

Oppløftende vekstutsikter, avtakende politisk usikkerhet, og ikke minst svært god utvikling i selskapenes inntjeningsvekst har gjort første halvdel av 2017 til et godt halvår for risikable aktiva. Globale aksjer har gitt positiv avkastning også i juni, men momentumet i aksjeoppgangen har flatet noe ut. Fremover er det derimot lite som tilsier at ikke veksten i verdensøkonomien og i selskapenes inntjening vil fortsette å følge en stø kurs, og det vil bidra til videre oppgang i aksjemarkedet. Vi beholder derfor anbefalingen om å være overvekt aksjer i juli.

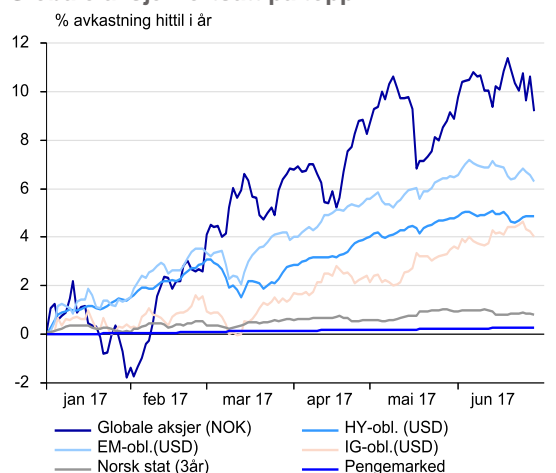
Stø kurs

Når vi nå går inn i juli kan vi konkludere med at første halvdel av 2017 har vært et svært godt halvår for investorer i risikable aktiva. Globale aksjer har gitt best avkastning så langt, med en oppgang på 9% målt i norske kroner. Emerging Markets-statsobligasjoner og globale High Yield-obligasjoner følger som nr. to og nr. tre, med en avkastning på henholdsvis 6% og 5%. Ettersom veksutsiktene for verdensøkonomien er solide, selskapsinntjeningen er ventet å vokse videre, og at avkastningspotensialet i aksjer fortsatt er betydelig bedre enn i renter, venter vi at oppgangen i aksjemarkedet vil fortsette, og vi beholder derfor anbefalingen om overvekt i aksjer i juli, for ellefte måned på rad.

Det siste året har politikk og geopolittikk uten tvil preget både nyhetsoverskriftene og finansmarkedene, men i juni har det ikke vært en like sentral markedsdriver. Donald Trump har forholdt seg relativt stille, i Europa har den politiske utviklingen om noe vært en positiv markedsdriver, og geopolitiske spenninger har generelt blitt viet mindre oppmerksomhet.

Pengepolitikken har derimot kommet mer tilbake på radaren, med viktige rentemøter i alle de store sentralbankene i juni. De største markedsreaksjonene forårsaket av sentralbankene kom imidlertid ikke i forbindelse med noen av disse, men i forbindelse med en tale fra sentralbanksjef Mario Draghi på ECBs sentralbanksymposium i Portugal i slutten av måneden. Draghis hint om at også ECB er på vei mot en normalisering av pengepolitikken bidro til kraftig oppgang i lange renter mot utgangen av juni. Signalene fra Draghi følger i samme spor som de vi fikk fra både Bank of England (BoE) og Federal Reserve i USA tidligere i måneden. I BoE stemte 3 av 8 medlemmer overraskende nok for en renteheving i juni, mens Janet Yellen i Fed var overraskende selvsikker med hensyn til utsiktene for inflasjonen fremover. Alt i alt ligger det an til at det ikke lenger er bare Fed i USA som beveger seg mot en normalisering av pengepolitikken, og dette har preget markedene på tampen av juni,

Globale aksjer fortsatt på topp



Kilde: Thomson Reuters/TAA

og kommer til å prege markedene i tiden som kommer også.

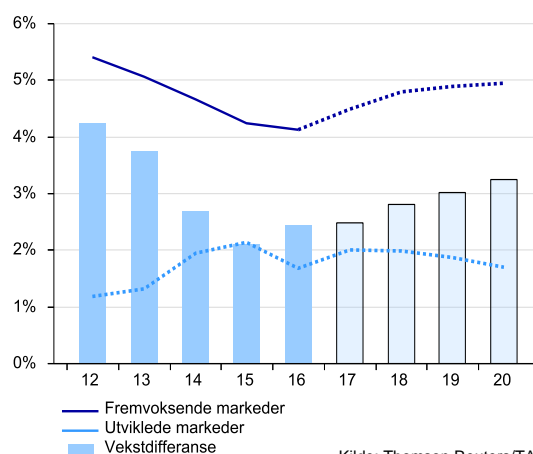
Ved siden pengepolitikk har det også vært mer fokus på oljeprisen i juni, som har falt med nærmere 5% i løpet av måneden. Dette har lagt en demper på utviklingen i de mest oljetunge børsene, som vår egen Oslo Børs, men har utover det hatt en bemerkelsesverdig liten effekt på globale aksjer samlet sett, som er opp med 0,7% i juni (målt i dollar). At oljeprisen og aksjemarkedet går i hver sin retning er ikke noe nytt fenomen, da oljeprisen har falt med 16% så langt i år, mens globale aksjer har steget med 12% i samme periode (i USD). Dekoblingen skyldes både det at fallet i oljeprisen nå primært skyldes et tilbudssideoverskudd, ikke et etterspørselsunderskudd, og at olje- og energiselskaper utgjør en mindre del av markedskapitaliseringen nå enn tidligere. Den nærmeste tiden vil fortsatt tilbudsidedepress fra økt produksjon i USA, Nigeria og Libya bidra til nedsiderisiko, men på sikt ser vi fortsatt for oss en gradvis oppgang i oljeprisen, mot omtrent 55 dollar/fatet ved utgangen av året.

1. Makroøkonomiske utsikter

Vekstutsiktene for verdensøkonomien er fortsatt solide. Som ventet har oppsvinget vi har vært vitne til siden i fjor sommer avtatt noe i styrke nå, og ledende indikatorer signaliserer ikke lenger akselererende vekst. Veksten har imidlertid tatt seg opp til et høyere nivå, og at akselerasjonen har avtatt er dermed ikke noe problem så lenge veksten holder seg rundt nåværende nivåer. Blant utviklede markeder er det Europa og Japan som skiller seg ut på den positive siden, mens det er mer usikkerhet knyttet til utsiktene i USA. Den amerikanske økonomien har kommet lengst i den nåværende vekstsyklusen, og når det ikke lenger ligger an til stimulerende finanspolitikk fra den nye administrasjonen

den nærmeste tiden, er det usikkert hvor mye veksten vil ta seg opp fremover. Når det er sagt ventes veksten å holde seg solid rundt 2%. Globalt sett er det de fremvoksende økonomiene som opplever sterkest vekst. Til tross for at veksten i Kina vil avta fremover, er det mindre usikkerhet knyttet til utsiktene fremover nå enn tidligere, og det i seg selv er positivt. Mens veksten i utviklede markeder er ventet å stabilisere seg, vil veksten i fremvoksende markeder trolig akselerere ytterligere de nærmeste årene.

Akselererende vekst i fremvoksende markeder



Kilde: Thomson Reuters/TAA

2. Valuta

Av de mer bemerkelsesverdige bevegelsene i valutamarkedet i juni er den markerte styrkingen av euroen mot slutten måneden. Euroen har fulgt en oppadgående trend lenge, i takt med bedringen i vekstutsiktene og avtakende politisk risiko i eurosonen. Når i tillegg sentralbanksjef Mario Draghi signaliserte at ECB trolig er på vei mot en normalisering av pengepolitikken om ikke altfor lenge, bidro det til at fellesvalutaen styrket seg enda ett hakk mot månedslutt. Dollaren har samtidig fortsatt å svekke seg på bred basis i juni. I fremvoksende økonomier har valutaene jevnt over styrket seg i det siste, støttet opp av en stabilisering i amerikanske renter og solide vekstutsikter i regionen. Dette er faktorer

som vil fortsette å støtte EM-valutaer fremover, selv om enkelte valutakryss selvsagt vil oppleve volatilitet i større grad enn andre (som har vært tilfelle med den brasilianske realen og sør-afrikanske randen for eksempel). Norske kroner har svekket seg mer enn de fleste hadde forventet så langt i år, som følge av svakheten i oljeprisen. Oljeprisen vil fortsette å utgjøre en risiko på nedsiden for norske kroner den nærmeste tiden. På lengre sikt vil imidlertid bedringen i vekstutsiktene for norsk økonomi, og oppjusterte renteforventninger som følge av det, bidra til en sterkere krone.

3. Sentiment

Når det gjelder investorsentimentet har det vært små endringer den siste måneden. Globale investorer har fortsatt et positivt syn på aksjer, og posisjoneringsdata antyder en noe høyere allokering til aksjer enn den historiske normalen. Likevel er ikke eksponeringen mot aksjer overdreven i noen forstand. At investorposisjonerings jevnt over er nokså balansert understrekes av den relativt høye kontantbeholdningen hos globale fondsforvaltere. Dette er også et uttrykk for forventningen til renteoppgangen fremover, som gjør at kontanter kan oppfattes som en bedre risikobuffer i en portefølje, ettersom avkastningen på trygge obligasjoner ventes å være svært svak fremover.

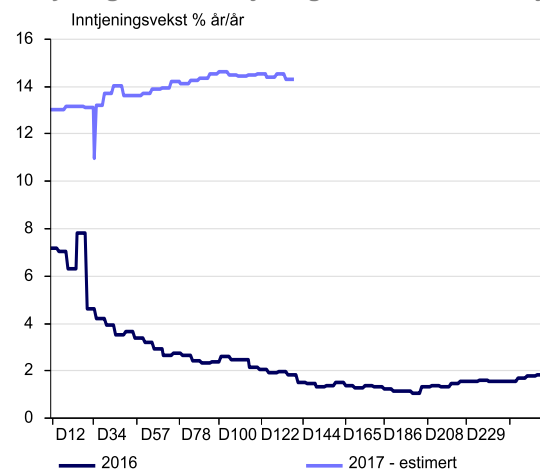
4. Verdsettelse

Nok en gang er det lite nytt å si når det kommer til verdsettelse. Overordnet sett er globale aksjer priset i tråd med historisk snitt, det vil si det er hverken spesielt dyrt eller spesielt billig. Prisingen av obligasjoner begynner derimot å bli mer og mer strukket, også når det gjelder de mer risikable segmentene, spesielt high yield. Relativt sett er dermed aksjer betydelig mer attraktive enn obligasjoner når det kommer til verdsettelse.

5. Inntjening

Fortsatt solide inntjeningsutsikter, støttet opp av solide utsikter for veksten i verdensøkonomien, er hovedgrunnen til at vi tror på fortsatt oppside i aksjemarkedet. Samlet sett ventes en inntjeningsvekst i 2017 på 15% år/år, og selv om oppjusteringene av forventningene har flatet ut i det siste, er den oppadgående trenden hittil i år fortsatt intakt. Vi venter noe lavere inntjeningsvekst samlet sett, på ca. 10-12%, men dette markerer fortsatt en ganske betydelig bedring i forhold til i fjor, da samlet global inntjening steg med knapt 2%.

Betydelig bedre inntjeningsvekst i år enn i fjor



Kilde: Thomson Reuters/TAA

6. Risikofaktorer

Av potensielle risikofaktorer for finansmarkedene fremover melder både Kina, oljeprisen, Federal Reserve og Donald Trump seg som mulige kandidater. Det er fortsatt enorme ubalanser i den kinesiske økonomien, som stadig utgjør en kilde til en viss bekymring i markedet. Myndighetene virker imidlertid å ha relativt god kontroll over situasjonen, og tar gradvise steg for å bygge ned ubalansene. Når det gjelder svingninger i oljeprisen er som nevnt de direkte effektene av dette på finansmarkedene mindre enn før. Videre nedsidepress på oljeprisen utgjør like fullt en risiko, men ettersom både økonomien og selskapene har tilpasset seg et lavere

Nordea

prisnivå, er ikke dette en veldig stor bekymring. Federal Reserve utgjør en risiko dersom inflasjonen i USA skulle begynne å ta seg raskt opp, noe som vil tvinge Fed til å stramme inn pengepolitikken raskere enn planlagt. Til slutt kan vi ikke unngå å nevne Donald Trump, da hans uforutsigbarhet utgjør en vedvarende usikkerhetsfaktor for markedene å diskontere. I løpet av hans første halvår som president har vi imidlertid fått merke at han prater mer enn han får gjennomført, og det har også markedene merket seg.

Anbefalt investeringsstrategi

1. Aksjestrategi

Aksjeregioner	-	N	+
USA	■		■
Europa			■
Japan	■		
Asia eks. Japan			■
Latin-Amerika			■
Øst-Europa			■
Danmark		■	
Finland		■	
Norge		■	
Sverige		■	

Vi gjør ingen endringer i den regionale aksjestrategien i juli, men beholder en 10% overvekt i Europa, 10% undervekt i USA, 5% bred overvekt i Emerging Markets, 5% undervekt i Japan og nøytralvekt Norge.

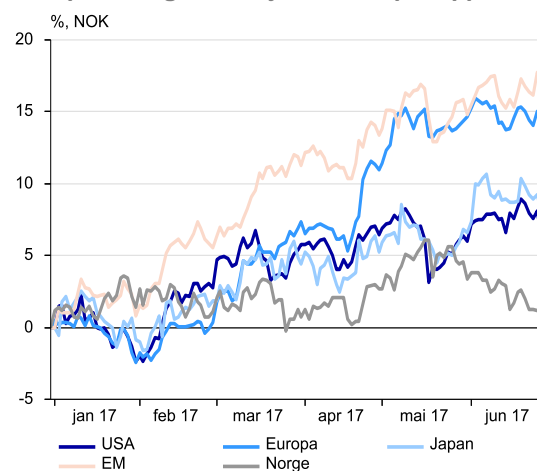
Europa: overvekt

Til tross for at oppgangen i europeiske aksjer har tatt en liten pustepause i juni, er utsiktene for meravkastning til stede i like stor grad som før, og vi beholder derfor overvekt. Vekstutsiktene har steget, forventningen til inntjeningsvekst er høy, politisk risiko har snudd fra å være en motvind til en medvind, og alt sammen bidrar til at globale investorer fortsetter å strømme til europeiske aksjer.

Emerging Markets: overvekt

Vi beholder også anbefalingen om en bred overvekt i Emerging Markets, det vil si i både Asia eks. Japan, Øst-Europa og Latin-Amerika. Fallet i oljeprisen har tynget de råvaretungte børsene i Øst-Europa og Latin-Amerika i juni, men god utvikling i asiatiske aksjer har bidratt til å løfte avkastningen i EM-aksjer samlet sett. Det som driver den gode utviklingen er først og fremst den svært gode utviklingen i selskapsinntjeningen, der forventningene for samlet vekst i Emerging Markets ligger godt over snittet globalt. Fremover er utsiktene for latinamerikanske og østeuropeiske aksjer noe mer preget av usikkerhet enn hva som er tilfellet for asiatiske aksjer. Vekstutsiktene i begge regioner er imidlertid fortsatt i bedring, og dette er en viktig støtte for inntjeningsutsiktene, og dermed også for aksjemarkedet.

Europeiske og EM-aksjer fortsatt på topp i år



Kilde: Thomson Reuters/TAA

Norge: nøytralvekt

Oslo Børs har ikke tatt del i den globale børsoppgangen så langt i år, da oljeprisen er og blir den viktigste driveren for norske aksjer. Svak utvikling i oljeprisen tynger den relative avkastningen i norske aksjer både via svak utvikling på Oslo Børs i seg selv, og via en svakere krone. Vekstutsiktene for norsk økonomi har uten tvil bedret seg så langt i år, men ettersom

Nordea

oljeprisen trumfer økonomien når det kommer til avkastningen på Oslo Børs, har vi liten tro på meravkastningen fremover, og beholder nøytralvekt.

USA: undervekt

Nøkkeltall fra USA har overrasket på nedsiden de siste månedene, dog mye som følge av veldig høye forventninger til en gjeninnhenting i andre kvartal etter et svakt første kvartal. Ledende indikatorer og nøkkeltall antyder at veksten i verdens største økonomi fortsatt er i et godt driv, samtidig som inntjeningsveksten er på vei videre opp. I det relative bildet er derimot hverken vekst- eller inntjeningsutsiktene noe å skryte av i USA, og når verdsettelsen av amerikanske aksjer i tillegg er svært høy, ser vi lite potensiale for meravkastning i amerikanske aksjer fremover.

Japan: undervekt

I Japan har de økonomiske utsiktene bedret seg i det siste, og dette har støttet utviklingen i japanske aksjer i juni. Den generelle oppfatningen om at japanske selskaper er avhengig av svakere yen for å generere inntekter er litt overdreven, og når utenlandske investorer innser dette vil trolig japanske aksjer kunne bli en mer interessant investering. Enn så lenge er imidlertid positiv utvikling i japanske aksjer for avhengig av en svakere valuta, og dermed er utsiktene til meravkastning beskjeden. Når inflasjonen begynner å ta seg opp vil dette trolig bidra til at også utenlandske investorer får øynene opp for gjeninnhenting i japansk økonomi, og da vil undervekten i Japan være moden for en revurdering. Enn så lenge beholder vi den.

2. Rentestrategi

Lange renter	-	N	+
Statsobligasjoner		■	
Investment Grade-obligasjoner		■	
High Yield-obligasjoner	■		
Emerging Markets-obligasjoner			■

Vi gjør én endring i rentestrategien i juli, og det er at vi øker overvekten i EM-statsobligasjoner, samtidig som vi reduserer allokeringen til High Yield-obligasjoner fra nøytral til undervekt.

EM-statsobligasjoner: overvekt

Vårt positive syn på Emerging Markets kommer til syne både i aksje- og rentestrategien. Bedringen i vekst- og inntjeningsutsikter, sammen med forventninger til en gradvis oppgang i råvareprisene, er viktig for investorsentimentet overfor regionen. Misligholdsraten i EM-statsobligasjoner er lav, men renten er betydelig høyere enn i utviklede markeder. Dette gir potensiale for god, risikostjert avkastning i Emerging Markets statsobligasjoner, som også har vært det beste rentesegmentet så langt i år. Vi venter at det gode momentumet vil vedvare, og at vi vil se fortsatt meravkastning i EM-statsobligasjoner fremover.

Investment Grade: nøytral

Trygge selskapsobligasjoner tilbyr naturlig nok betydelig lavere rente enn de mer risikable segmentene, og potensialet for avkastning fremover er derfor også mer begrenset. Ettersom det underliggende rentenivået fremover ligger an til å ta seg opp, er avkastningen i IG-obligasjoner også utsatt, da høyere underliggende risikofri rente vil føre til nedsalg i alle andre segmenter. På bakgrunn av bedre underliggende forhold i Europa, kombinert med lavere durasjonsrisiko, favoriserer vi nå europeiske IG fremover amerikansk.

High Yield: undervekt

Gjennom 2016 var vi vitne til et massivt rally i globale High Yield-obligasjoner, godt hjulpet av gjeninnhenting i oljeprisen. Kursstigningen har fortsatt inn i 2017, og rentenivået har følgelig fortsatt å falle, helt ned mot 5%, som er det laveste nivået siden før oljeprisfallet i 2014. I takt med

nedgangen i oljeprisen i det siste har imidlertid rentene begynt å stige igjen. Vi har lenge påpekt at vi tror utsiktene for videre rentenedgang i high yield-segmentet, og følgelig videre kursgevinster, er begrenset. Utflatingen og tendensene til høyere rente i det siste gjør at vi nå er overbevist om at rentebunnen, og dermed avkastningstoppen, er nådd. Vi reduserer derfor allokeringen til high yield obligasjoner fra nøytral til undervekt.

HY-rentene har falt kraftig siden 2016



Norske statsobligasjoner: undervekt

Norske renter følger som normalt utviklingen i amerikanske og tyske renter tett, og retningen fremover er helt klart en videre gradvis oppgang i rentenivået. Dette går sammen med nedslag i norske statspapirer og følgelig svak avkastning.

Korte renter: undervekt

Til tross for en gradvis bedring i vekstutsiktene for norsk økonomi, er det lite som tyder på at Norges Bank skal sette opp renten med det første. Lønnsveksten er, og ventes å forbli, svak, og underliggende inflasjonspress er dermed lavt. Styringsrenten ventes følgelig å bli liggende på rekordlave 0,5%, og det innebærer fortsatt svært beskjeden avkastning i kontanter/korte renter.

3. Sektorstrategi

Aksjesektorer	-	N	+
Industri			
Varige goder			
Konsumvarer			
Helse			
Finans			
IT			
Telekom			
Forsyning			
Energi			
Råvarer			

Overordnet sett beholder vi anbefalingen om å favorisere sykliske fremover defensive sektorer i vår anbefalte sektorstrategi.

Vi gjør derimot en liten justering innenfor de sykliske sektorene, der vi øker allokeringen innenfor industri fra nøytral til overvekt, samtidig som vi reduserer allokeringen til varige goder fra nøytral til undervekt. Bakgrunnen for denne endringen ligger i at inntjeningsforventningene innenfor industrisektoren er svært gode, samtidig som planlagte kapitalinvesteringer antyder videre oppside fremover. En høyere eksponering mot industrisektoren gir også litt beskyttelse mot undervekten vi har på regional basis i amerikanske aksjer. Dersom det mot formodning skulle komme positive overraskelser i form av skatteletter eller infrastrukturinvesteringer fra Trump-administrasjonen, vil industrisektoren nyte godt av dette.

Vi reduserer samtidig til undervekt i varige konsumgoder fordi dette er en sektor som normalt gjør det bra i begynnelsen av en vekstsyklus, og vi beveger oss nå inn i en mer moden fase av vekstsyklusen. Inntjeningsutsiktene for sektoren ser følgelig svakere ut fremover, og spesielt svakere vekst innenfor bilindustrien bidrar negativt.

Ingvild Borgen Gjerde
Strateg, Tactical Asset Allocation