

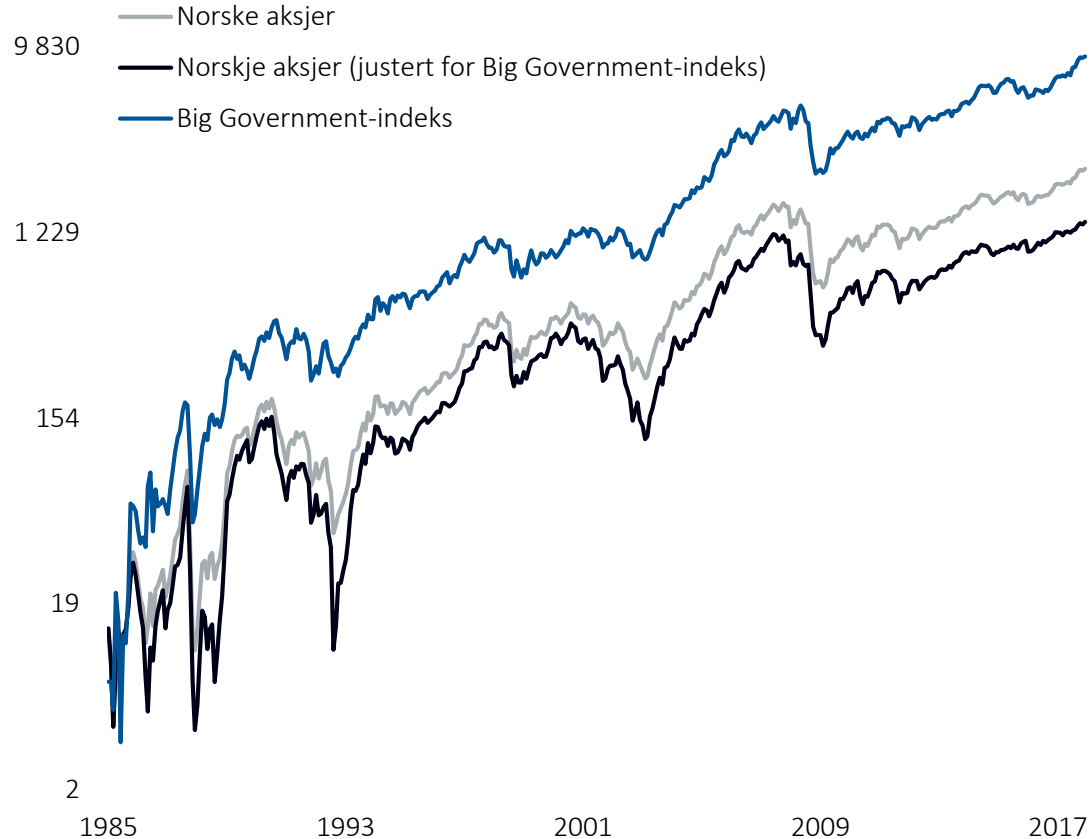
Ukesoppdatering

Uke 35

27. august 2018



Ukens figur: Big Government i Norge



- I ukedateringen for to uker siden illustrerte vi kumulativ verdiskapning i norske aksjer fra 1985 til i dag, og at verdiskapningen var konsentrert rundt få selskaper.
- Blant de 18 største bidragsyterne til verdiskapningen er fem store «statlige» selskaper; nemlig Hydro, Statoil, DNB, Telenor og Yara.
- Ukens figur illustrerer avkastningen i de fem store selskapene og for norske aksjer fra 1985 til 2017.
- Den blå linjen representerer det vi kaller Big Government-indeksen, som består av de fem store «statlige» selskapene.
- Årlig gjennomsnittlig avkastning i Big Government har vært 14,6 prosent siden 1985.
- Norske aksjer i sin helhet (se grå linje) har gitt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 10,4 prosent.
- Norske aksjer uten de fem store statlige selskapene (svart linje) har gitt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 8,5 prosent. Det er litt under avkastningen i norske risikofrie statsobligasjoner, som var 8,8 prosent snitt pr. år i samme periode fra 1985 til 2007.
- Hypotesen om at statlige selskaper har ett eller annet i seg (dårlig ledelse, eierskap etc.) som fører til destruksjon av verdier, stemmer ikke med den norske erfaringen med Big Government.

Økonomiske hendelser

Torsdag gikk startskuddet for årets sentralbanksymposium i Jackson Hole, Wyoming, arrangert av Kansas City Fed. For mange var åpningstalen til Jerome Powell det store høydepunktet.

Da Federal Reserve-sjef Powell holdt sin åpningstale, kom han med en overraskende ærlig tilståelse. Powell anerkjente at den amerikanske sentralbanken har styrt mot høyere renter med bare en vag følelse av retning. Han sammenliknet utfordringene til den amerikanske sentralbanken med å navigere etter stjernene, særlig mellom to risikofaktorer; for raske rentehevinger og dermed forkorte den økonomiske ekspansjonene eller øke renten for sakte og dermed risikere en «destabiliserende overoppheting» av den amerikanske økonomien. Fed-sjefen og de fleste av medlemmene i den pengepolitiske komitéen ser stort sett positivt på den amerikanske økonomien. Samtidig kompliserer Trump-administrasjonens eskalerende tvister med USAs største handelspartnere og turbulensen i fremvoksende markeder arbeidet til den amerikanske sentralbanken.

Fed har signalisert at de ønsker å øke renten ytterligere to ganger i år, og flere hevinger i 2019. Referatet fra forrige

rentemøte, som ble publisert sist uke, ba ikke på store overraskelser, men tyder på snarlig renteheving. Likevel begynner utsiktene for renteheving i 2019 å bli mørkere etter som rentenivået nærmer seg et nøytralt nivå, med andre ord det rentenivået som gjør økonomien bærekraftig. Federal Reserve har forpliktet seg til sin strategi om gradvise rentehevinger, delvis på grunn av usikkerheten over det riktige langsiktige nivået på styringsrenten.

Den europeiske sentralbanken ESB publiserte referatet fra siste rentemøtet i uken som gikk. ESB er stadig tryggere på å avvende eurosonen fra den ukonvensjonelle pengepolitikken. Medlemmer i den pengepolitiske komitéen er overbevist om at inflasjonen omsider er på vei mot målet, til tross for at prisvekst justert for volatile energi- og matvarepriser fortsatt er svak. Peter Praet, sjeføkonom i ESB, uttalte at inflasjonsdynamikken har fått litt fart. Sentralbanken viser til at de er på stø kurs mot å avslutte de kvantitative lettelsene, hvor de månedlige kjøpene av obligasjoner skal halveres fra 30 til 15 milliarder euro før de avsluttes ved utgangen av året.

Veksten i norsk bruttonasjonalprodukt vokste fra første til andre kvartal med 0,5 prosent, ifølge Statistisk sentralbyrå.

Tallene fra SSB indikerer et sterkt etterspørselsbilde med vekst i både privat forbruk, fastlandsinvesteringer og -eksport, mens boliginvesteringer fortsetter å falle. I rapporten skriver SSB at de unormale nedbørforholdene i sommer reduserte veksten i fastlands-bnp med nesten to prosentpoeng.

SSBs kvartalsundersøkelse av investeringsplanene i norske oljeselskaper indikerer investeringer i 2018 på totalt 156,3 milliarder, noe ned fra 156,5 milliarder presentert i andre kvartal. Oljeinvesteringstallene pr. tredje kvartal er 0,4 prosent høyere enn tilsvarende tall for ett år siden. For 2019 venter oljeselskapene investeringer på om lag 165 milliarder kroner. Tallene tyder på optimisme og økt aktivitet i oljenæringen.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder opplevde en jevnt over solid utvikling sist uke. Alle hovedregioner leverte positiv avkastning, og til dels meget positiv utvikling i enkeltland. MSCI ACWI-indeksen steg 1,3 prosent sist uke, hvilket var den beste enkeltuken siden medio mai. Verdensindeksen er dermed opp ca. 2,7 prosent for året, dog med betydelige positive og negative regionale utsving.

Sist uke var det børsmarkedene i de fremvoksende økonomier som fremsto sterkest. Det er lenge siden vi har opplevd dette, hvilket også ses ved at eksempelvis MSCI Asia-indeksen fortsatt er over fem prosent svakere enn MSCI ACWI hittil i tredje kvartal. Uansett, sist uke steg MSCI Emerging-indeksen med solide 2,7 prosent, og det var de asiatiske komponentene som utviklet seg klart best. Svakest var den latinamerikanske komponenten av indeksen. Kina-børsen, målt ved Shanghai Composite-indeksen, var opp nesten 2,3 prosent sist uke, men er allikevel ned massive 17,5 prosent for året.

Det europeiske aksjemarkedet var jevnt over positivt sist uke, men det var særlig sterk utvikling i den nordiske region. Den nordiske referanseindeksen VINX var opp 1,6 prosent, etter at alle de fire nordiske landene hadde solid oppgang. OMX-indeksen i Helsinki leder fortsatt an i Norden med en oppgang på 11,8 prosent for året. OSEFX steg med to prosent sist uke, ledet an av en oppgang for oljeprisen på godt over fem prosent. Samlet sett steg MSCI Europe med 0,6 prosent sist uke, men er fortsatt minus 1,7 prosent hittil i 2018.

Børsene i USA hadde igjen en uke preget av økt investorinteresse og fallende frykt. Sistnevnte ses ved at fryktindeksen VIX falt med over fem prosent og er dermed ned med over 25 prosent i tredje kvartal. Alle hovedindekser, foruten Dow Jones, avsluttet uken på all-time-high-nivåer. Vi ser følgelig at aksjemarkedene handler på historisk høye indeksnivåer, men frykten for aksjemarkedsfall er avtakende. Dette er ikke en unormal utvikling sent i en oppgangskonjunktur.

Rentemarkedet

I forrige uke var de globale rentemarkedene i store trekk preget av forventninger til Federal Reserve-sjef Jerome Powells tale på Jackson Hole-konferansen på fredag. I talen merket rentemarkedet seg spesielt at Powell mente de ikke så signaler til overoppheting i amerikansk økonomi, og dette ble tolket som et signal om at tempoet i renteøkningene ikke kommer til å øke. Derfor falt lange renter noe og rentekurven ble enda flatere; ti års amerikansk statsobligasjonsrente falt til 2,81 prosent og forskjellen til to års statsobligasjonsrente er nå kun 0,19 prosent. En enda flatere amerikansk rentekurve vil snart bety at den amerikanske rentekurven vil invertere (det vil si at lengre renter er lavere enn de korte), og dette har historisk vært en god indikator for en påfølgende resesjon. Det er tydeligvis delte meninger om denne utviklingen blant medlemmene i Fed.

I de globale rentemarkedene var det en blandet utvikling sist uke. Tyske, franske og britiske ti års statsobligasjoner steg med henholdsvis 0,04, 0,02 og 0,04 prosentpoeng til henholdsvis 0,35, 0,68 og 1,28 prosent. Amerikanske ti års statsobligasjonsrenter fortsatte å falle videre med 0,05 prosentpoeng fra uken før (ned til 2,81 prosent). Renten på norske og svenske ti års statsobligasjoner steg med henholdsvis 0,05 og 0,01 prosentpoeng (til henholdsvis 1,73 og 0,49 prosent).

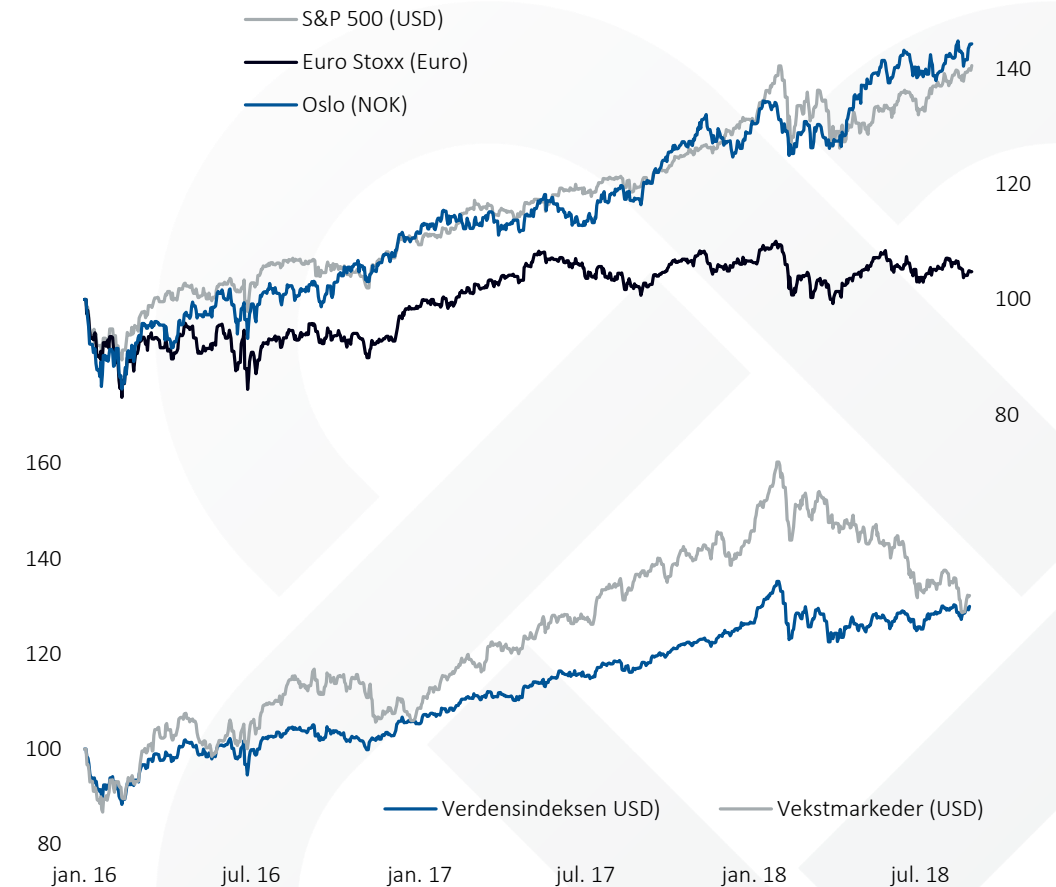
I de globale kredittmarkedene er det for tiden nokså god stemning (relativt sett) med fortsatt solide fundamentale forhold, lave konkursrater og god kapitaltilgang. På tross av at kredittpåslagene det siste halvåret har kommet opp en del (spesielt i EU-sonen) til mer normaliserte nivå, var også sist uke preget av relativt små svingninger. I det amerikanske og europeiske obligasjonsmarkedet for god kredittkvalitet steg kredittpåslagene marginalt; kredittpåslagene her steg med henholdsvis 0,01 og 0,04 prosentpoeng (til henholdsvis 1,02 og 0,57 prosent). Derimot i markedet for dårligere kredittkvalitet i USA og EU falt kredittpåslagene med henholdsvis 0,03 og 0,04 prosentpoeng (til henholdsvis 3,46 og 3,21 prosent).

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	241,0	1,0 %	0,1 %	4,3 %	13,2 %
MSCI World Index AC	NOK	2107,9	-0,4 %	1,8 %	4,6 %	18,8 %
MSCI World Index	Lokal	4705,7	0,8 %	0,4 %	5,3 %	14,5 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	572,8	2,4 %	-1,8 %	-2,7 %	3,6 %
Dow Jones	USD	25790,4	0,5 %	2,2 %	4,3 %	18,4 %
S&P 500	USD	2874,7	0,9 %	1,9 %	7,5 %	17,9 %
Nasdaq	USD	7946,0	1,7 %	1,3 %	15,1 %	26,7 %
Nikkei 225	JPY	22601,8	1,5 %	-0,1 %	-0,7 %	16,8 %
Shanghai SE Comp	CNY	2729,4	2,3 %	-6,0 %	-17,5 %	-16,6 %
Hang Seng	HKD	27671,9	1,7 %	-4,3 %	-7,5 %	0,6 %
Euro Stoxx 600	EUR	383,6	0,7 %	-0,9 %	-1,4 %	2,4 %
FTSE 100	GBP	7577,5	0,3 %	-1,1 %	-1,4 %	2,3 %
Vinx (Norden)	NOK	406,3	1,6 %	2,0 %	3,6 %	10,8 %
OSEFX (Norge)	NOK	877,1	2,0 %	2,5 %	10,7 %	23,0 %
SBX (Sverige)	SEK	1248,0	1,6 %	3,5 %	10,5 %	14,7 %
HEXP (Finland)	EUR	19767,0	2,1 %	0,6 %	11,8 %	13,0 %
KAX (Danmark)	DKK	1674,9	1,7 %	-0,1 %	7,6 %	6,0 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	12,41	-5,1 %	-3,4 %	8,6 %	-2,0 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016

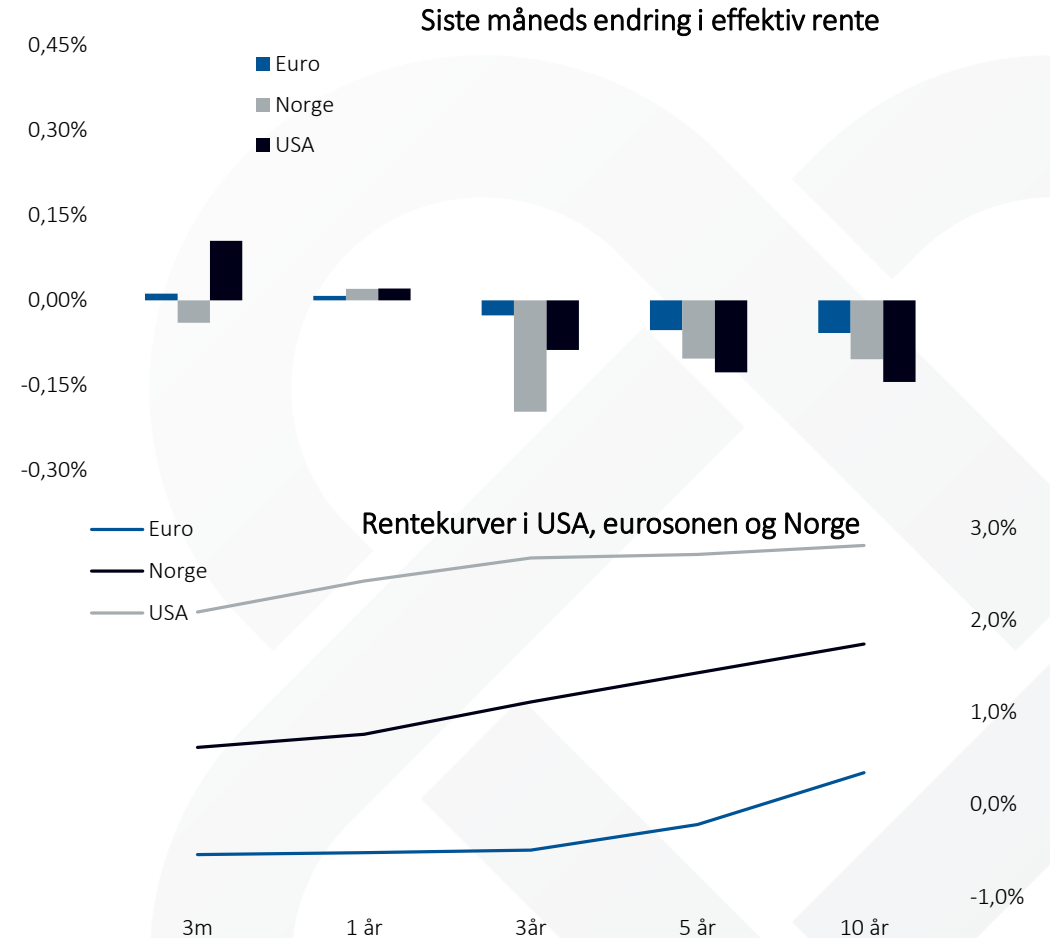


Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,31 %	2,31 %	2,33 %	1,69 %	1,32 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,02 %	1,02 %	1,06 %	0,81 %	0,79 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,36 %	-0,37 %	-0,34 %	-0,47 %	-0,44 %

Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,70 %	0,69 %	0,66 %	0,39 %	0,41 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,23 %	1,19 %	1,31 %	0,93 %	0,87 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,44 %	1,40 %	1,53 %	1,22 %	1,14 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,09 %	2,03 %	1,98 %	1,38 %	1,00 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,71 %	2,70 %	2,84 %	2,21 %	1,76 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	2,81 %	2,82 %	2,95 %	2,41 %	2,17 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,22 %	-0,27 %	-0,17 %	-0,20 %	-0,31 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,35 %	0,30 %	0,40 %	0,43 %	0,38 %

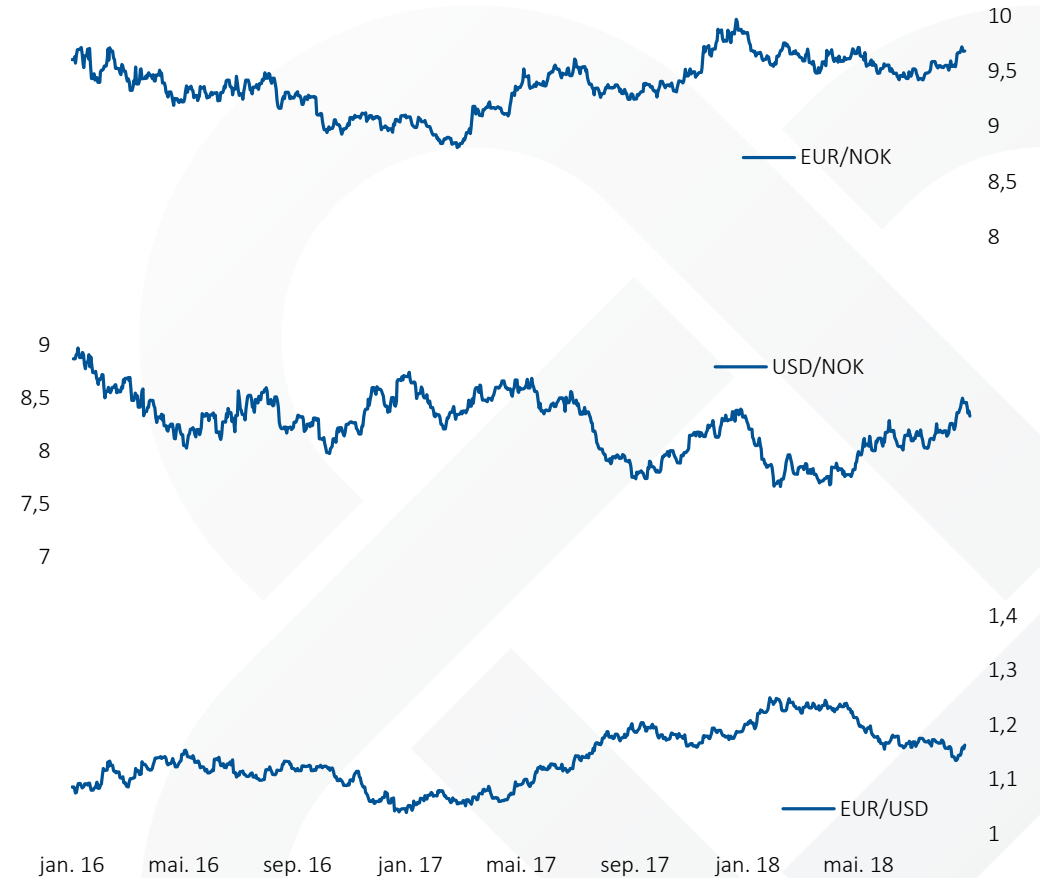
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	252	-0,1 %	0,6 %	-0,6 %	0,5 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	361	0,3 %	0,7 %	1,2 %	3,2 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	218	-0,1 %	0,3 %	0,9 %	1,3 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	354	0,4 %	-1,4 %	-4,5 %	-3,5 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	253	0,0 %	-0,4 %	-0,1 %	0,3 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	246	-0,3 %	0,0 %	-0,2 %	0,2 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2851	-0,1 %	0,8 %	-1,8 %	-0,5 %



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,33	-1,2 %	2,0 %	1,5 %	6,1 %
EUR/NOK	9,68	0,1 %	1,6 %	-1,6 %	4,5 %
GBP/NOK	10,70	-0,8 %	-0,1 %	-3,4 %	6,6 %
DKK/NOK	1,30	0,1 %	1,5 %	-1,8 %	4,3 %
SEK/NOK	0,91	-0,8 %	-1,2 %	-9,0 %	-6,1 %
JPY/USD	0,01	-0,8 %	-0,1 %	1,3 %	-1,7 %
GBP/USD	1,28	0,5 %	-2,0 %	-4,9 %	0,4 %
EUR/USD	1,16	1,4 %	-0,3 %	-3,2 %	-1,5 %
Dollarindeks	95,15	-0,7 %	0,6 %	3,3 %	2,0 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	104,62	-0,4 %	0,8 %	-3,4 %	2,2 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	75,8	6,1 %	3,2 %	13,4 %	45,7 %
Brent (12M)	USD	74,0	4,4 %	1,4 %	17,4 %	41,7 %
WTI (1M)	USD	68,7	4,3 %	0,3 %	13,7 %	44,9 %
Gull	USD	1205,6	2,4 %	-1,6 %	-7,7 %	-6,4 %
Aluminium (3M)	USD	2095,0	3,2 %	0,5 %	-7,6 %	-0,5 %
Kobber (3M)	USD	6105,0	3,0 %	-3,0 %	-15,8 %	-8,8 %
Baltic Dry Index	USD	1697,0	-1,5 %	-4,3 %	24,2 %	41,4 %



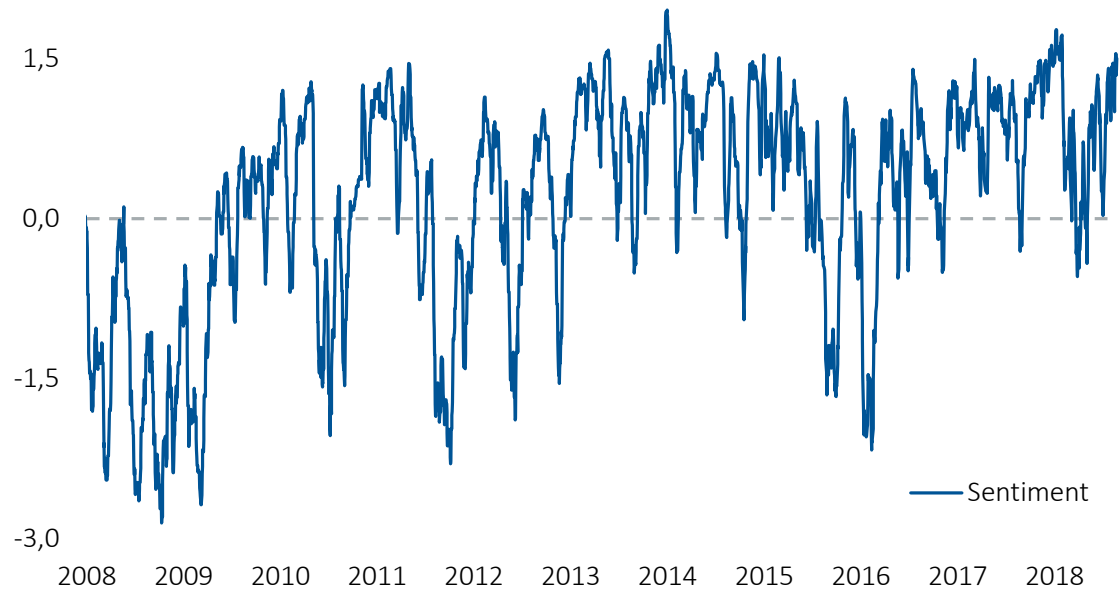
Oppsummering av ledende markedsdrivere

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

Kommentarer		Konklusjon
Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre eksponering i globale aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omtrent 1/5 av den globale aksjeporteføljen.	Undervekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre eksponering i nordiske aksjer enn normalt.	Undervekt
Renteplasseringer	Undervekten i aksjer reallokeres 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

Våre markedsdrivere - SENTIMENT

Sentimentet er en kortsiktig, kontrær markedsdriver, og det gir for tiden et negativt signal



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til august 2018

Årlig realavkastning i amerikanske aksjer

Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)

Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)

Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag

Markeder er aggregert menneskelig atferd; markedet gjenspeiler med andre ord folks oppførsel. Empirien forteller oss at all aksjeavkastning har kommet 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 kun tre prosent. Til sammenligning har perioder med negativt sentiment gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på ni prosent. Vi bruker derfor sentimentet som en advarsel mot å la oss rive med av nyheter, hendelser og annet som gjør oss følelsesmessig styrt.

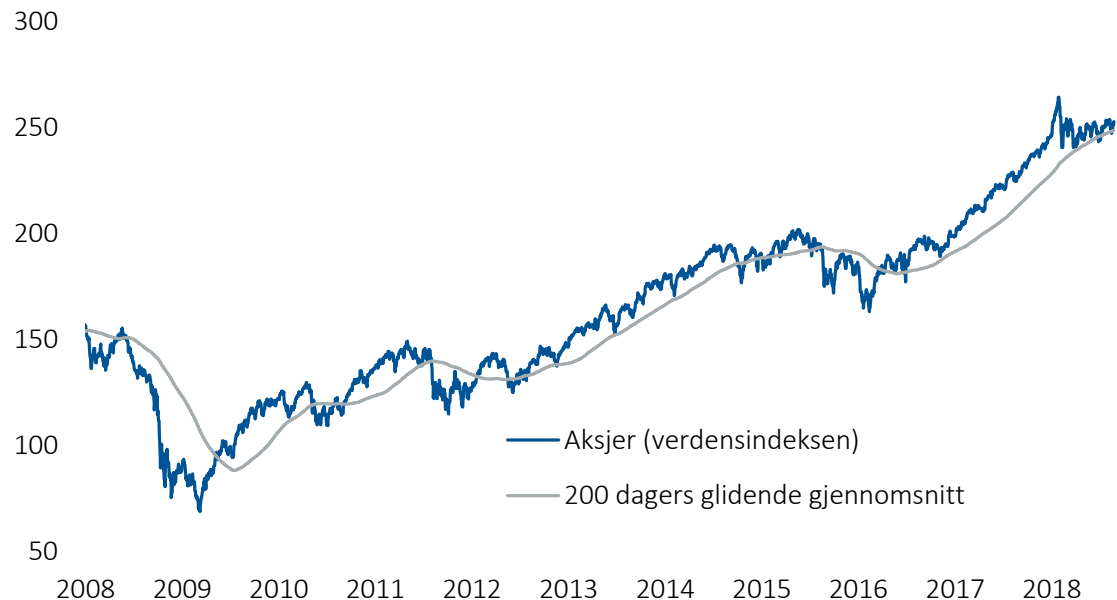
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

Dataene i sentimentindeksen kommer primært fra galluper og lignende kartlegginger, det vil si undersøkelser av optimisme og pessimisme blant et bredt utvalg av markedsaktører. Sentimentindeksen er konstruert slik at den har et gjennomsnitt på null og et standardavvik på én.

	Prosent av tiden	Årlig realavkastning
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		6,5 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	5,4 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,0 %
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	1 %	Siste måling 1,5

Våre markedsdrivere - MOMENTUM

Momentum er en positiv markedsdriver



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til august 2018

Årlig realavkastning i globale aksjer

Årlig realavkastning når momentum er tiltakende

Årlig realavkastning når momentum er avtagende

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 5,8 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på -7,3 prosent

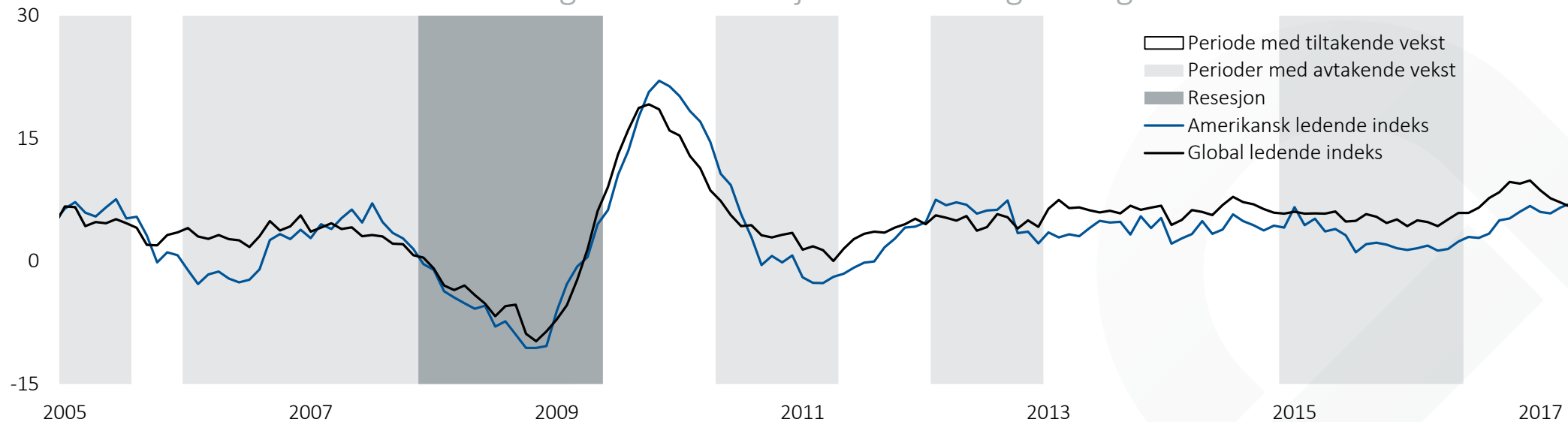
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

Momentum er en mellomlangsigtig markedsdriver og forteller deg normalt noe om risikoen på tre til 24 måneders sikt.

Prosent av tiden	Realavkastning
	2,9 %
79 %	5,8 %
21 %	-7,3 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

Ledende indekser varslar dårligere vekst. Konjunktur er i dag en negativ markedsdriver



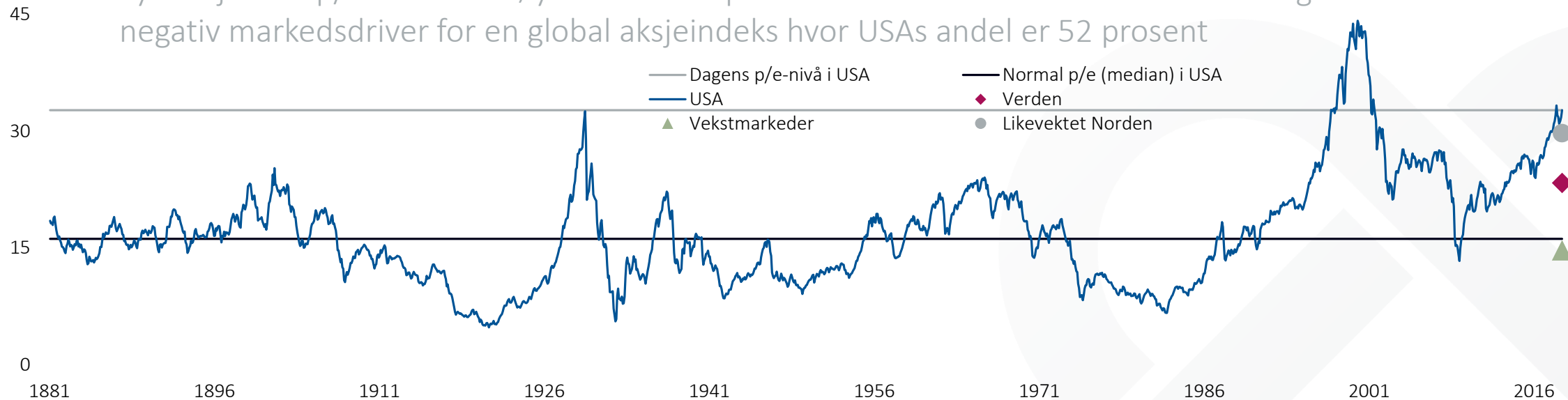
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent 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.

Våre markedsdrivere - VERDI

Syklisk justert p/e har vært høyere i kun tre prosent av tiden siden 1881. Verdi er i dag en negativ markedsdriver for en global aksjeindeks hvor USAs andel er 52 prosent



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 langsiktig markedsdriver og forteller deg mest om risikoen på sju til 20 års sikt.