

Sterk start på 2019

Globale aksjer steg rundt fem prosent i verdi i januar.

Den aller sterkeste rekylen i januar kom i amerikanske obligasjoner av lav kvalitet.

Ses desember og januar under ett, har det vært mye ståhei for ingenting.

Glasset er halvfullt, igjen

Mens utgangen av 2018 var preget av flukt til sikrere verdipapirer, begynte 2019 som om alle bekymringer var glemte. Aktørene i markedet vurderte glasset åpenbart som halvtomt i fjerde kvartal i fjor, men ved inngangen til 2019 anses det for å være halvfullt igjen.

Figur 1: Globale aksjer siden 2018

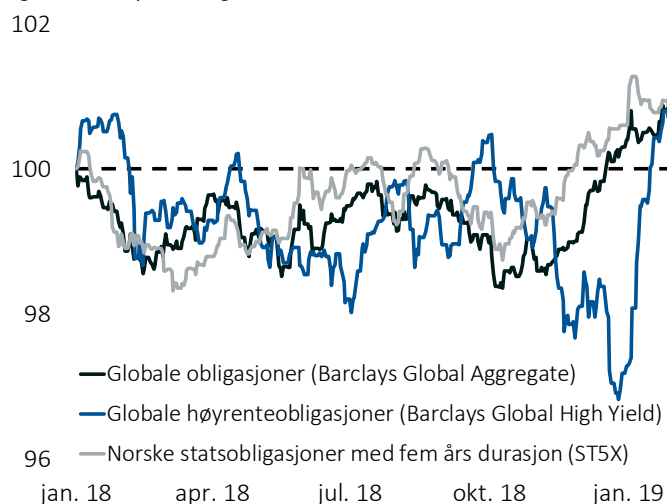


Figur 1 viser utviklingen i globale aksjer fra tre valutaperspektiver. Fra et norsk ståsted er det «globale aksjer målt i norske kroner» som er mest relevant. Vi ser at det har vært omtrent nullavkastning siden inngangen til 2018, avbrutt av kvartalslange perioder med tiltakende og avtakende risikoappetitt. Det er i dette litt lengre perspektivet at utviklingen i januar ikke representerer et brudd med den underliggende trenden; det er innenfor normalen at vi får et par måneder som i desember og januar hvor det samme glasset går fra å være halvtomt til å bli halvfullt igjen uten tilførsel av reelt innhold.

Til tross for at manges øyne var på aksjer i januar, er det kanskje obligasjoner av lavere kvalitet som sto for den mest spektakulære rekylen i årets første måned. Amerikanske høyrenteobligasjoner steg fire-fem prosent i verdi i januar, det vil si nesten like mye som aksjer målt i norske kroner. Dermed har amerikanske obligasjoner av lav kvalitet hentet inn nesten hele verdifallet fra oktober til

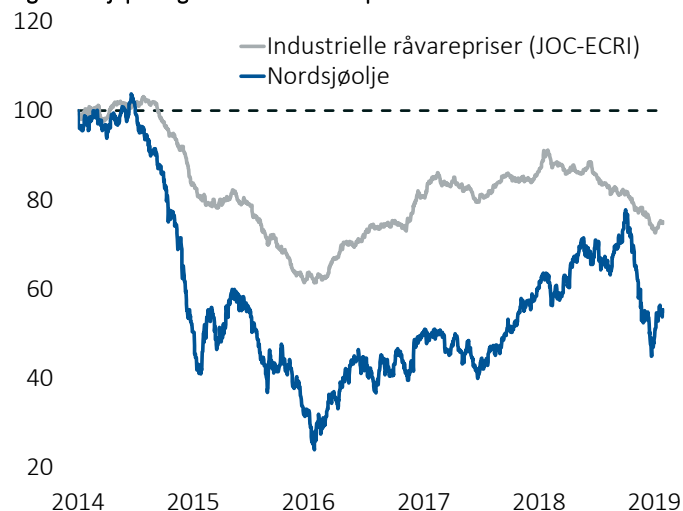
desember i fjor.

Figur 2: Renteplasseringer siden 2018



I markeder med store svingninger og iøynefallende overskrifter i mediene er det vanskelig å bli klok på hva som er signal og hva som er støy. Mens aksjer og obligasjoner tidvis gjør det vanskelig for observatøren å bli klok på underliggende trend, la oss gå til et marked hvor trenden fra fjoråret er tydeligere. I figur 3 viser vi utviklingen i prisen på råvarer som brukes som innsatsfaktorer i industrien. Her ser vi at den underliggende trenden er svak og avtakende, og at januar ikke representerte et brudd med gjeldende trend. I temadelen på neste side vil vi denne gang bruke litt mer tid på utviklingen i måneden som ligger bak oss.

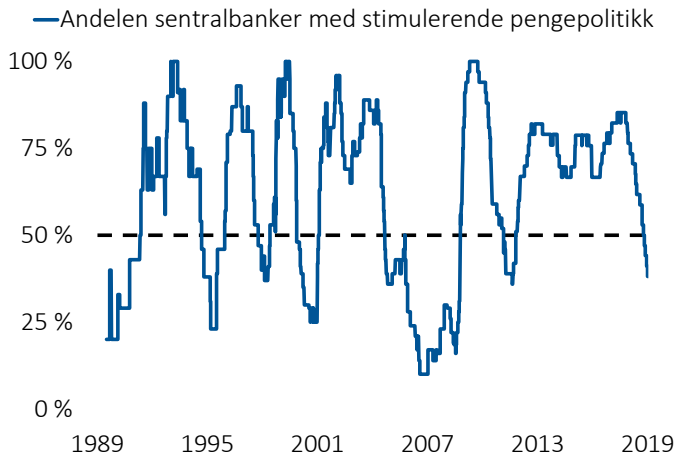
Figur 3: Oljepris og industrielle råvarepriser siste fem år



Tema: Et blikk tilbake på januar 2019

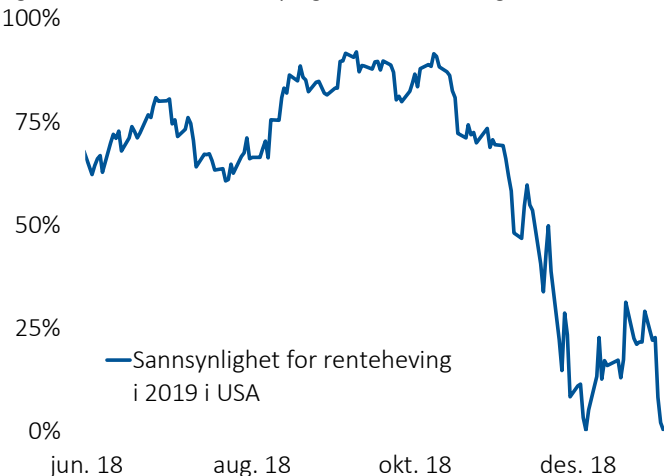
Det er ikke alltid så lett å forstå markedsbevegelser på kortere sikt. Det ligger i sakens natur at støyen kan overskygge signalet på fra måned til måned i den grad at markeds kommentarer bare forsterker støyen i stedet for å redusere den. La oss likevel gjøre et forsøk på å sette januar 2019 i et perspektiv.

Figur 4: Hvilken vei trekker verdens sentralbanker pengepolitikken?



Da vi gikk inn i 2018 for et års tid siden, poengterte vi at verdens sentralbanker gikk fra å stimulere til å stramme inn. I motsetning til hva mange tror – at sentralbankene er uavhengige i den grad at deres samlede handlinger blir lite koordinerte – har verdens over 30 sentralbanker ofte vist seg å følge i hverandres fotspott. Og ved inngangen til 2018 var det klart at saueflokken av sentralbanker gikk mot innstramninger etter flere år med lettelser og eksperimentell pengepolitikk.

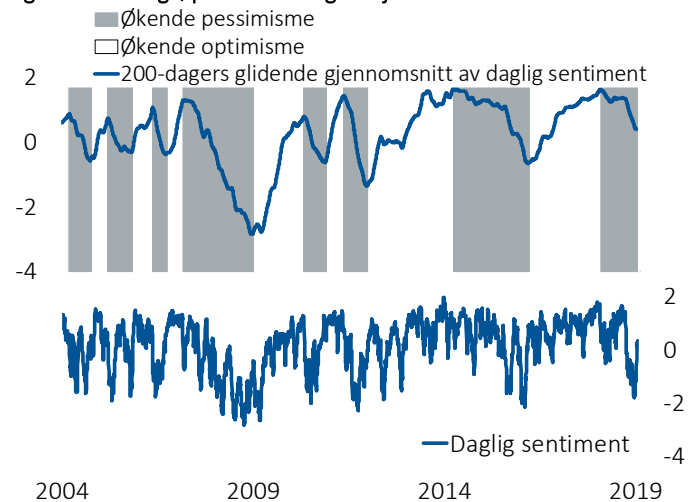
Figur 5: Markedsbasert sannsynlighet for renteheving i USA i 2019



I den saueflokken som utgjøres av verdens sentralbanker er det spesielt én bjellesau folk holder et spesielt våkent øye med; nemlig den amerikanske, Federal Reserve System. I figur 5 har vi vist implisitt sannsynlighet for renteheving i USA i kalenderåret 2019 basert på priser på fremtidskontrakter i rentemarkedet. Vi ser at aktørene i markedet var nesten 100 prosent overbevist om at Federal Reserve ville heve renten i USA i 2019. Gjennom fjerde

kvartal i fjor – i kjølvannet av markedsuroen og fallende aksjeverdier – var det som om troen på renteheving fordunstet. I dag er det ikke lenger priset inn renteheving i USA i 2019. Med andre ord har folks syn på en relevant markedsdriver endret seg i løpet av noen måneder i kjølvannet av svekkede markeder og konjunkturer. Sånn sett kan man argumentere for at det ligger en fundamental støtte bak markedsoppgangen i januar 2019. Men figur 4 forteller oss at sentralbanksyklusene er trege og lange; og det er ennå ingen sentralbanker som har snudd og begynt å snakke om å stimulere ennå. Det er derfor prematurt å snakke om at figur 4 har snudd til å bli gjenspeile en positiv markedsdriver.

Figur 6: Trend og løpende utvikling i aksjesentimentet



Fra måned til måned kan sentimentet blant aktørene i markedet svinge fra pessimisme til optimisme. Stemningsskiftene kan skje helt uten at man observerer endringer i fundamentale forhold som inntjening og ordreinngang. Perioden fra desember 2018 til januar 2019 er et slikt eksempel. I desember bunnet sentimentindeksen vår i figur 6 ut på 1,7 standardavvik under gjennomsnittet siden 1998. Så ekstreme utslag i sentimentet har erfaringsvis blitt avløst av normaliserende perioder hvor sentimentet går i retning av optimisme igjen. Og i januar 2019 er sentimentet nok en gang trygt plassert på den positive siden; det betyr at aktørene i markedet har gått fra den ytterste pessimisme til ny optimisme på bare fire-fem uker. Derfor vil vi beskrive markedsutviklingen de siste ukene som stemningsstyrt; det er et klart signal om å ikke legge for mye inn i tolkningen av kun én måned med sterkere markeder. Vi ser i øverste klipp i figur 6 at den lengre trenden i sentimentet fortsatt er ned etter at sentimentet var høyt unormalt lenge i 2016 og 2017.

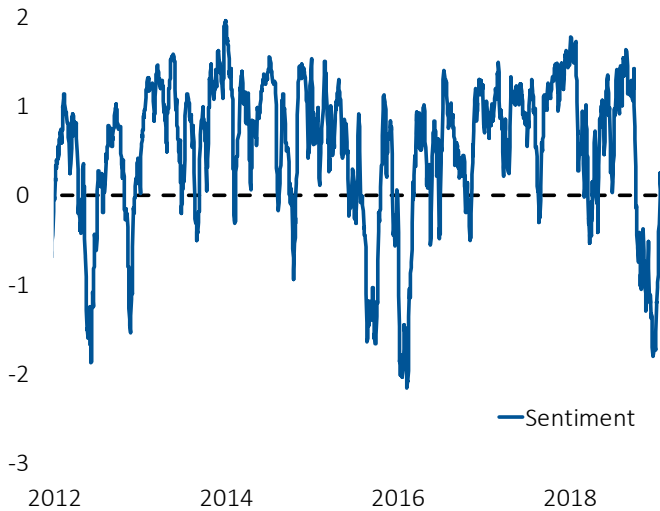
I stedet for å finne opp prosess og metode for markedsanalysen hver gang markedet svinger, holder vi fast på samme prosess som før. Keynes-sitatet «when the facts change, I change my mind, what do you do, Sir?» er alltid aktuelt. På neste går vi gjennom de samme fakta som før i jakten på nye signaler.

Markedsdriverne på 1-2-3

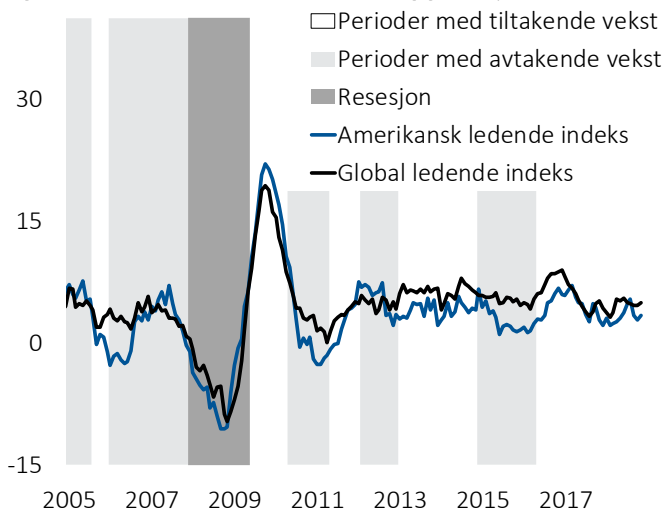
I figur 7, 8, 9 og 10 har vi illustrert utvikling og tilstand i de tallfestede og objektive markedsdriverne sentiment, konjunktur, momentum og verdi:

- Sentimentet (figur 7) er lavt en negativ 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 gjenspeiler optimisme igjen



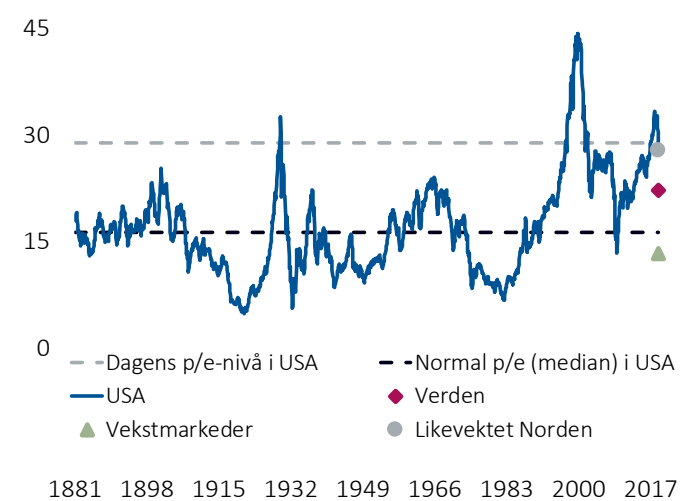
Figur 8: Veksten i ledende indekser i USA og globalt peker ned



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 |
|-----|------------|--|
| | Undervekt | <ul style="list-style-type: none"> ✓ VERDI ✓ KONJUNKTUR ✓ MOMENTUM ✓ SENTIMENT |

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 |

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

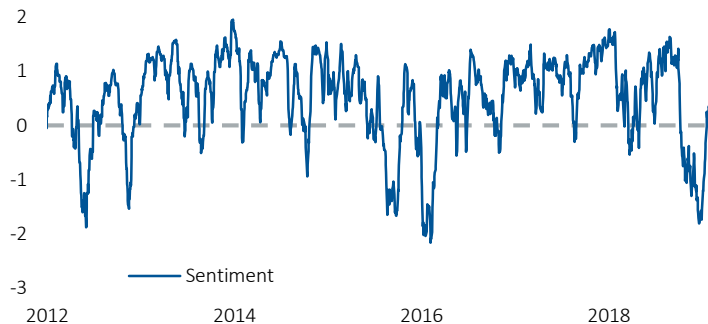
både innhold og metode være av høy kvalitet. De fem driverne vi legger vekt på i vurderingen av den generelle markedsrisikoen er sentiment, momentum, konjunktur, verdi og tematikk.

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. |

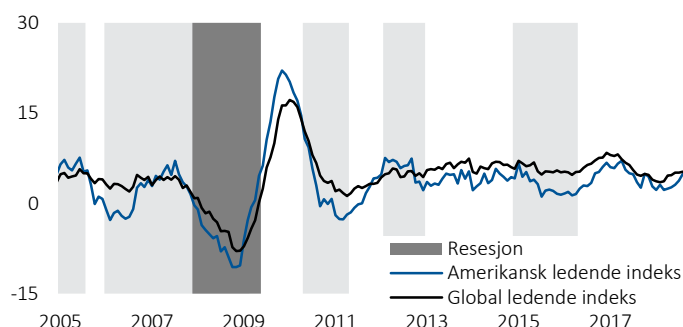
Sentiment

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 to 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 |
|-----|------------|--|
| | Undervekt | <ul style="list-style-type: none"> ✓ VERDI ✓ KONJUNKTUR ✓ MOMENTUM ✓ SENTIMENT |

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.

