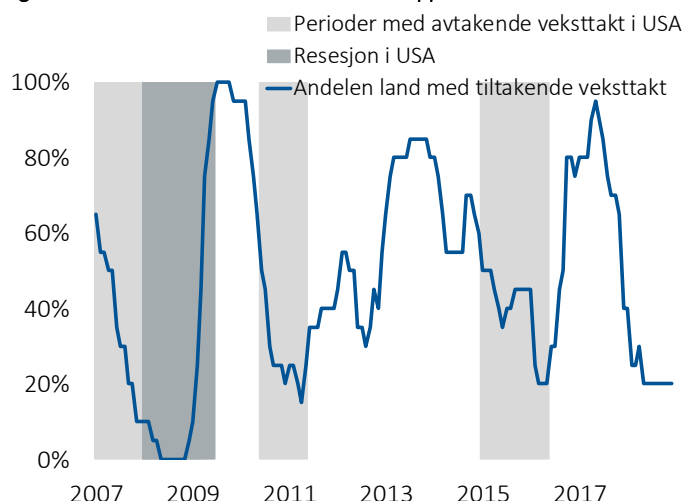
Da vi gikk inn i 2018, var optimismen skyhøy. Ut av 2018 er situasjonen snudd på hodet, men likevel i tråd med det man kunne forvente.

Figur 4: Trenden i stemningsindeksen toppet ut ved inngangen til 2018



Erfaring tilsier at i kjølvannet av ekstreme utslag av vedvarende optimisme kommer en påfølgende periode med svak og negativ avkastning. Ved inngangen til 2018 var stemningen blant folk i aksjemarkedet sjeldent optimistisk; vi hadde aldri registrert en lengre periode med så sterk optimisme som ved årsskiftet 2017-2018, jf. figur 4 som viser trenden (eg. 200 dagers glidende gjennomsnitt) i stemningsindeksen vår. Med andre ord forventet nesten alle for ett år siden en fortsatt strøm av positive nyheter og høyere aksjekurser.

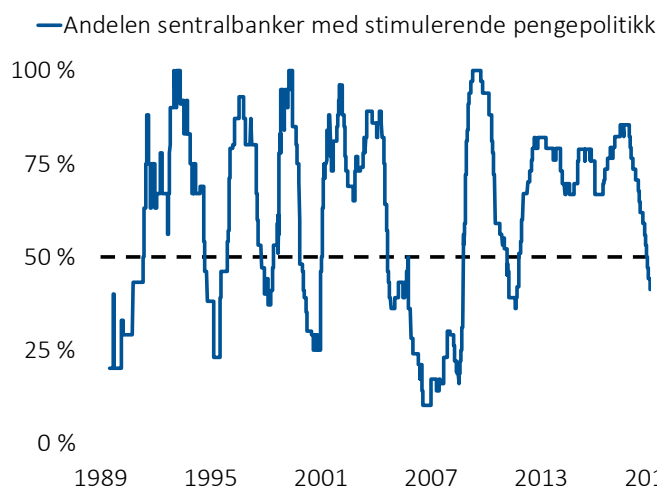
Figur 5: Momentum i verdensøkonomien toppet ut i mai 2017



En mer disiplinert bruk av objektive økonomiske indikatorer i stedet for magefølelse og synsing ville imidlertid ha avslørt at verdensøkonomien allerede i 2017 begynte å vise tegn til en kommende avmatning. Figur 5 viser at momentum i verdensøkonomien toppet ut allerede i mai 2017. Og etter årevis med kvantitative lettelsers observerte vi ved utgangen av 2017 at noen av verdens sentralbanker begynte å stramme inn i stedet for å fortsette med pengepolitiske lettelsers. Mens 29 av 34

sentralbanker verden over stimulerte økonomien gjennom pengepolitiske lettelsers høsten 2017, snudde trenden blant sentralbankene på tampen av 2017; i oktober 2018 praktiserte majoriteten av verdens sentralbanker en innstrammende pengepolitikk, jf. figur 6.

Figur 6: Sentralbankenes pengepolitikk



Med signaler om avtakende økonomisk vekst i ryggen (vi snudde i synet på konjunktur allerede ved inngangen til juli 2017) og utsikter til normalisering av pengepolitikken i 2018 anbefalte vi ved inngangen til februar i fjor å redusere risikoen i porteføljene ved å plassere mindre penger i aksjer enn normalt. Gjennom våren og sommeren 2018 var det mange som mente at forsiktigheten var malplassert; de så på norske aksjer, spesielt oljeeksponerte selskaper, og ville være med på festen på Oslo Børs.

Så kom høsten og bildet ble snudd opp ned; oljeprisen kollapset, Oslo Børs raste og verdens børser gikk fra positiv kalenderårsavkastning til røde tall for året.

Midt oppi all ståheien er det fornuftig å ha i bakhodet at skiftet i kapitalmarkedene har vært tråd med det man kunne forvente gitt de signalene vi har gitt underveis om utviklingen i konjunktur, pengepolitikk og momentum i bl.a. aksjemarkedet. Gjennom andre halvdel av 2017 og hele 2018 illustrerte vi at utfallsrommet i aksjemarkedet gikk fra å være fordelaktig til å bli mer risikofyllt (ikke vist her, se markedspresentasjonen for januar 2019). Med andre ord burde det ikke være helt uventet at 2018 bød på et værsifte.

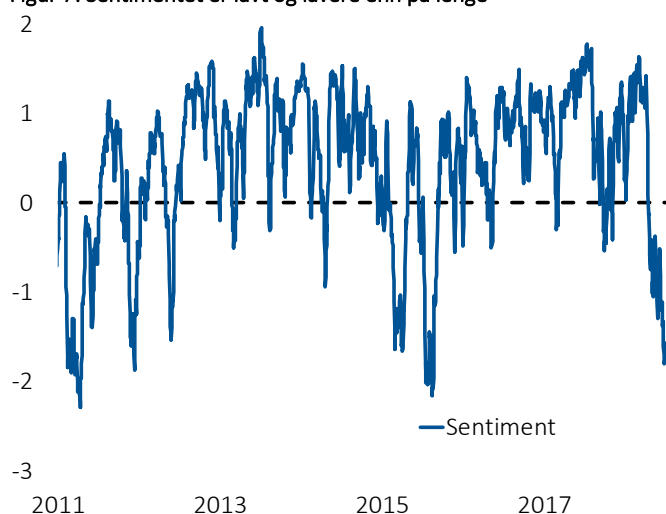
Og når vi står med en fot inne i 2019, vil vi følge samme prosedyre som hjalp oss med å være i forkant av de viktige skiftene i 2017 og 2018. Dessverre har vi ingen holdepunkter for at noen av markedsdriverne vil snu med det aller første og vi er fortsatt i en fase hvor korreksjonsrisikoen er på sitt høyeste. Vi vil imidlertid advare mot å forsøke å spå retningen på markedsdriverne, og heller observere kommende skift og endre våre anbefalinger når fakta endrer seg.

Markedsdriverne på 1-2-3

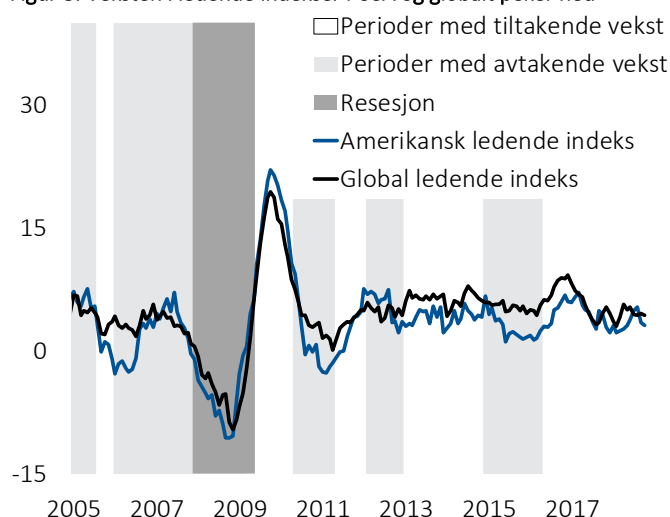
I figur 7, 8, 9 og 10 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 7) er lavt en positiv driver.
- Konjunktur (figur 8) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 9) er en negativ markedsdriver.
- Verdi (figur 10) forteller oss at markedene, og spesielt det amerikanske, er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning på lang sikt er lavere enn normalt.

Figur 7: Sentimentet er lavt og lavere enn på lenge



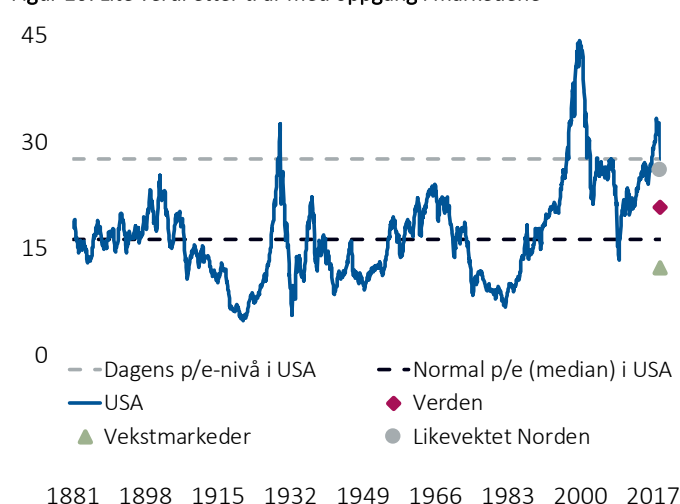
Figur 8: Veksten i ledende indekser i USA og globalt peker ned



Figur 9: Momentum er en negativ markedsdriver



Figur 10: Lite verdi etter ti år med oppgang i markedene



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

Figur 11: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
✓ SENTIMENT	Undervekt	✓ VERDI ✓ KONJUNKTUR ✓ MOMENTUM

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 aksjeporteføljen.	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

MARKEDSSYN

Markedsdriverne er vår viktigste input i prosessen som ligger bak markedsanalysen vår. Figuren nedenfor beskriver oppbygningen av prosessen. Vi setter som krav til analyseprosessen at markedsdriverne vi følger skal være intuitive (fornuftsbaserte), basert på historiske erfaringer (empirisk og bevisbasert) og støttet av teori (de intuitive hypotesene våre må gjennom tester som vi kjenner igjen fra vitenskapen). Utover kriterier ovenfor må

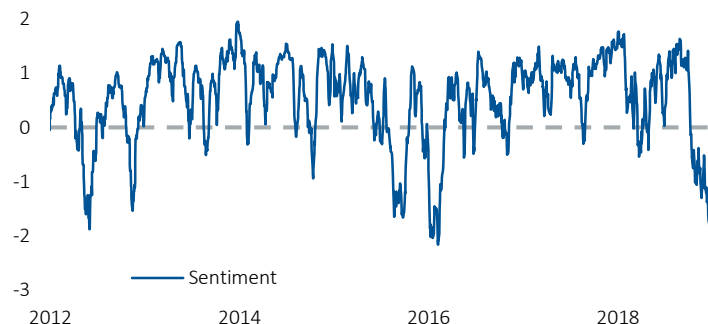
både innhold og metode være av høy kvalitet. De fem driverne vi legger vekt på i vurderingen av den generelle markedsrisikoen er sentiment, momentum, konjunktur, verdi og tematikk.

Oppsummering

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

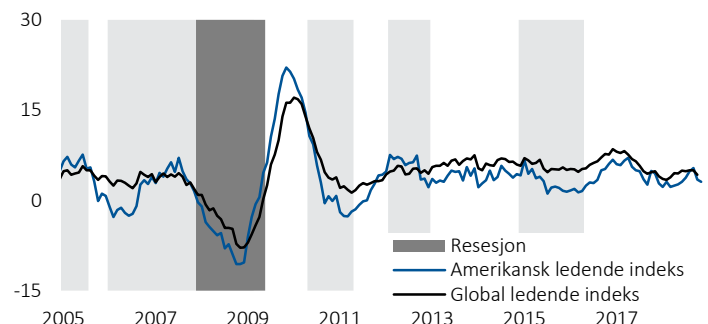
Sentiment

Markeder er aggregert menneskelig atferd; markedet gjenspeiler med andre ord folks oppførsel. Empirien forteller oss at aksjeavkastning har vært høyest når folk var mer eller mindre pessimistiske. Ser vi på amerikanske data fra 1997 og frem til i dag, finner vi at når sentimentet har vært positivt, har markedet gitt en annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning på 4,9 prosent. Til sammenlikning har perioder med negativt sentiment gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på 6,9 prosent. Vi bruker derfor sentimentet som en advarsel mot å la oss rive med av nyheter, hendelser og annet som gjør oss følelsesmessig styrt. Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst, samt for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.



Konjunktur

Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1908 og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 19 prosent i perioder med tiltakende vekst. I perioder med avtakende vekst har annualisert, gjennomsnittlig realavkastning vært minus prosent. Vi bruker ledende indekser for å finne neste vendepunkt i den økonomiske veksten. Dataene i denne ledende indeksen for amerikansk økonomi er fra ECRI - et ledende selskap innen konjunkturanalyse. Konjunktur er en mellomlangsigte markedsdriver og forteller deg normalt noe om risikoen på tre til 24 måneders sikt.



PRO	KONKLUSJON	KONTRA
✓ SENTIMENT	UNDERVEKT	✓ VERDI ✓ KONJUNKTUR ✓ MOMENTUM

Momentum

Don't fight the tape (trend)! Markedsprisene følger trender som kan defineres; mer eller mindre all realavkastning i aksjer har kommet når momentum var positivt. Momentum indikerer i hvilken retning avkastningen vil fortsette å gå. Når momentum er etablert, lønner det seg å gå med strømmen. Når momentum har vært positivt, har verdensindeksen fra 1997 og frem til i dag gitt en annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning på 5,5 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på minus 9,0 prosent. Momentum er en mellomlangsigte markedsdriver og forteller deg normalt noe om risikoen på tre til 24 måneders sikt.



Verdi

Pris er det du betaler, verdi er det du får; kjøp når markedet er billig. Mange synes dette høres banalt ut, men all erfaring tilsier at folk liker de aksjene eller markedene som allerede har steget mest i pris. Pris og verdi er ikke det samme, men over tid vil pris og verdi konvergere. Historiske data fra det amerikanske aksjemarkedet, fra 1881 frem til i dag, viser at verdi har forklart over 50 prosent av variasjonen i gjennomsnittlig realavkastning de neste 20 årene. Vårt verdimål følger utviklingen i Syklisk justert p/e. Dette er et måltall på verdi med veldokumentert empirisk støtte. Verdi er en langsigte markedsdriver og forteller deg mest om risikoen på sju til 20 års sikt.

