

Ukesoppdatering

Uke 36

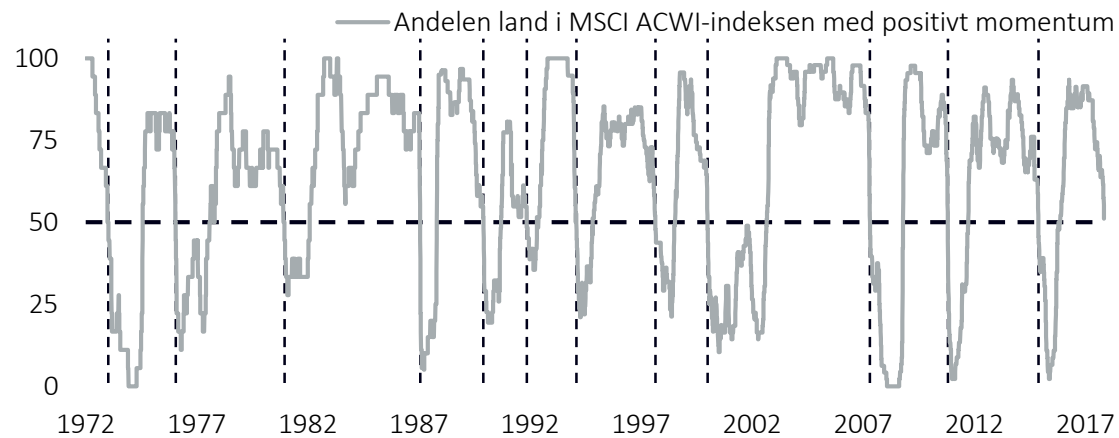
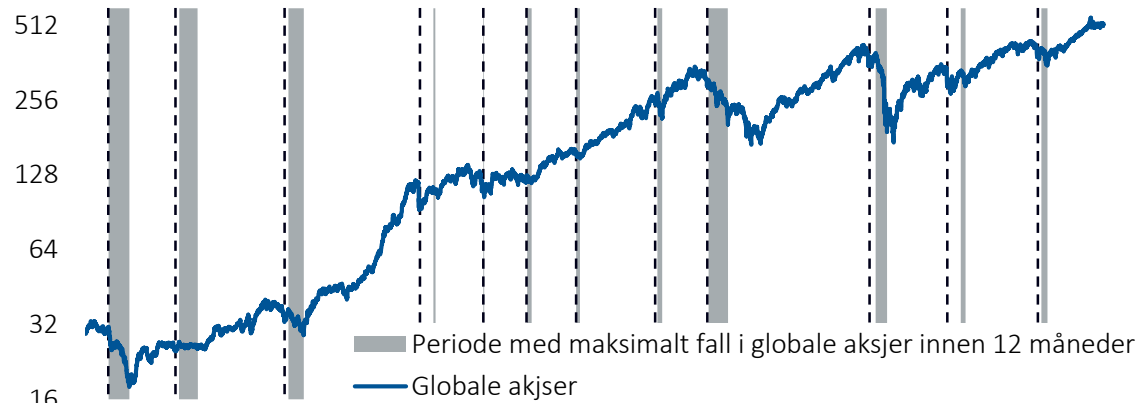
3. september 2018



FORMUES-
FORVALTNING



Ukens figur: Bredden i det globale aksjemarkedets momentum forvitrer



- Momentum er den faktoren med best avkastning de siste årene, og momentum i den globale aksjeindeksen MSCI All Country World er positivt.
- Det som ligger under overflaten, er at momentum svikter i stadig flere av de 47 markedene som utgjør MSCI ACWI-indeksen.
- Ukens figur illustrerer bredden i momentum representert ved andelen land i MSCI ACWI-indeksen med positivt momentum (grå linje i nedre figur), avkastning i globale aksjer.
- De grå skraverte feltene i øvre figur markerer perioder med maksimalt fall i globale aksjer innen 12 måneder etter at bredden i momentum faller under 50 prosent.
- Ved utgangen av august har kun halvparten av de 47 markedene i MSCI All Country World-indeksen positivt momentum.
- Siden 1972 og frem til i dag er det tolv tilfeller hvor bredden i momentum har falt under 50 prosent.
- Median maksimalt kursfall i 12-månedersperioden etter skift i bredden på momentum er 13,4 prosent, jf. tabellen nedenfor.

Antall tilfeller	Maksimalt kursfall, median	Antall kalenderdager med kursfall, median	Antall kalenderdager til kursfall, median
12	-13,4 %	79	48

Fra oktober 1972 til september 2018

Økonomiske hendelser

Argentina hevet den allerede rekordhøye styringsrenten med 15 prosentpoeng til 60 prosent sist uke som følge av kraftige svekkelser i den lokale valutaen, argentinsk peso. I løpet av torsdag svekket pesoen seg med nesten 20 prosent mot amerikansk dollar på torsdag, og er nesten halvert mot dollar hittil i år. Argentinske myndigheter har bedt det internasjonale pengefondet IMF om å komme med krisepakke raskt. Men det er sådd tvil om hvorvidt Argentina klarer å møte sitt finansieringsbehov på 82 milliarder dollar i 2018. Christine Lagarde, leder av IMF, har uttalt at de jobber med å revidere krisepakken til Argentina.

Tidlig i forrige uke ble det kjent at USA og Mexico hadde kommet til enighet om en ny handelsavtale for de neste 16 årene. I avtalene er landene enige om strengere regler for mexicansk eksport av biler til USA, hvor den nye avtalen sier at minst 75 prosent av innsatsfaktorene skal være laget i Nord-Amerika, mot tidligere 62,5 prosent, og 40-45 prosent av innsatsfaktorene skal lages av arbeidere med minstelønn som heves til 16 dollar timen.

Kongressen har gitt Trump fullmakt til å forhandle en trilateral handelsavtale og er mest sannsynlig avhengig av å

få med Canada på avtalen. Likevel er det fortsatt usikkert om Canada vil slutte seg til avtalen. En avtale med kun Mexico vil lite sannsynlig gå gjennom Kongressen, da flere republikanske representanter støtter dagens handelsavtale, NAFTA, fra 1994. Canada på sin side melder om at en vinn-vinn-avtale er innen rekkevidde, men krever fleksibilitet fra partene.

I slutten av juni fikk Finanstilsynet i oppgave av finansminister Siv Jensen å utarbeide et utkast til en ny forskrift som skal skjerpe reglene for bankenes forbrukslånspraksis. Fredag sendte Finanstilsynet sitt forslag om endring i utlånspraksis for forbrukslån, basert på tilsynsmyndighetenes eksisterende retningslinjer, til Finansdepartementet.

Til tross for at forbruksgjeld utgjør bare tre prosent av husholdningenes samlede gjeld, så er veksten høyere enn den generelle kredittveksten. Ved utgangen av andre kvartal i år var volumet av forbrukslån på over 108 milliarder kroner. Gjeldsbyrden til norske husholdninger uroer myndighetene. Høye aktivpriser og gjeldsbelastning gjør det økonomiske systemet sårbart; særlig husholdninger med

høy gjeldsbelastning vil ved opptak av forbrukslån ta på seg betydelig risiko knyttet til rentøkning, bortfall av inntekt og fall i aktivpriser. Kombinert med bankenes mangler til oppfølging av retningslinjene fra i fjor danner dette grunnlaget for en skjerpende forskrift.

For eurosonen ble ledighets- og inflasjonstall publisert sist uke. Arbeidsledigheten i eurosonen var 8,2 prosent i juli. Ledighetsraten har holdt seg stabil siden juni, men er ned 0,9 prosentpoeng fra samme periode i fjor. Dermed er ledigheten i eurosonen på det laveste siden november 2008. Årsveksten i inflasjonen var 2,0 prosent i august, ifølge tall fra Eurostat. Den generelle prisveksten er på nivå med inflasjonsmålet til den europeiske sentralbanken ESB. Kjerneinflasjonen, prisveksten justert for energipriser, matvarepriser, samt tobakk og alkohol, var 1,0 prosent på årsbasis mot ventet 1,1 prosent.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder opplevde positiv utvikling nok en gang sist uke. Den globale aksjeindeksen MSCI ACWI steg nesten 0,7 prosent og er dermed opp 3,4 prosent hittil i 2018. Hele denne avkastningen (og litt til) har kommet i juli og august, der særlig juli var meget sterk. Også sist uke var det store forskjeller mellom hovedregionene, der særlig USA-børsene fremstod som sterke, mens utviklingen var omvendt for Europa-børsene. MSCI Emerging-indeksen utviklet seg nesten like positivt verdensindeksen sist uke, med en oppgang på 0,6 prosent.

Som nevnt over var utviklingen i USA positiv sist uke. Alle hovedindeksene leverte god, positiv utvikling, men særlig Nasdaq-indeksen fremstod nok en gang i en egen liga. Denne teknologi- og vekstselskapstunge indeksen steg nesten 2,1 prosent sist uke og er dermed opp ca. 17,5 prosent hittil i 2018. Relativt tett bak følger Russell 2000, en indeks bestående av små og mellomstore selskaper, som er opp nesten 13,4 prosent for året. Langt mer forsiktig er utviklingen for den mer smale og storselskapsrelaterte Dow Jones-indeksen som har steget mer moderate fem prosent hittil i 2018, etter en oppgang på 0,7 prosent sist uke. Det bør nevnes at VIX-indeksen, som speiler forventet volatilitetsutvikling på S&P 500-indeksen, steg 7,3 prosent sist uke, hvilket indikerer at det er noe mer usikker forventning til fremtiden nå enn for én uke siden.

Europa endte som nevnt i negativt territorium sist uke og fortsetter sin nølende og svake utvikling i 2018. MSCI Europe-indeksen falt 0,4 prosent og er dermed ned 2,1 prosent for året. Alle de store EU-børsene var ned sist uke, og særlig negativ var utviklingen på Madrid- og London-børsene, der hovedindeksene falt nesten to prosent. I de nordiske børsmarkeder var utviklingen noe mer lystig ettersom tre av de fire markedene endte solid opp, med OMX i Helsinki som den beste indeksen med en oppgang på 1,2 prosent. Denne er dermed opp 13,1 prosent hittil i 2018. OSEFX-indeksen i Oslo var svakest sist uke med en nedgang på 0,1 prosent til tross for to prosent oppgang for nordsjøoljen.

Rentemarkedet

Innenfor de globale rentemarkedene er det en god del uro i de fremvoksende markedene, spesielt med hensyn til valutaene i Argentina og Tyrkia. Sentralbankene i disse landene sliter tungt med å gjøre tiltak som bedrer tiltroen til økonomien i disse landene. Utover dette er det fortsatt lite inflasjonspress i eurosonen på tross av gode rapporterte veksttall, samtidig som det er få signaler om snarlige renteøkninger. Derimot priser rentemarkedet at den amerikanske sentralbanken Fed kommer til å sette opp renten minst én gang før årsskiftet; dette med utgangspunkt i fortsatt solid økonomisk vekst i USA. Innenfor kredittmarkedene er det god emisjonsaktivitet i Europa, samtidig som det er relativt udramatiske endringer i kredittpåslag i de utviklede kredittmarkedene. Det flyter fortsatt kapital inn i de amerikanske high yield-fondene, mens fond som har eksponering mot fremvoksende markeder, sliter mer for tiden.

Sist uke steg rentene i flere av de globale rentemarkedene. Amerikanske og britiske ti års statsobligasjoner steg med henholdsvis 0,05 og 0,01 til henholdsvis 2,86 og 1,43 prosent. Norske og svenske ti års statsobligasjonsrenter steg også med henholdsvis 0,01 og 0,02 prosentpoeng fra uken før (opp til henholdsvis 1,74 og 0,51 prosent). Renten på tyske ti års statsobligasjoner falt derimot med 0,02 prosentpoeng til 0,33 prosent.

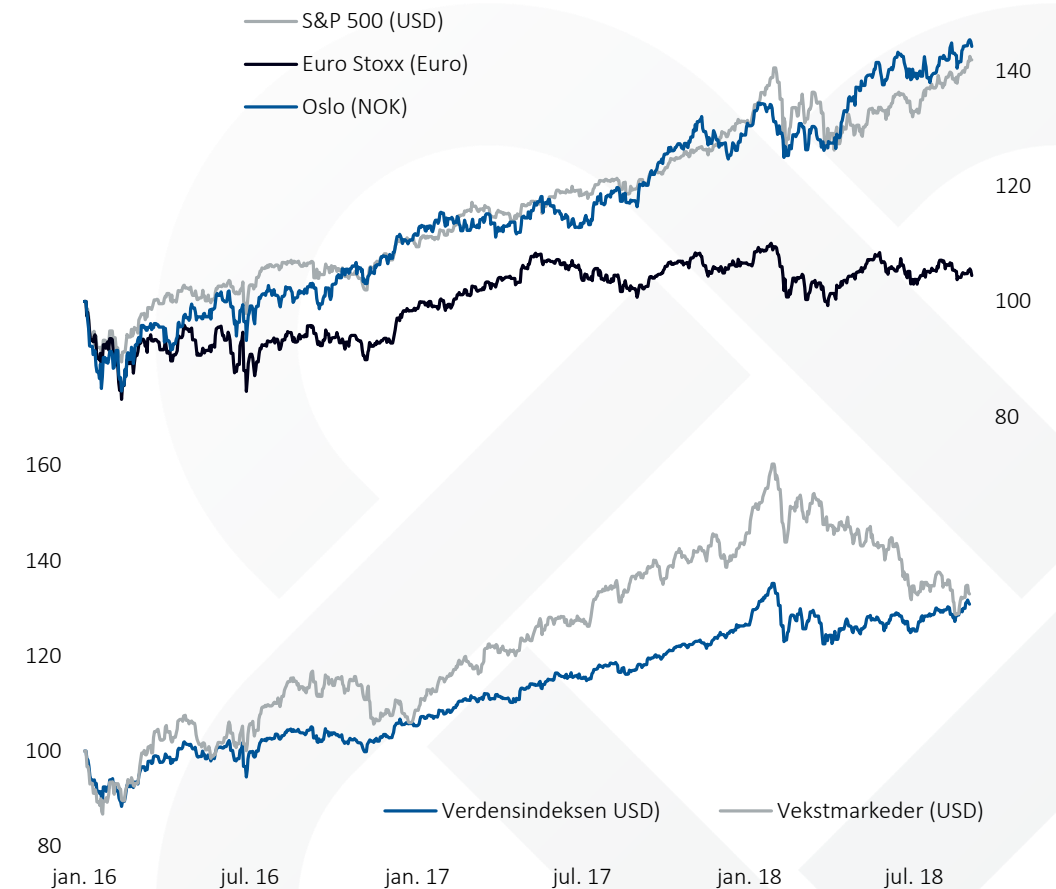
De globale kredittmarkedene er fortsatt preget av god stemning; kredittpåslagene var også sist uke preget av relativt små bevegelser. I det amerikanske og europeiske obligasjonsmarkedet for god kredittkvalitet steg kredittpåslagene igjen marginalt, med henholdsvis 0,01 og 0,02 prosentpoeng (til henholdsvis 1,03 og 0,59 prosent). I det amerikanske markedet for dårligere kredittkvalitet falt kredittpåslagene med 0,02 prosentpoeng til 3,44 prosent, og i det europeiske markedet for dårligere kredittkvalitet steg kredittpåslagene med 0,09 prosentpoeng (til 3,31 prosent).

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	242,4	0,6 %	1,2 %	5,0 %	12,9 %
MSCI World Index AC	NOK	2134,3	1,2 %	3,6 %	5,9 %	20,1 %
MSCI World Index	Lokal	4732,4	0,6 %	1,5 %	5,9 %	14,1 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	578,6	1,0 %	-0,5 %	-1,7 %	4,3 %
Dow Jones	USD	25964,8	0,7 %	2,2 %	5,0 %	18,3 %
S&P 500	USD	2901,5	0,9 %	3,0 %	8,5 %	17,4 %
Nasdaq	USD	8109,5	2,1 %	5,7 %	17,5 %	26,1 %
Nikkei 225	JPY	22865,2	1,2 %	0,5 %	0,4 %	16,4 %
Shanghai SE Comp	CNY	2725,3	-0,2 %	-3,5 %	-17,6 %	-18,9 %
Hang Seng	HKD	27888,6	0,8 %	-1,6 %	-6,8 %	-0,3 %
Euro Stoxx 600	EUR	382,3	-0,3 %	-1,9 %	-1,8 %	2,2 %
FTSE 100	GBP	7432,4	-1,9 %	-2,9 %	-3,3 %	0,0 %
Vinx (Norden)	NOK	410,9	1,1 %	2,7 %	4,7 %	11,2 %
OSEFX (Norge)	NOK	876,3	-0,1 %	1,3 %	10,6 %	21,2 %
SBX (Sverige)	SEK	1260,2	1,0 %	3,3 %	11,5 %	15,3 %
HEXP (Finland)	EUR	20005,4	1,2 %	1,5 %	13,1 %	14,1 %
KAX (Danmark)	DKK	1686,5	0,7 %	0,1 %	8,3 %	6,6 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	13,53	7,3 %	0,2 %	16,5 %	21,4 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016

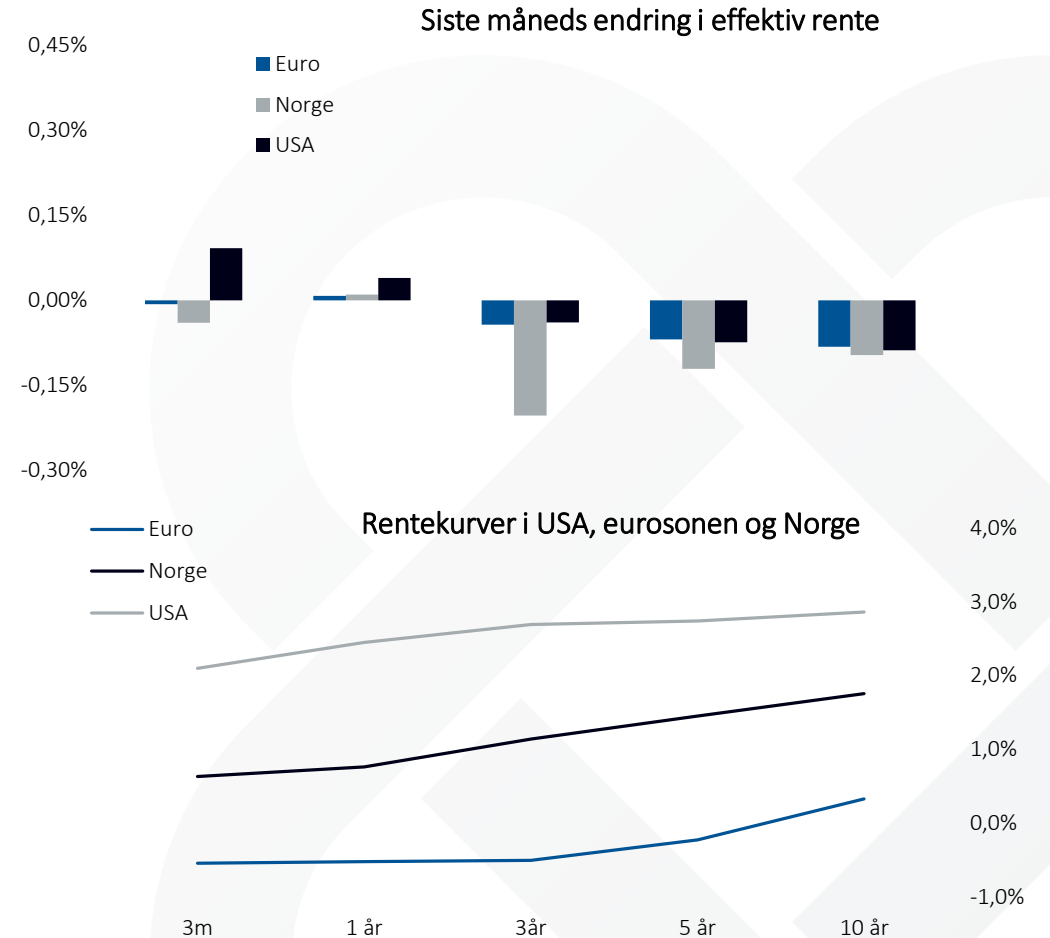


Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,31 %	2,32 %	2,35 %	1,69 %	1,32 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,03 %	1,04 %	1,03 %	0,81 %	0,79 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,38 %	-0,37 %	-0,35 %	-0,47 %	-0,43 %

Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,70 %	0,70 %	0,67 %	0,39 %	0,41 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,25 %	1,24 %	1,34 %	0,93 %	0,86 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,46 %	1,46 %	1,57 %	1,22 %	1,14 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,09 %	2,10 %	2,00 %	1,38 %	1,00 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,74 %	2,74 %	2,81 %	2,21 %	1,74 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	2,86 %	2,85 %	2,95 %	2,41 %	2,17 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,23 %	-0,19 %	-0,16 %	-0,20 %	-0,33 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,33 %	0,38 %	0,41 %	0,43 %	0,38 %

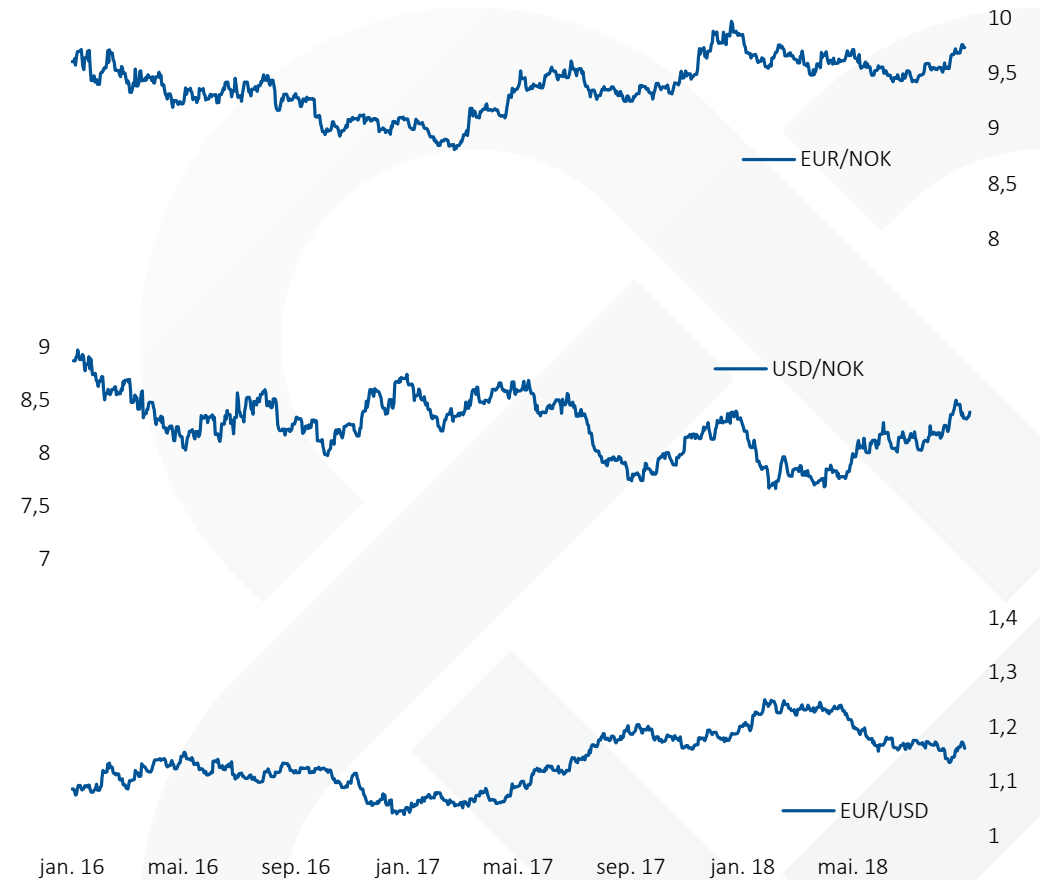
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	251	-0,1 %	0,3 %	-0,8 %	0,3 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	361	0,0 %	0,3 %	1,2 %	2,8 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	218	-0,1 %	0,3 %	0,8 %	1,1 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	351	-1,0 %	-1,9 %	-5,5 %	-4,9 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	252	-0,3 %	-0,3 %	-0,4 %	-0,1 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	246	-0,1 %	-0,1 %	-0,4 %	0,1 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2844	-0,2 %	0,4 %	-2,0 %	-0,8 %



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,39	0,5 %	1,3 %	2,2 %	7,8 %
EUR/NOK	9,73	-0,2 %	1,6 %	-1,1 %	5,3 %
GBP/NOK	10,87	0,4 %	0,4 %	-1,9 %	8,3 %
DKK/NOK	1,31	-0,2 %	1,6 %	-1,3 %	5,0 %
SEK/NOK	0,92	0,3 %	-1,0 %	-8,6 %	-6,1 %
JPY/USD	0,01	0,0 %	0,2 %	1,5 %	-0,8 %
GBP/USD	1,30	-0,2 %	-1,0 %	-4,1 %	0,5 %
EUR/USD	1,16	-0,7 %	0,3 %	-3,4 %	-2,3 %
Dollarindeks	95,14	0,4 %	0,0 %	3,3 %	2,7 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	104,48	0,0 %	0,6 %	-3,5 %	1,8 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	77,4	3,6 %	4,3 %	15,8 %	47,8 %
Brent (12M)	USD	75,0	1,4 %	2,8 %	19,0 %	39,9 %
WTI (1M)	USD	69,8	1,6 %	1,5 %	15,5 %	47,8 %
Gull	USD	1200,1	-0,5 %	-2,1 %	-8,1 %	-8,9 %
Aluminium (3M)	USD	2125,0	1,4 %	2,1 %	-6,3 %	0,4 %
Kobber (3M)	USD	5975,0	-2,1 %	-5,2 %	-17,6 %	-12,0 %
Baltic Dry Index	USD	1579,0	-7,6 %	-9,6 %	15,6 %	33,4 %



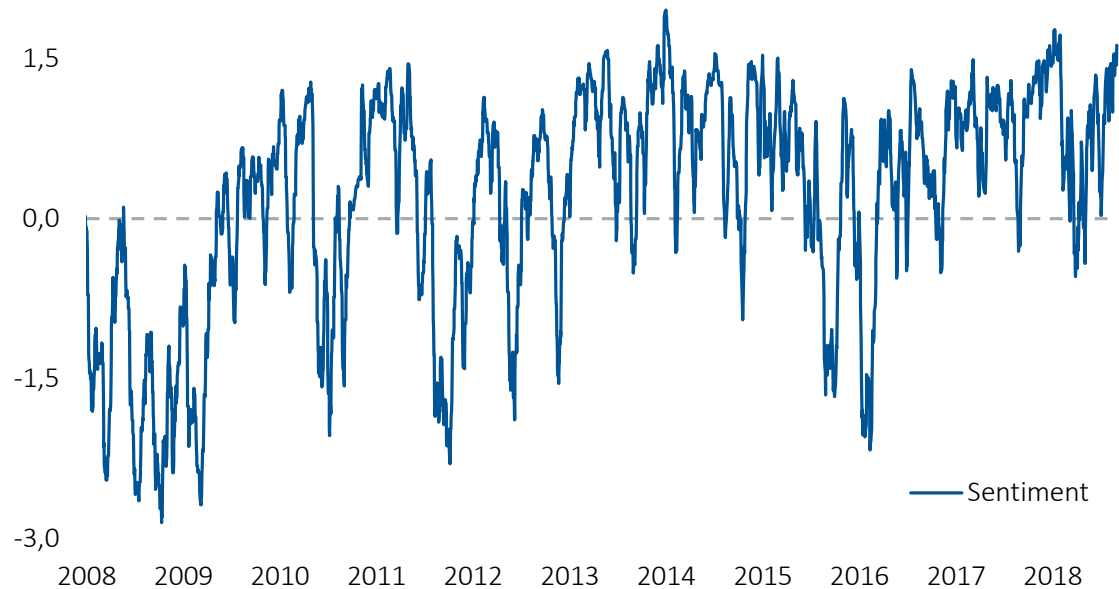
Oppsummering av ledende markedsdrivere

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 helt negativt signal



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til september 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.

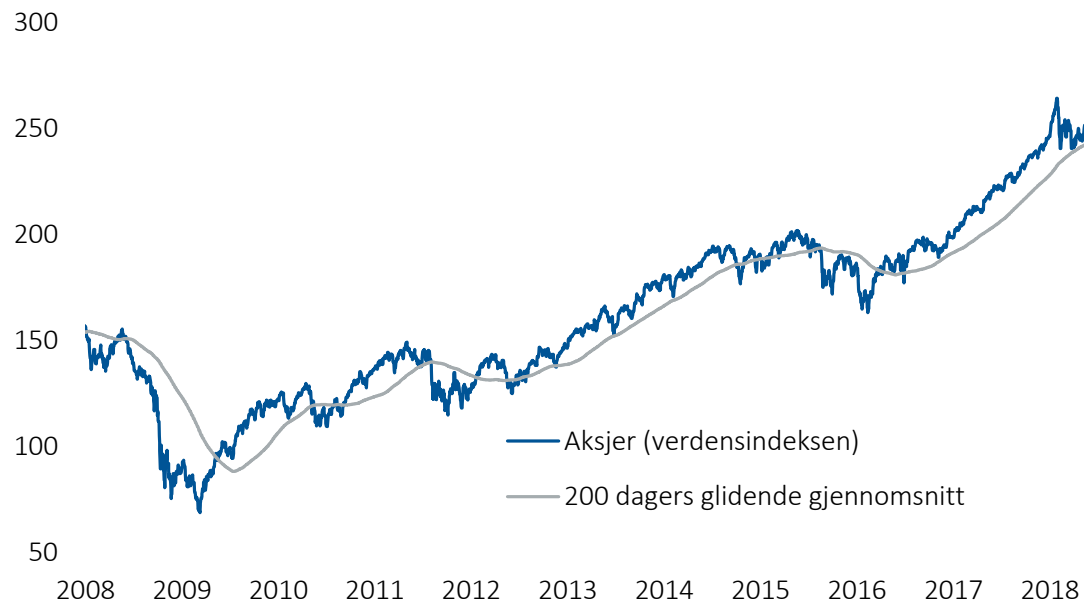
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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 %	5,2 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,4 %
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	0 %	Siste måling 1,6

Våre markedsdrivere - MOMENTUM

Momentum er en positiv markedsdriver



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til september 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 -7,1 prosent

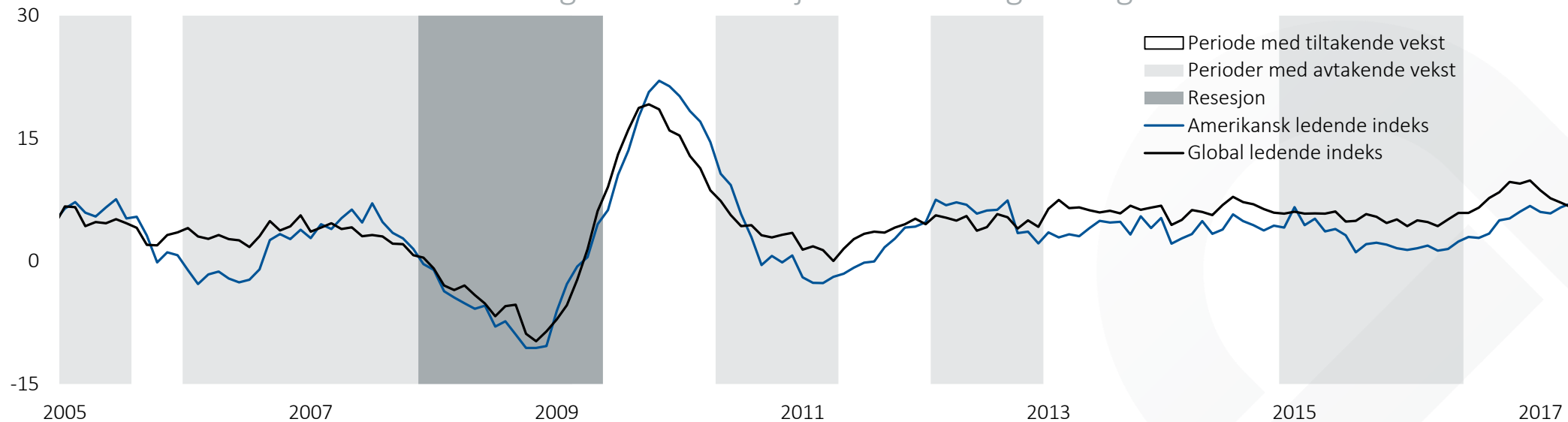
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
	3,0 %
79 %	5,8 %
21 %	-7,1 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



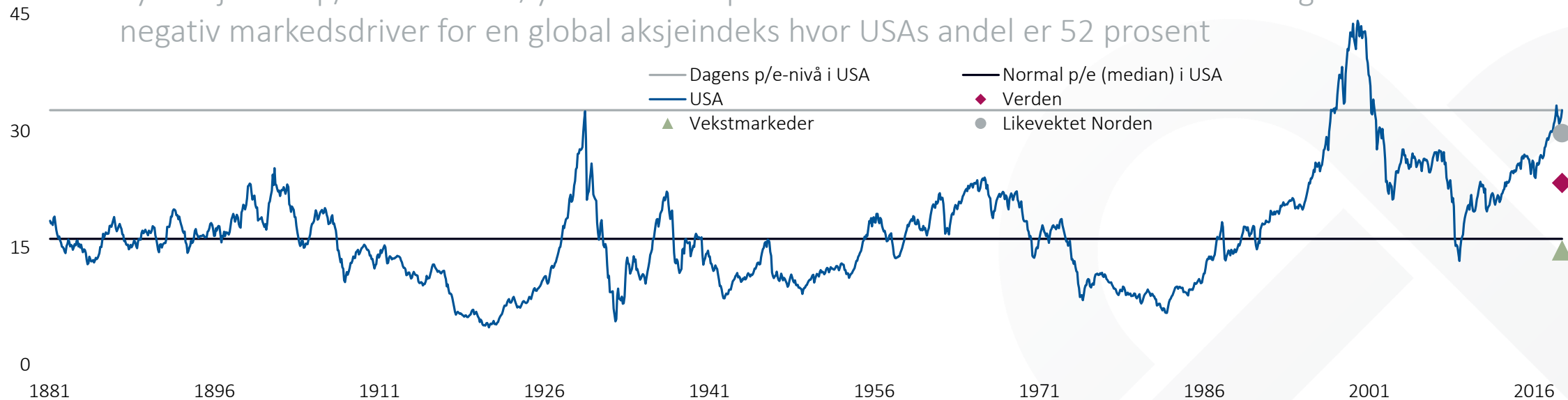
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent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