

Optimismen triumferer

Globale aksjer steg fire prosent i kroner i februar.

Optimismen er tilbake for fullt etter den utbredte pessimismen på slutten av fjoråret.

De siste 12-14 månedene har aksjer i sum beveget seg sidelengs, men med store variasjoner underveis.

Uvanlig sterk start på året

Gitt den sterke pessimismen ved inngangen til 2019, jf. figur 7, er mange overrasket over at aksjemarkedet er omtrent ti prosent høyere ved inngangen til mars enn ved utgangen av 2018. Sann sett er de to siste månedene nok en påminner om psykologiens rolle i kapitalmarkedene. Vi har lett for å glemme at det er mennesker som utgjør markedene og at noen markedsbevegelser av den grunn ikke trenger noen annen forklaring enn psykologi.

Figur 1: Obligasjoner, høyrente og aksjer siden 2018



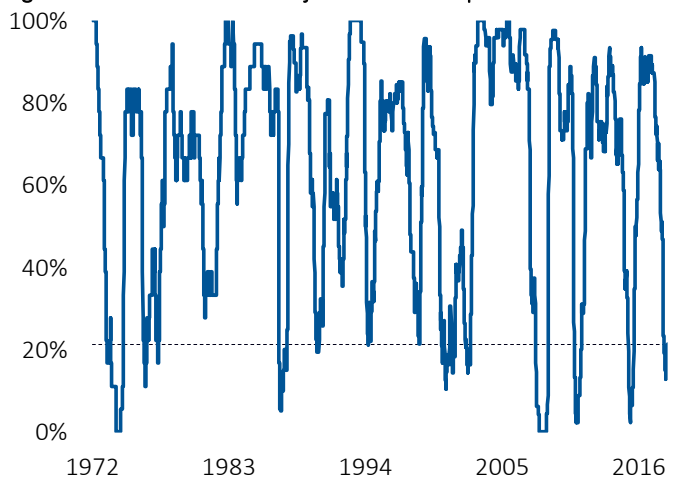
Figur 1 viser utviklingen i ulike markeder siden januar 2018. Vi ser at det de siste 14 månedene har vært omtrent dødt løp mellom globale obligasjoner, global høyrente samt nordiske og globale aksjeindekser målt i kroner. Det er primært en svekkelse av den norske kronen som bidrar til at globale aksjer ligger et hestehode foran.

Til tross for to måneder med uvanlig sterk oppgang i verdens aksjemarkeder er hovedtrenden eller momentum i de aller fleste markeder fortsatt negativ. I figur 2 viser vi andelen markeder med positivt momentum, dvs. retningen på 200 dagers gjennomsnittskurs på tvers av 46 markeder. Overraskende for mange har ikke to sterke måneder bidratt til en endring i globalt børsmomentum.

Amerikanske aksjer har vært i føringen siden 2018, med

god støtte i en sterk inntjeningsvekst, jf. figur 3.

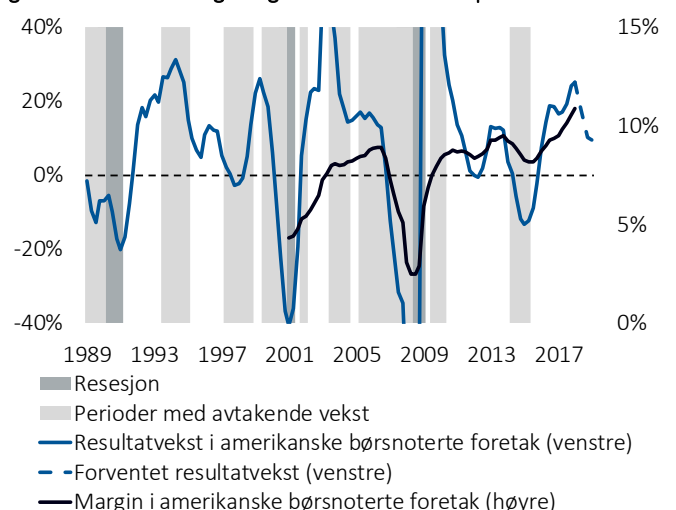
Figur 2: Andelen av verdens aksjemarkeder med positivt momentum



Figur 3 viser veksten i inntjeningen i USAs 500 største selskaper; årsveksten er beregnet ved å sammenlikne det siste årets resultat pr. aksje med samme tallstørrelse fra året før. Veksten har bare fortsatt å stige de siste kvartalene, ikke minst hjulpet av ekstraordinære skatteutt og historisk høye marginer. Men hvis vi legger analytikernes resultatanslag til grunn – som normalt må nedjusteres når det nærmer seg rapporteringssesong – er det helt sikkert at veksten vil toppe ut allerede neste kvartal og falle betydelig i kommende kvartaler.

På neste side vil vi dykke dypere inn i dette temaet; dvs. den sterke børsoppturen uten at det er så lett å se hvilke markedsdrivere man kan henge kursoppgangen på.

Figur 3: Resultatvekst og marginer i S&P 500-selskapene



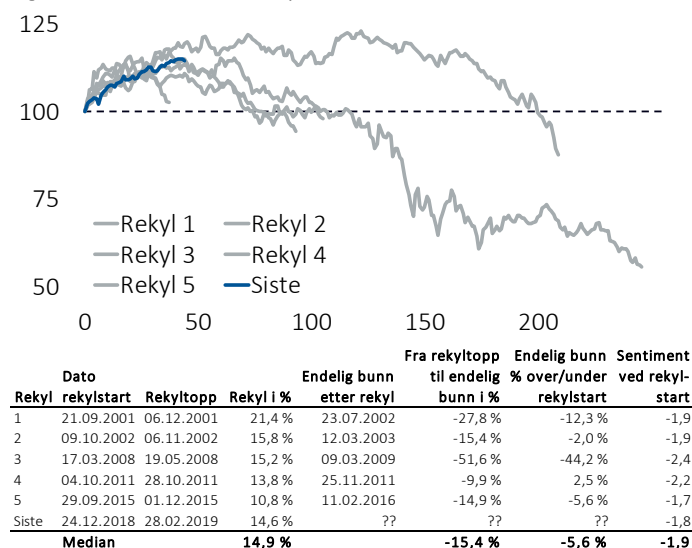
Tema: Rekylen i 2019

Den sjeldent sterke starten på aksjeåret 2019 fortjener en nærmere gjennomgang. Hva har skjedd og hvorfor?

Hittil i år har globale aksjer steget nesten ti prosent målt i norske kroner. De fleste aksjemarkeder er med på oppturen; ifølge Bloomberg har omtrent åtte av ti markeder hatt positiv avkastning så langt i 2019. De fleste har allerede glemt avslutningen på fjoråret, da verdens aksjemarkeder falt rundt åtte prosent i løpet av fjerde kvartal, målt i sterkt svekkede kroner. Sentimentet, det vil si stemningen blant folk i aksjemarkedet, har steget fra ekstrem pessimisme ved juletid til sterk optimisme i dag, jf. figur 7.

Vi har forsøkt å se på tilsvarende episoder som dagens, hvor aksjemarkedet har gått fra ekstrem pessimisme på en tid hvor hovedtrenden eller momentum var negativ, for så å bli avløst av en kraftig rekyl. Basert på data fra Ned Davis Research finner vi at det har vært fem liknende tilfeller globalt de siste 20 årene, jf. figur 4.

Figur 4: Sentimentdrevne rekyl de siste 20 årene



Figur 4 viser at samtlige rekyl til slutt mistet piffen. I fire av fem tilfeller falt aksjemarkedet enda dypere enn før oppgangen startet. Er oppgangen i januar og februar, jf. blå linje i figur 4, nok et eksempel på falskt håp?

I figur 5 viser vi utviklingen i makrooverraskelser i USA. Når amerikanske nøkkeltall for økonomisk utvikling overrasker positivt i forhold til makroøkonomenes prognoser, stiger linjen i figur 5; når makrotallene skuffer, faller linjen. Figur 5 forteller oss at makrotallene begynte å skuffe for alvor i oktober i fjor. Og de har bare fortsatt å skuffe. Det finnes med andre ord ingen holdepunkter for at det er overraskende gode makrotall som driver markedet; oppgangen har kommet til tross for svake konjunkturdata.

Hvis vi beveger oss fra makrotall som forteller oss om tilstanden her og nå til ledende indekser – som har til hensikt å signalisere kommende skift i konjunktuelle forhold – finner vi heller ikke her noen støtte for

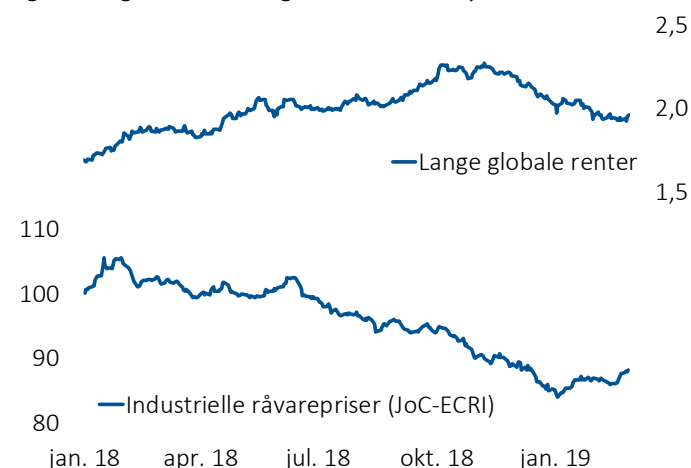
aksjemarkedsoppgangen, jf. figur 8. Den ledende indeksen for USA har hatt en negativ utvikling de siste månedene.

Figur 5: Makrooverraskelser i USA toppet ut i oktober 2018



Hever man blikket, ser man dessuten at aksjemarkedet ikke har andre markeder med seg. Eksempelvis er lange statsrenter i USA – som er en god konjunkturindikator – lavere i dag enn i fjerde kvartal, jf. figur 6. Hvis konjunktorene virkelig hadde skiftet til det bedre, ville man ventet høyere langrenter – og ikke lavere enn da børsnedturen startet i fjerde kvartal i fjor. I samme figur 6 ser vi også utviklingen i prisen på vekstsensitive industrielle råvarer; heller ikke her er det tegn til vekstoptimisme. Med andre ord blir ikke begeistringen i aksjemarkedet delt av aktørene i andre markeder.

Figur 6: Lange renter i USA og industrielle råvarepriser



Vi tror utviklingen i verdens aksjemarkeder i januar og februar må ses i sammenheng med den ekstreme pessimismen som preget markedsaktørene ved utgangen av fjoråret. Og mens pessimismen spredte seg, kom det nye signaler fra sentralbanken i USA, Federal Reserve, om at renten neppe ville heves mer i denne omgang. Derfor henger vi børsoppturen de to siste månedene på de to knaggene vi kan kalle sentiment og pengepolitiske signaler fra USA. På neste side går vi gjennom de vanlige markedsdriverne for å vurdere om de fakta vi legger mest vekt på, har endret seg.

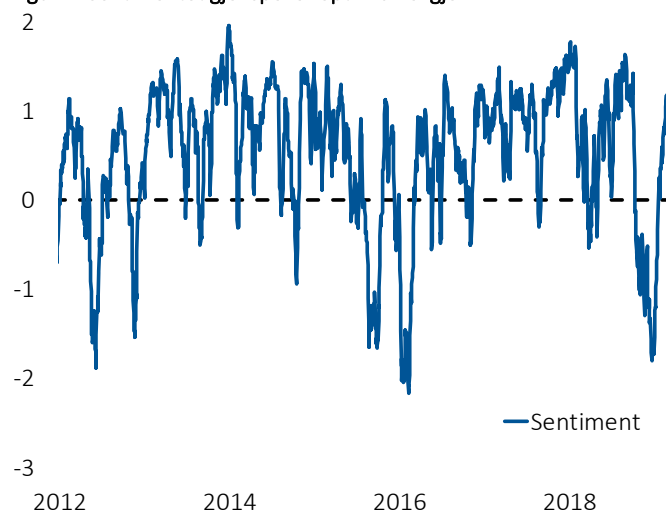
Markedsdriverne på 1-2-3

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

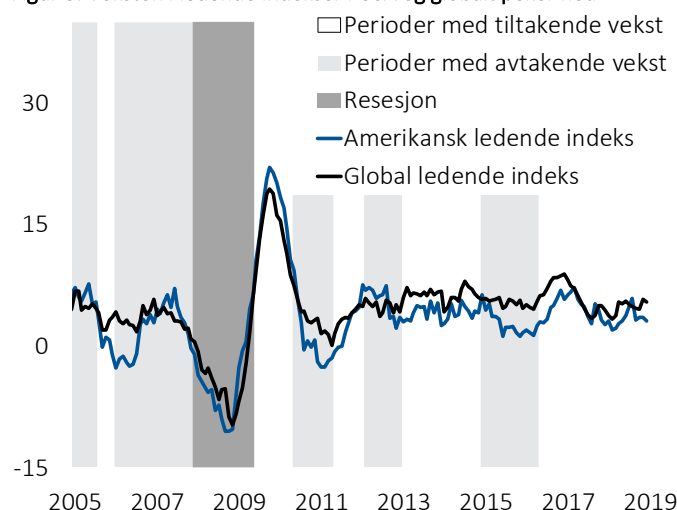
- Sentimentet (figur 7) gjenspeiler optimisme igjen og er en negativ driver.
- Konjunktur (figur 8) er en negativ markedsdriver.
- Momentum (figur 9) er en negativ markedsdriver.
- Verdi (figur 10) forteller oss at markedene, og spesielt det amerikanske, er sjeldent dyre. Det betyr at forventet avkastning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

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

Figur 7: Sentimentet gjenspeiler optimisme igjen



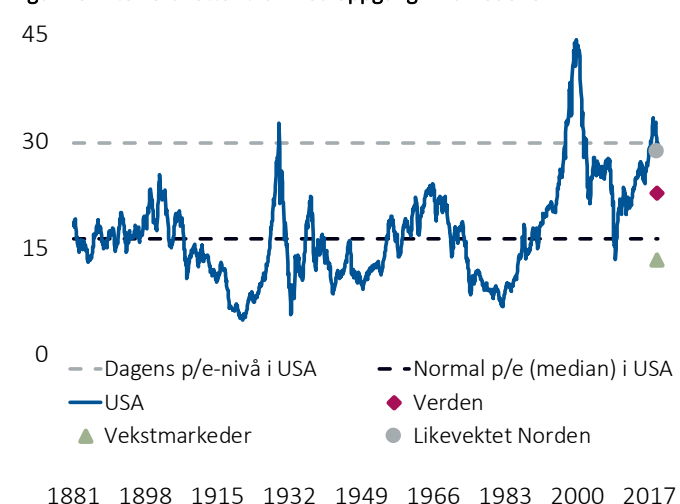
Figur 8: Veksten i ledende indekser i USA og globalt peker ned



Figur 9: Momentum er en negativ markedsdriver



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



Figur 11: Oppsummering av markedsdriverne

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
	Undervekt	✓ 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 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

Kort om prosessen for 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

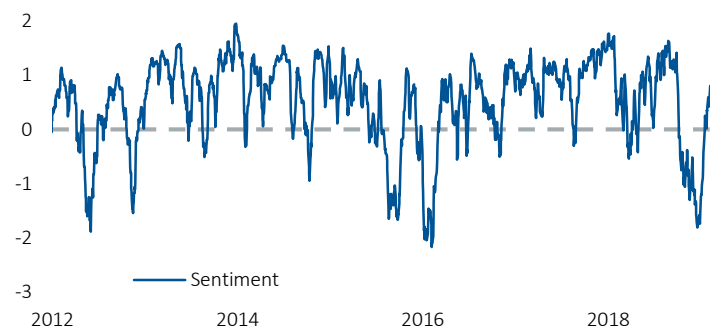
både innhold og metode være av høy kvalitet. De fem driverne vi legger vekt på i vurderingen av den generelle markedsrisikoen er sentiment, momentum, konjunktur, verdi og tematikk.

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.

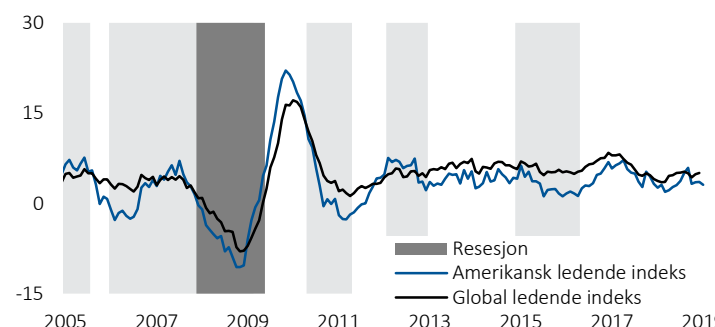
Sentiment

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 5,3 prosent. Til sammenlikning har perioder med negativt sentiment gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på 7,5 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 16,3 prosent i perioder med tiltakende vekst. I perioder med avtakende vekst har annualisert, gjennomsnittlig realavkastning vært minus 5,5 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	✓ 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 6,5 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.

