

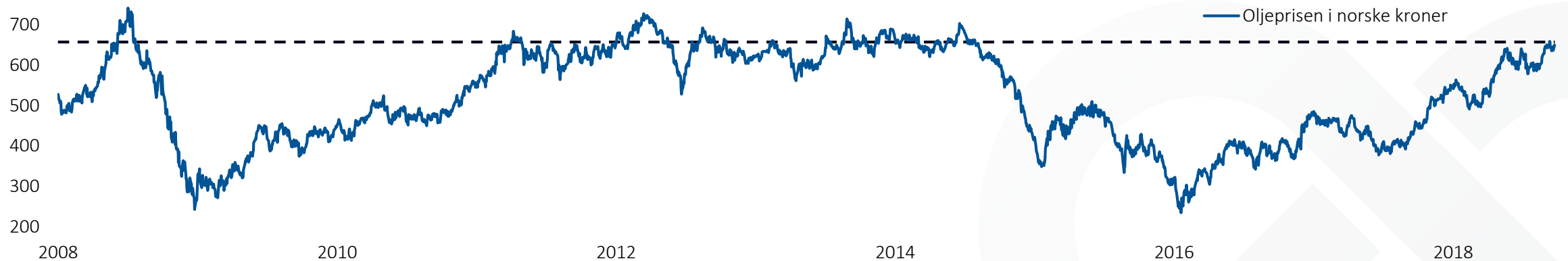
Ukesoppdatering

Uke 39

24. september 2018



Ukens figur: Oljeprisen når gamle høyder



- Oljeprisen målt i kroner har nådd gamle høyder etter å ha steget gjennom høsten 2017 og første halvår 2018.
- Fra januar 2016 til september 2018 har oljeprisen steget fra i underkant av 30 dollar fatet til like under 80 dollar fatet.
- En svakere kroner gir en oljepris på 650 kroner pr. fat.
- Oljeprisen i norske kroner har steget 19 prosent hittil i år og er opp 60 prosent siden høsten 2017.
- Oppgangen skyldes både høyere vekst i globalt oljeforbruk og kutt i oljeproduksjonen i OPEC og flere andre land.
- Den solide oppgangen i oljeprisen siden 2016 og lavere vekst i verdensøkonomien kan bidra til å dempe oljeetterspørselen.
- Høy oljepris målt i norske kroner gjenspeiles i utviklingen på Oslo Børs og oljeprisen kan forventes å påvirke diskusjoner knyttet til konjunktur her hjemme og poster i statsbudsjettet.
- Merk at prisene på øvrige industrielle råvarer ikke har utviklet seg like positivt som oljeprisen (ikke vist her).

Økonomiske hendelser

Torsdag kunngjorde sentralbanksjef Øystein Olsen at styringsrenten i Norges Bank heves fra 0,5 til 0,75 prosent. Samtidig kommuniserte sentralbanken at neste renteheving mest sannsynlig kommer i første kvartal neste år.

Norges Banks rentebane, som angir sentralbankens forventninger til styringsrenten fremover, ble nedjustert. Den nye rentebanen indikerer ytterligere to rentehevinger neste år, med 80 prosent sannsynlighet for at en heving kommer i mars 2019. Det legges fremdeles opp til seks rentehevinger de neste tre årene, slit at styringsrenten vil nå 2,25 prosent ved utgangen av 2021. Hittil i år har veksten i fastlands-BNP vært lavere enn anslått av Norges Bank, og arbeidsmarkedet har vært noe svakere enn ventet. Boligprisene har avtatt siden i vår, oljeprisen har steget litt. Bankens vekstprognoser har også blitt nedjustert i forhold til dem som ble presentert på junimøtet, blant annet på grunn av bekymringer for globale handelskonflikter.

I diskusjonen om risikoutsiktene fokuserte hovedstyret særlig på konsekvensen for norsk økonomi av økende global proteksjonisme og turbulens i fremvoksende markeder.

Økte handelsbarrierer og vedvarende usikkerhet kan dempe importveksten hos handelspartnere, men kan også føre til at kronekursen holder seg svakere enn lagt til grunn.

Rentehevingen fra Norges Bank, som var den første siden 2011, kommer etter at både USA og Storbritannia har hevet styringsrentene i år. Og i kommende uke ventes det at den amerikanske sentralbanken hever renteintervallet for tredje gang i år.

I Sveits holdt sentralbanken styringsrenten uendret på minus 0,75 prosent. Det er ingenting som indikerer en snarlig renteheving. Den sveitsiske nasjonalbanken vurderer å intervenere i valutamarkedet da de anser sveitserfrancen som høyt verdsatt. I Japan rørte Bank of Japan verken signalrenten eller størrelsen på de pågående obligasjonskjøpene. Det betyr at sentralbankens kortsiktige rentemål er minus 0,1 prosent og myndighetene vil fortsette kjøp av statsobligasjoner og aktiva for 80 000 milliarder yen, tilsvarende om lag 710 milliarder dollar, årlig. Det markerer 32 måneder uten vesentlig endring i pengepolitikken og fremhever divergensen og ulikheten i pengepolitiske

lettelser i Japan og en normalisering av pengepolitikken i USA.

I hele år har trenden i inflasjon i Storbritannia vært nedadgående, men sist uken fikk vi et overraskende brudd i denne trenden. Samlet konsumprisvekst fra året før økte med 0,2 prosentpoeng fra juli til august, til 2,7 prosent. Også kjerneinflasjonen, som ekskluderer energi, mat og drikke, økte med to tideler, til 2,1 prosent. Samtidig har det britiske pundet svekket seg gjennom sommeren. Den kraftige økningen i konsumprisene kommer samtidig som boligprisveksten er på sitt laveste på fem år. Britiske boligpriser var 3,1 prosent høyere i juli enn for ett år siden, den laveste veksttaket siden 2013. Nedgangen har kommet etter særlig svekkede priser i London og i Sørøst-England. I hovedstaden falt boligprisene med en årlig veksttakt på 0,7 prosent.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

Den positive utviklingen for de globale aksjemarkeder fortsatte sist uke og MSCI ACWI steg med solide 1,6 prosent. Oppgangen for året er dermed nesten 4,5 prosent, hvilket er kun små tre prosent lavere enn alle-tiders-høy-nivået tilbake fra januar i år. Det som skilte seg ut fra langt de fleste uker hittil i 2018, var at børsmarkedene i de fremvoksende økonomier var sterkere enn de modne markeder sist uke. MSCI Emerging-indeksen steg nesten 2,3 prosent, men er allikevel fortsatt ned 7,4 prosent i 2018.

Som nevnt over var utviklingen i de fremvoksende økonomier sterkest sist uke og særlig det brasilianske og det kinesiske aksjemarkedet utviklet seg sterkt. Hovedindeksen på Shanghai-børsen steg 4,3 prosent, men til tross for dette er Shanghai Composite-indeksen fortsatt ned 15,4 prosent for året. Like mye opp som Shanghai er ned, er det russiske børsmarkedet. Her steg MOEX-indeksen 2,8 prosent sist uke og er nå 15 prosent opp i 2018, hvilket er en årstopp. Det brasilianske børsmarkedet fikk en kjærkommen opptur sist uke og hovedindeksen i Sao Paulo steg solide 5,3 prosent. Denne indeksen er dermed igjen i pluss i 2018, etter å ha hatt en meget negativ utvikling i tiden etter februar.

Børsene i USA var sist uke noe mer ujevne enn vi ellers har opplevd på det seneste. Dow Jones var desidert best sist uke, med en oppgang på 2,3 prosent, mens den vekst- og teknologiselskapstunge Nasdaq-indeksen var ned 0,3 prosent. Allikevel leder fortsatt sistnevnte indeks an for året med en oppgang på 15,7 prosent hittil. Viljen til å ta risiko er fortsatt høy, noe som ses ved at fryktindeksen VIX falt tilbake og fortsetter sin kraftige nedgang for tredje kvartal. Vi konkluderer følgelig at frykten ikke virker å råde i markedet til tross for at de ledende og største indeksene ligger på eller tett på sine alle-tiders-høy-nivåer. Alle hovedmarkeder i Europa steg sist uke, men særlig Fastlands-Europa viste jevnt over styrke og oppgangen var ca. 2,5 prosent for de fleste store markeder.

Rentemarkedet

Sist torsdag hevet Norges Bank som ventet renten med 25 basispunkter til 0,75 prosent. Den lengre rentebanen ble imidlertid revidert noe ned – noe som var stikk motsatt av hva rentemarkedet hadde ventet. Den nye rentebanen gjør muligheten for nok en heving i år mindre sannsynlig. Dette kommuniserte også Norges Bank tydelig, nemlig at neste renteheving sannsynligvis kommer i første kvartal neste år. Ellers er rentebanen utover i 2020 og 2021 omtrent sju basispunkter lavere enn den gamle. I det amerikanske rentemarkedet har ti års amerikanske statsrente stabilisert seg over tre prosent, og det er priset inn en ny renteheving med 100 prosent sannsynlighet på rentemøtet i den amerikanske sentralbanken Fed neste uke. Viktige faktorer som sentralbanken ser på, er: Virkning av handelskrigen på økonomisk vekst i USA, positive økonomiske nøkkeltall som ISM-indeksen og vekst i arbeidsmarkedet, samt vekst i lønninger og kjerneinflasjonen.

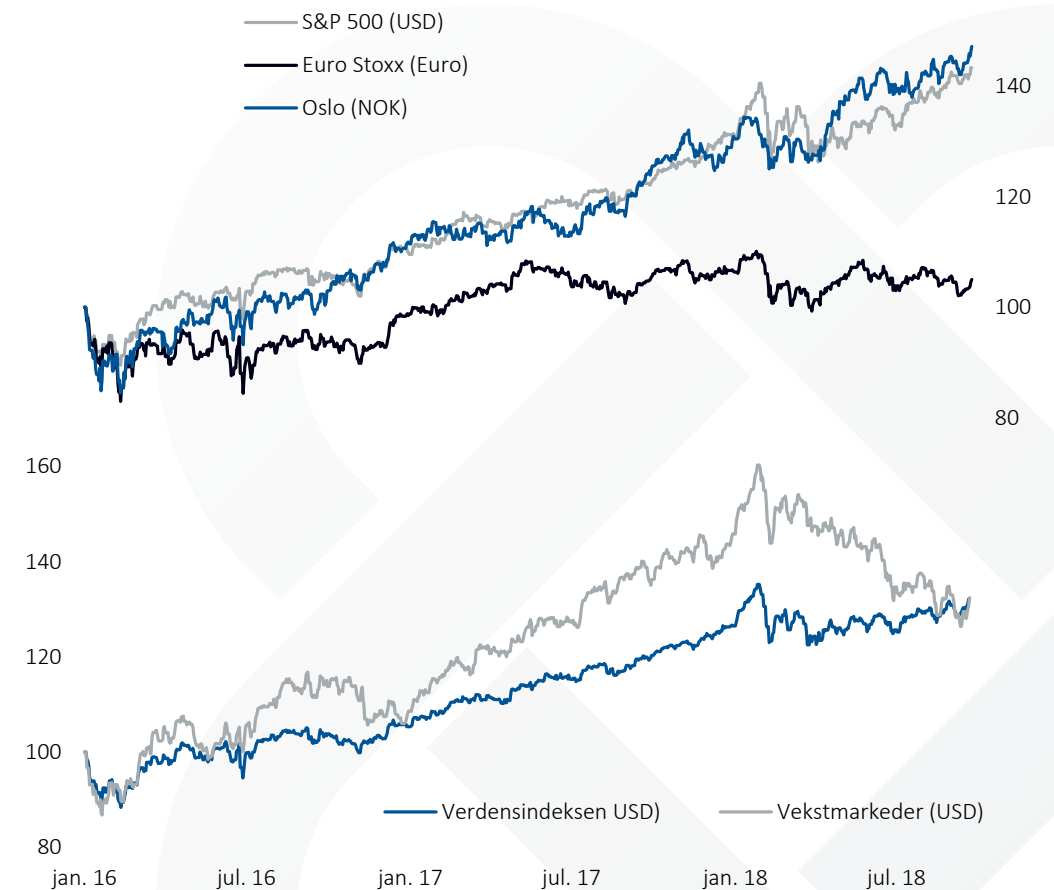
I forrige uke var det relativt små bevegelser i de fleste globale rentemarkedene med unntak av det amerikanske rentemarkedet, hvor amerikanske ti års statsobligasjoner steg med 0,08 prosentpoeng til 3,06 prosent. Tyske og norske ti års statsobligasjoner var uendret gjennom uken på henholdsvis 0,45 og 1,89 prosent, mens renten på britiske og svenske ti års statsobligasjoner steg med 0,02 prosentpoeng til henholdsvis 1,55 og 0,6 prosent.

I det amerikanske markedet for god og dårligere kredittkvalitet var det relativt små positive endringer – kredittpåslaget for god kredittkvalitet falt med 0,03 prosentpoeng til 0,98 prosent, mens for dårligere kredittkvalitet falt kredittpåslaget også med 0,03 prosentpoeng til 3,28 prosent. Det europeiske obligasjonsmarkedet for god og dårligere kredittkvalitet utviklet seg positivt gjennom forrige uke; her falt kredittpåslagene for god og dårligere kredittkvalitet med henholdsvis 0,04 og 0,11 prosentpoeng (til henholdsvis 0,59 og 3,18 prosent).

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	H1Å	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	244,5	1,4 %	1,8 %	5,9 %	12,1 %
MSCI World Index AC	NOK	2096,7	0,5 %	-0,5 %	4,0 %	15,5 %
MSCI World Index	Lokal	4781,2	1,4 %	1,9 %	7,0 %	13,6 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	575,1	1,6 %	0,4 %	-2,3 %	1,4 %
Dow Jones	USD	26743,5	2,3 %	3,6 %	8,2 %	19,6 %
S&P 500	USD	2929,7	0,8 %	2,3 %	9,6 %	17,2 %
Nasdaq	USD	7987,0	-0,3 %	1,6 %	15,7 %	24,4 %
Nikkei 225	JPY	23869,9	3,4 %	6,7 %	4,9 %	17,3 %
Shanghai SE Comp	CNY	2797,5	4,3 %	3,1 %	-15,4 %	-16,7 %
Hang Seng	HKD	27953,6	2,4 %	0,1 %	-6,6 %	-0,6 %
Euro Stoxx 600	EUR	384,3	1,7 %	0,1 %	-1,3 %	0,4 %
FTSE 100	GBP	7490,2	2,5 %	-1,1 %	-2,6 %	3,1 %
Vinx (Norden)	NOK	407,6	1,5 %	0,2 %	3,9 %	7,5 %
OSEFX (Norge)	NOK	894,0	2,0 %	2,0 %	12,8 %	18,8 %
SBX (Sverige)	SEK	1258,5	1,0 %	1,1 %	11,4 %	11,5 %
HEXP (Finland)	EUR	19956,2	1,8 %	1,1 %	12,9 %	12,2 %
KAX (Danmark)	DKK	1639,0	0,6 %	-1,8 %	5,3 %	4,0 %
Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	H1Å	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	11,80	-3,2 %	-9,2 %	5,8 %	20,8 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016

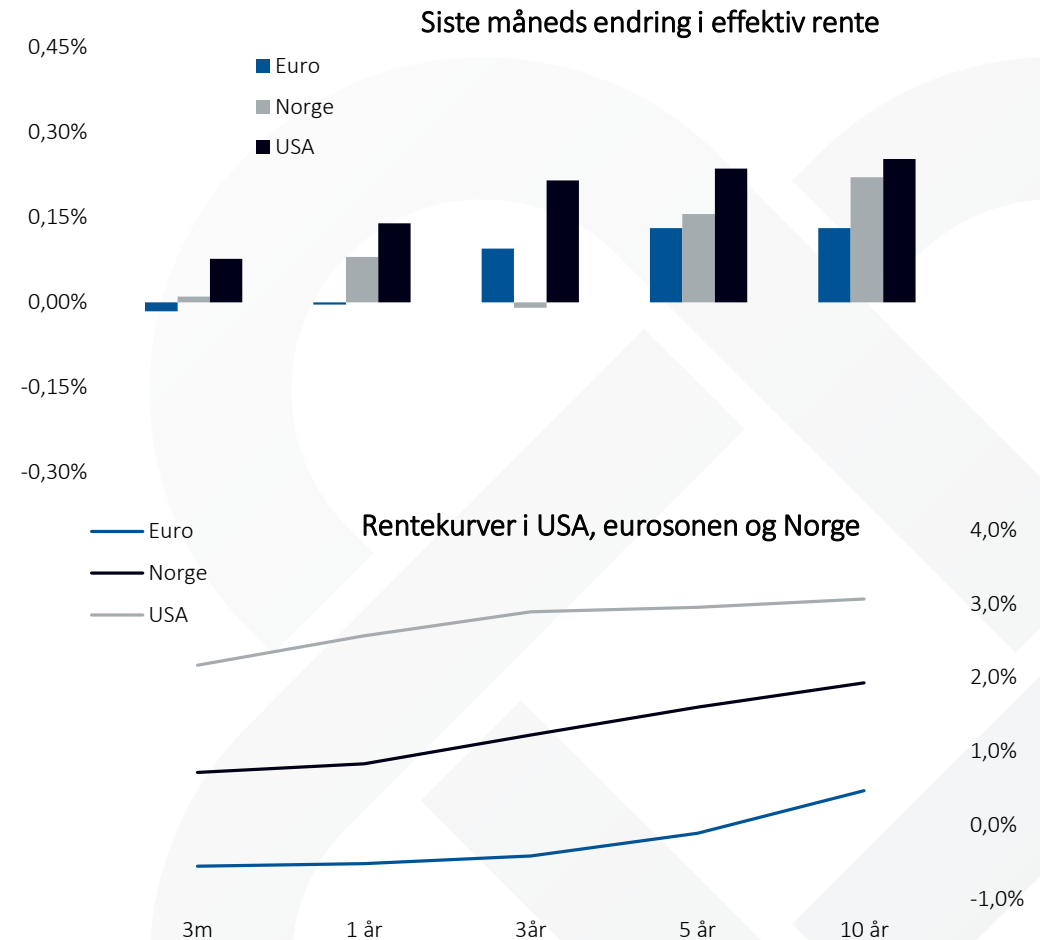


Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,35 %	2,34 %	2,31 %	1,69 %	1,33 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,12 %	1,09 %	1,02 %	0,81 %	0,81 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,38 %	-0,39 %	-0,36 %	-0,47 %	-0,41 %

Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,75 %	0,74 %	0,70 %	0,39 %	0,40 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,36 %	1,38 %	1,23 %	0,93 %	0,89 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,62 %	1,63 %	1,44 %	1,22 %	1,17 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,16 %	2,15 %	2,09 %	1,38 %	1,02 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,95 %	2,89 %	2,71 %	2,21 %	1,86 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	3,06 %	2,99 %	2,81 %	2,41 %	2,25 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,12 %	-0,11 %	-0,22 %	-0,20 %	-0,26 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,46 %	0,46 %	0,35 %	0,43 %	0,45 %

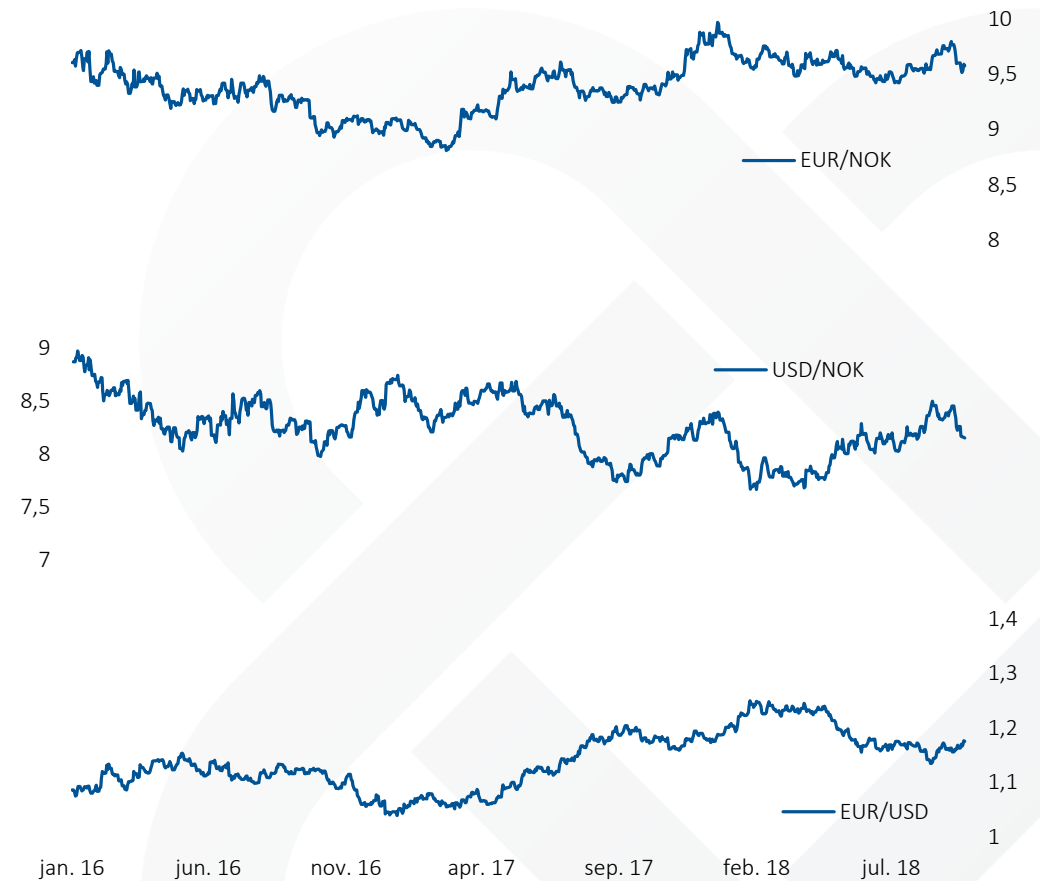
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	250	-0,1 %	-0,6 %	-1,2 %	0,0 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	363	0,2 %	0,7 %	1,8 %	2,8 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	217	-0,2 %	-0,4 %	0,5 %	1,1 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	355	0,7 %	0,4 %	-4,2 %	-3,6 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	253	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,6 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	246	0,2 %	-0,2 %	-0,5 %	0,2 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2828	-0,2 %	-0,8 %	-2,5 %	-1,3 %



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,15	-0,3 %	-2,2 %	-0,7 %	4,2 %
EUR/NOK	9,57	0,2 %	-1,1 %	-2,7 %	2,6 %
GBP/NOK	10,67	-0,7 %	-0,2 %	-3,7 %	0,5 %
DKK/NOK	1,28	0,2 %	-1,2 %	-2,9 %	2,4 %
SEK/NOK	0,93	1,0 %	1,4 %	-7,6 %	-5,3 %
JPY/USD	0,01	-0,5 %	-1,2 %	0,1 %	-0,1 %
GBP/USD	1,31	-0,4 %	2,0 %	-3,3 %	-3,7 %
EUR/USD	1,17	0,5 %	1,1 %	-2,1 %	-1,5 %
Dollarindeks	94,22	-0,3 %	-1,0 %	2,3 %	2,1 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	103,09	0,2 %	-1,5 %	-4,8 %	0,3 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	78,8	0,8 %	8,5 %	17,8 %	39,6 %
Brent (12M)	USD	75,4	1,0 %	5,9 %	19,7 %	36,6 %
WTI (1M)	USD	70,8	2,6 %	5,1 %	17,1 %	40,0 %
Gull	USD	1197,3	0,2 %	0,4 %	-8,3 %	-7,4 %
Aluminium (3M)	USD	2091,0	2,3 %	1,8 %	-7,8 %	-3,7 %
Kobber (3M)	USD	6363,0	6,5 %	5,3 %	-12,2 %	-1,4 %
Baltic Dry Index	USD	1413,0	3,4 %	-18,6 %	3,4 %	-3,9 %



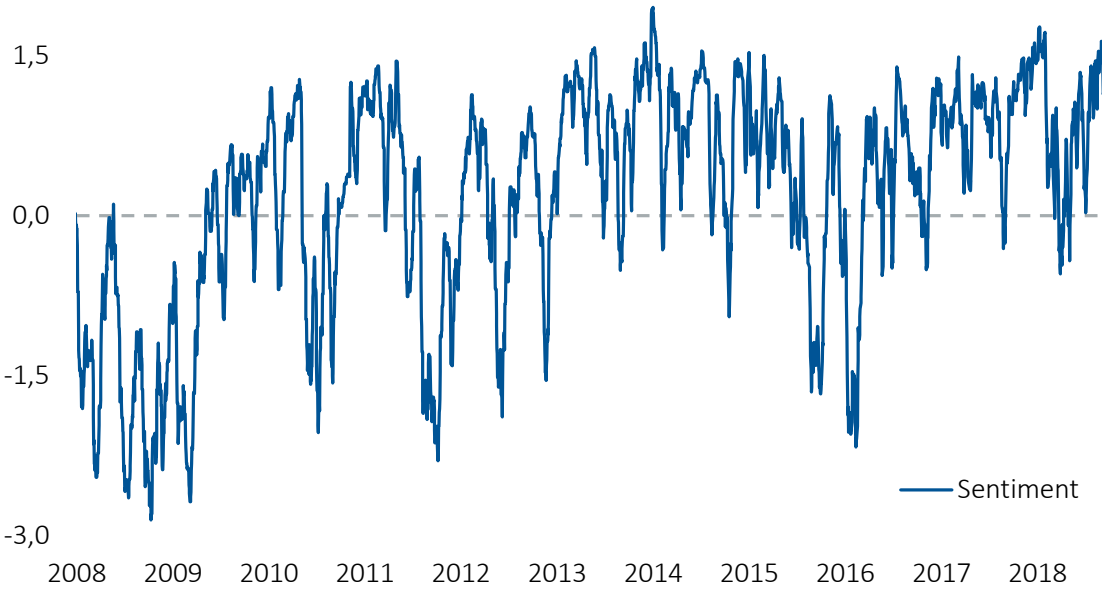
Oppsummering av ledende markedsdrivere

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 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.

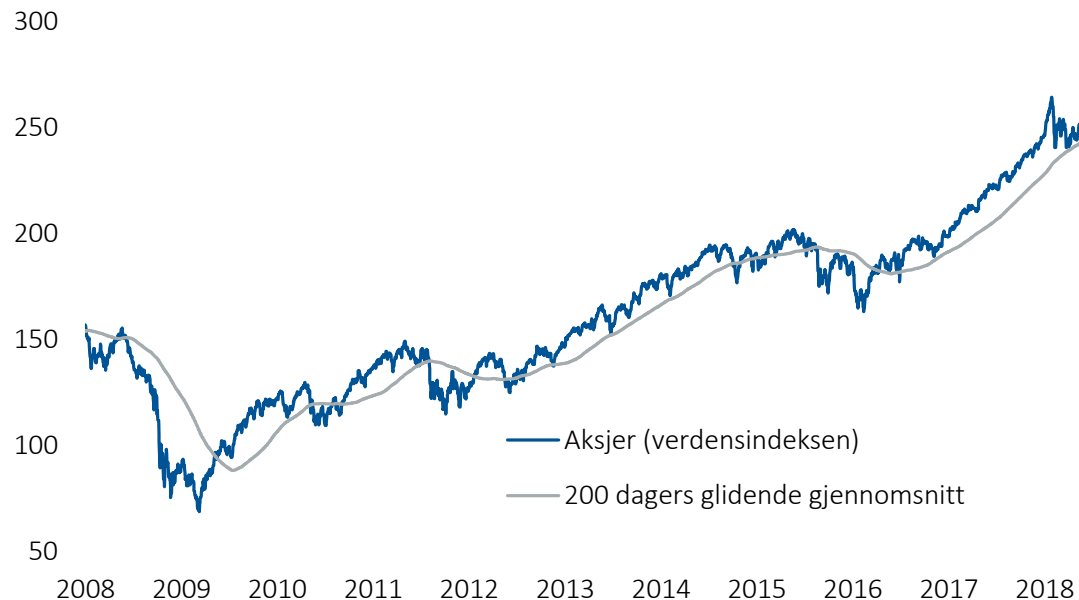
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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
	6,6 %
57 %	5,2 %
43 %	8,5 %
	Siste måling
5 %	1,3

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 5,9 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på -7,2 prosent

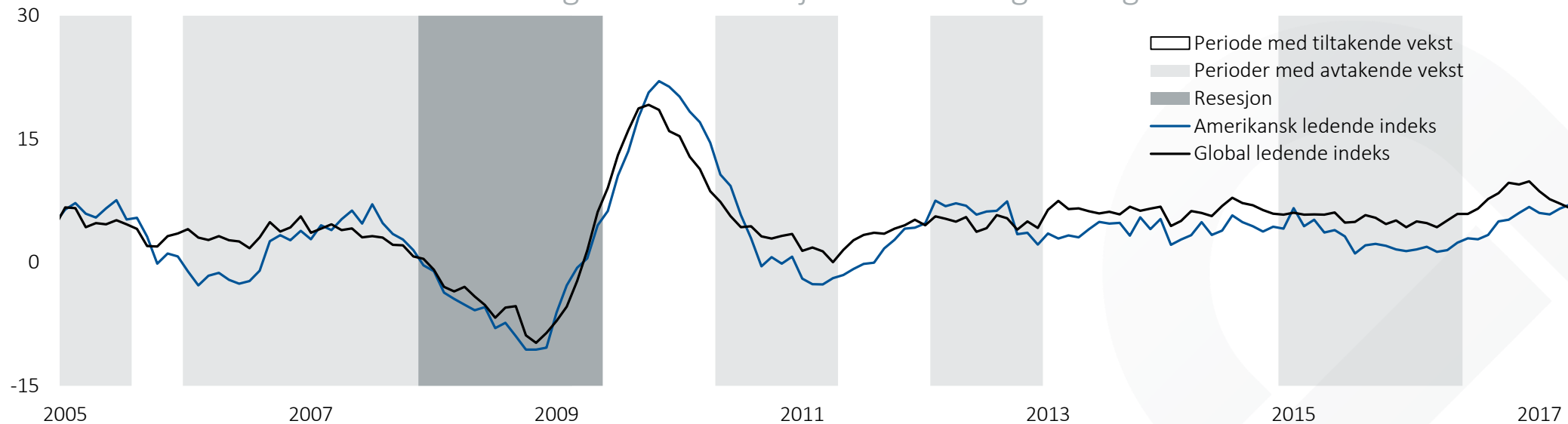
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
	2,9 %
79 %	5,7 %
21 %	-7,1 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



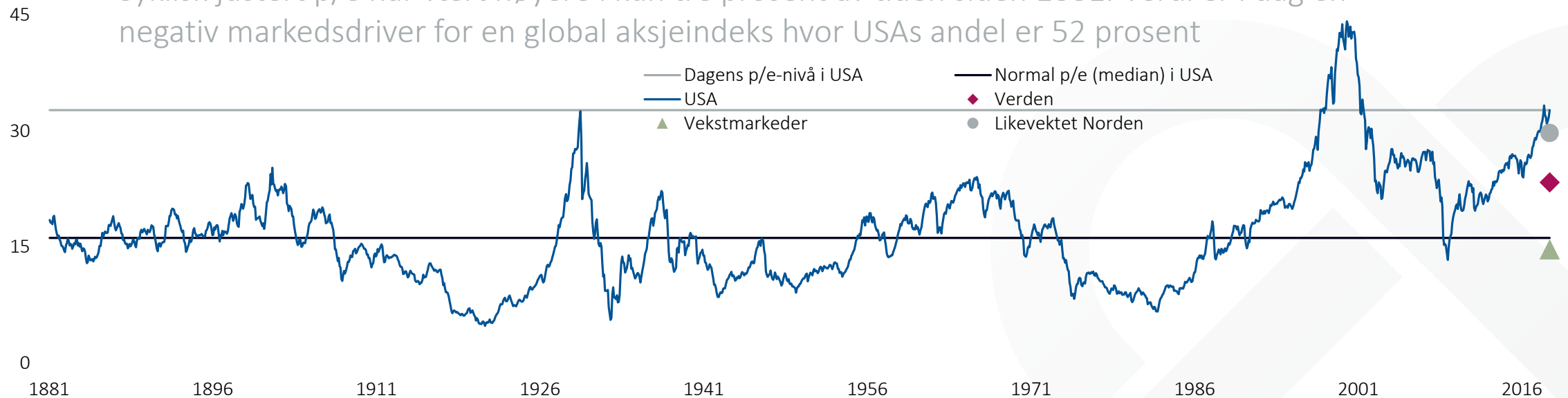
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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