

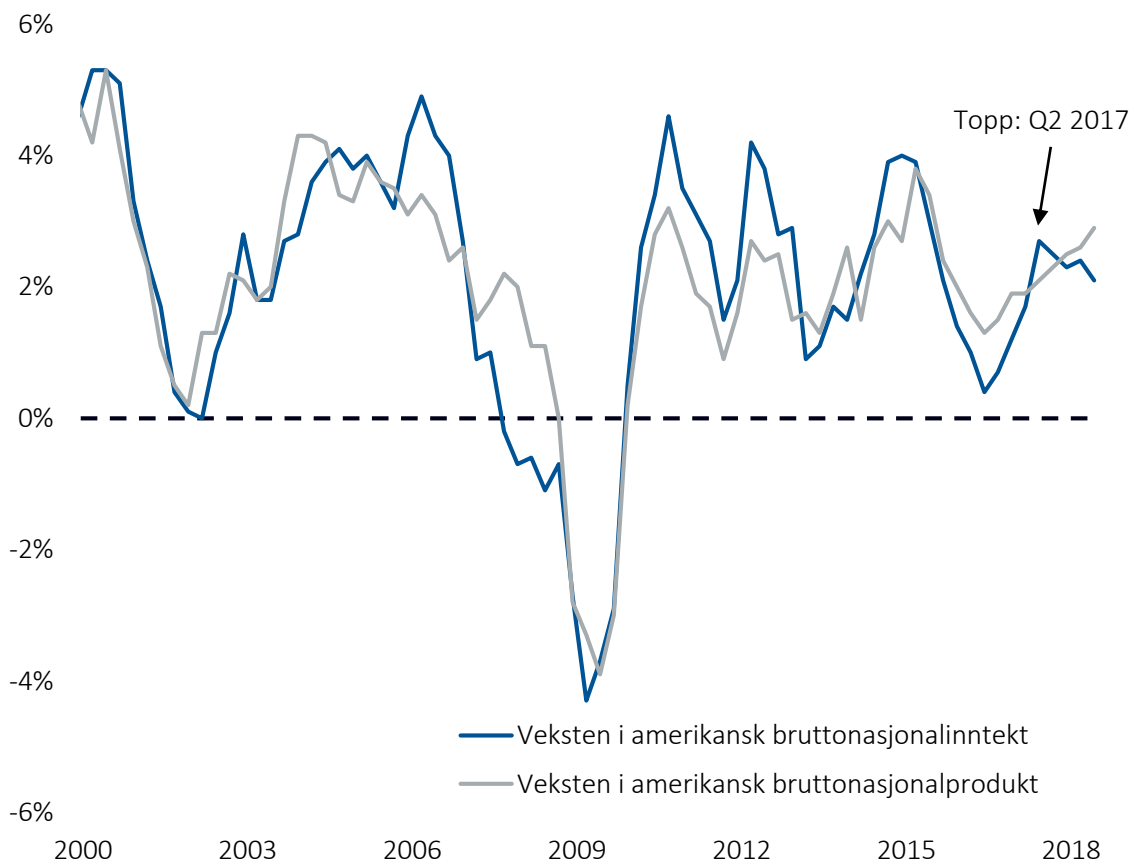
Ukesoppdatering

Uke 40

1. oktober 2018



Ukens figur: Hva er mest representativt; BNP eller BNI?



- Veksten i den amerikanske økonomien ser ut til å fortsette å stige og årsveksten i bruttonasjonalprodukt (BNP) har ikke vært høyere på tre år.
- Likevel kan den sterke økonomiske veksten målt ved BNP, eller utgiftssiden for beregning av økonomisk vekst, gi et galt bilde av virkeligheten.
- Ukens figur viser utviklingen i amerikansk bruttonasjonalprodukt (grå linje) og bruttonasjonalinntekt (BNI) (blå linje) de siste 18 årene.
- BNI representerer inntektsmetoden for beregning av økonomisk vekst; den måler i prinsippet det samme som BNP, men består av andre datakilder.
- I andre kvartal steg amerikansk BNP målt mot samme kvartal året før med 2,9 prosent; den høyeste veksten siden 2015.
- Årsveksten i BNI falt til 2,1 prosent i andre kvartal.
- Mens BNP-veksten viser sterkt positivt momentum, viser BNI-veksten avtakende momentum med en vektstopp i andre kvartal 2017.
- Jeremy Nalewaik, tidligere økonom i Federal Reserve, har konkludert med at BNI er et mer presist mål på økonomisk vekst enn BNP jf. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2010/03/2010a_bpea_nalewaik.pdf
- Nalewaik har argumentert for at BNI bedre reflekterer bevegelsene i konjunktursyklusen.
- Nalewaik viser til at når det har oppstått divergens mellom BNP- og BNI-tallene, så er det større sannsynlighet for at BNP-tallene måtte revideres.
- Det betyr at BNP enten inneholder mer støy eller bommer på å fange opp bevegelser i konjunktursyklusen som fremkommer av BNI og andre konjunkturindikatorer.
- Samlet sett er det sannsynlig at den økonomiske veksten i USA har sakket av det siste året.

Økonomiske hendelser

Etter et to dager langt rentemøte ble det onsdag klart at den amerikanske sentralbanken hevet renten for tredje gang i år og åttende gang siden desember 2008. Dermed steg den amerikanske styringsrenten med 0,25 prosentpoeng til intervallet 2 til 2,25 prosent. Federal Reserve gjorde ingen store endringer i renteprognosene og signaliserte gradvise rentehevinger fremover. Det er ventet at det kommer ytterligere én renteheving i år og i 2019.

Sammen med rentebeslutningen offentliggjorde Fed nye prognoser for veksten i den amerikanske økonomien. Sentralbanksjef Jerome Powell beskrev den økonomiske aktiviteten som sterk og at arbeidsmarkedet har fortsatt å styrke seg. De nye prognosene viser at Fed venter en vekst på 3,1 prosent i år, hvilket er 0,3 prosentpoeng høyere enn sentralbankens tidligere prognoser. Reviderte tall viste at annualisert BNP-vekst fra første til andre kvartal i år var 4,2 prosent. Det er den høyeste veksttaket i amerikansk BNP siden tredje kvartal 2014. Prognosene for den økonomiske veksten i 2019 ble justert opp 0,1 prosentpoeng til 2,5 prosent, mens estimatene for 2020 er uendret på 2,0 prosent.

Sist uke ble både arbeidskraftundersøkelsen (AKU) fra Statistisk sentralbyrå (SSB) og den registrerte ledigheten fra NAV presentert. Gjennomsnittlig arbeidsledighet i Norge, justert for sesongvariasjoner, steg til 113 000 i juli, hvilket tilsvarer fire prosent av den norske arbeidsstyrken. Det viser SSBs arbeidskraftundersøkelse for juli som er tremånederssnittet for arbeidsledigheten fra juni til august. Dette er opp 5000 personer siden forrige tremånedersperiode. På forhånd var det ventet at AKU-ledigheten ville falle 0,1 prosentpoeng fra forrige tremånedersperiode til 3,8 prosent. Der SSB tar utgangspunkt i et representativt utvalg, tar NAV utgangspunkt i registrerte arbeidsledige. NAVs registrerte ledighetstall, som normalt er lavere enn AKU-tallene til SSB, var på 2,4 prosent ved utgangen av september. Ledighetstallene fra NAV har vært stabile på 2,4 prosent de siste tre månedene. Både AKU-ledigheten og registrert ledighet fra NAV er noe svakere enn ventet av Norges Bank, som blant annet på grunn svakere utvikling i arbeidsmarkedet nedjusterte rentebanen på forrige rentemøte.

Detaljomsættningen i Norge steg med 0,6 prosent fra juli til august, viser sesongjusterte tall. Det skjer etter et markert fall i omsetningen i juni og en oppgang på 0,5 prosent i juli. På forhånd var det ventet en vekst i detaljhandelen på 0,5 prosent. Det private forbruket står for om lag halvparten av verdiskapingen for fastlandsøkonomien, og består av vare- og tjenestekonsum. Detaljomsættningen fanger opp det meste av varekonsumet, og kan derfor gi informasjon om veksten i økonomien. Forrige ukes tall fra SSB viser at trenden har vært mer eller mindre stigende siden veksten snudde i mai 2016.

Argentina sliter med rekordhøy inflasjon og en valuta som er halvert mot amerikansk dollar hittil i år. I juni fikk Argentina et lån på 50 milliarder dollar av det internasjonale pengefondet IMF for hjelpe til med å håndtere de økonomiske utfordringene landet står overfor. I august ble IMF og Argentina enige om å fremskynde utbetalingene. I forrige uke har lånet blitt utvidet med 14 prosent til 57 milliarder dollar slik at landet kan prøve å legge den turbulente tiden bak seg og unngå en ny konkurs.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder avsluttet september med en noe negativ utvikling, men endte allikevel måneden i pluss. Verdensindeksen MSCI ACWI falt 0,6 prosent sist uke, men endte opp 0,4 prosent i september og hele 4,3 prosent for tredjekvartal samlet. Vi har følgelig lagt bak oss det beste kvartalet hittil i 2018. Børsene i de modne markeder har gjort det best hittil i 2018 og for så vidt i tredje kvartal isolert. Likevel så vi noe mindre ulikhet i september og MSCI Emerging-indeksen falt noe mindre enn verdensindeksen i månedens siste uke.

MSCI Emerging-indeksen falt mer marginale 0,3 prosent sist uke; det er dog noen lyspunkter. Særlig deler av Latin-Amerika har vist styrke gjennom september. Denne regionen hadde et meget svakt første halvår, men har i september hentet inn over en tredel av det tapte. Eksempelvis har hovedindeksen Ibovespa i Sao Paulo steget med over ni prosent i tredje kvartal og er nå igjen i pluss for året. I Asia har det gått tyngre, der særlig Shanghai-børsen har vært meget svak. Denne avsluttet dog tredje kvartal med solid positiv utvikling i september og steg 0,9 prosent sist uke. Allikevel er nedgangen fortsatt nesten 15 prosent for året.

Børsene i USA har vist noe mer usikker utvikling gjennom september enn tidligere i år. Foruten en oppgang på 0,7 prosent for Nasdaq-indeksen sist uke, var alle de andre hovedindeksene i minus. Fryktindeksen VIX steg også noen prosent, hvilket kan indikere at markedet er noe mer nervøst nå hensyntatt en del av urolighetene som både preger den hjemlige og internasjonale politiske arena.

Europa-børsene var også jevnt over negative sist uke og fortsetter dermed sin negative utvikling for året. MSCI Europe-indeksen endte ned 0,2 prosent sist uke og er ned 1,6 prosent for året. Blant unntakene sist uke finner vi Oslo Børs, der OSEFX steg solide 1,2 prosent, drevet opp av en fem prosent oppgang for nordsjøoljen over uken. Oslo Børs er for øvrig et av verdens sterkeste børsmarkeder i år med sin oppgang på over 14 prosent, hvorav nesten halvparten i tredje kvartal.

Rentemarkedet

Sist onsdag hevet den amerikanske sentralbanken Fed med 25 basispunkter som ventet. Markedet priser inn ytterligere én renteheving i 2018 med 73 prosent sannsynlighet. I notatet fra Feds rentemøte hadde sentralbanken valgt å fjerne formuleringen om at pengepolitikken skal være imøtekommende, noe som kan indikere at sentralbanken har blitt mer forsiktig og ønsker å vente og om inflasjonen stiger mer innen neste renteheving.

I Europa nærmer vi oss tidspunktet for en kommende nedskalering av Den europeiske sentralbanken ESBIs støttekjøp av obligasjoner. Den 3. oktober kommer ESB til å redusere sine støttekjøp fra 30 milliarder euro til 15 milliarder euro pr. måned. Planen er å avslutte tilbakekjøpsprogrammet helt ved utgangen av året. ESBIs støttekjøp har støttet det europeiske markedet de siste tre årene. Likevel, til tross for sentralbankens tydelige kommunikasjon rundt sine planer og at markedet priser inn dette, så taler det for stigende markedsrenter fremover.

I forrige uke var det hovedsakelig Italia som var i fokus. Landet rapporterte et budsjettunderskudd på 2,4 prosent mot forventet 2,0 prosent eller lavere, hvilket medførte at renten på tiårige italienske statsobligasjoner steg relativt kraftig (fra 2,83 prosent til 3,15 prosent). For øvrig var det relativt lite bevegelser i de fleste globale rentemarkedene der eksempelvis amerikanske ti års statsobligasjoner steg med 0,01 prosentpoeng til 3,06 prosent. Selv tyske og norske ti års statsobligasjoner hadde en marginal utvikling og steg gjennom uken med henholdsvis 0,01 og 0,02 prosentpoeng (til henholdsvis 0,47 og 1,92 prosent).

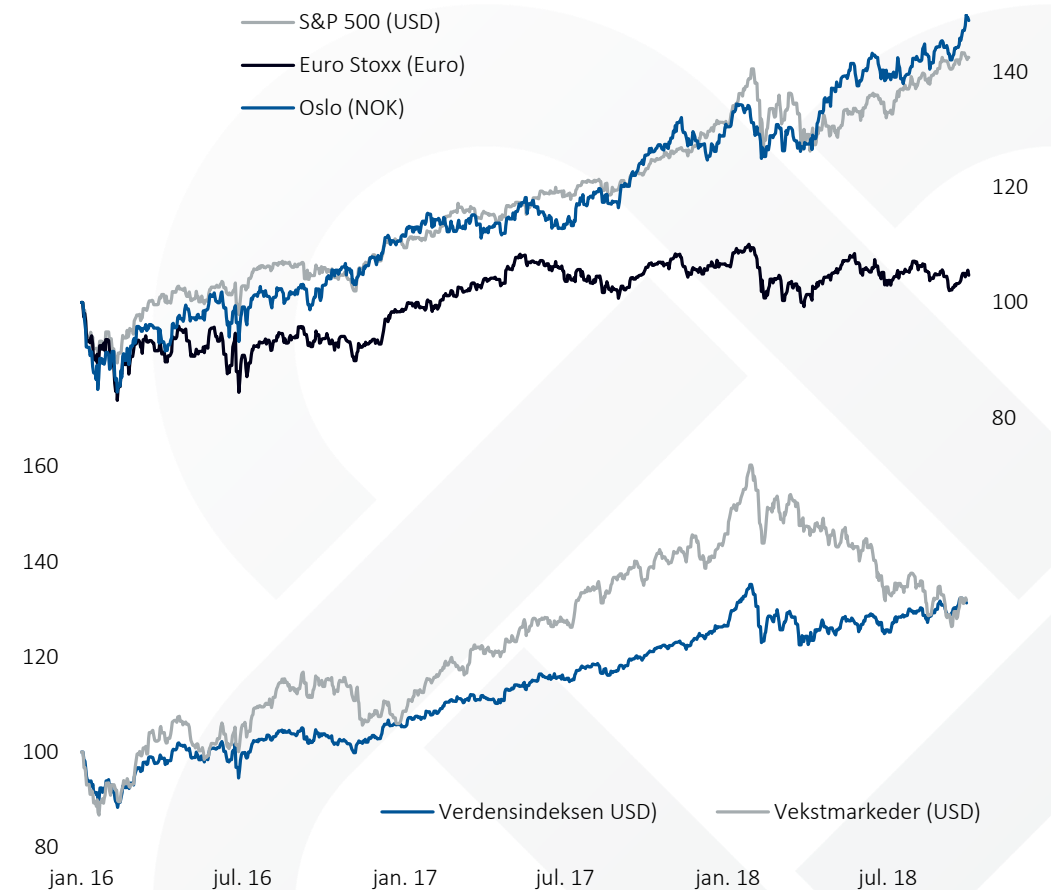
I det amerikanske markedet for god og dårligere kredittkvalitet var det relativt små positive endringer; kredittpåslaget for god kredittkvalitet falt med 0,01 prosentpoeng til 0,97 prosent, mens for dårligere kredittkvalitet falt kredittpåslaget med 0,01 prosentpoeng til 3,28 prosent. Det europeiske obligasjonsmarkedet for god og dårligere kredittkvalitet utviklet noe svakere i forrige uke; her lå kredittpåslagene for god kredittkvalitet uendret på 0,58 prosent, mens kredittpåslaget for dårligere kredittkvalitet steg med 0,05 prosentpoeng til 3,23 prosent.

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	243,7	-0,3 %	-0,2 %	5,5 %	11,6 %
MSCI World Index AC	NOK	2080,2	-0,8 %	-2,7 %	3,2 %	13,0 %
MSCI World Index	Lokal	4766,9	-0,3 %	0,1 %	6,6 %	12,7 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	571,9	-0,6 %	-2,3 %	-2,9 %	3,3 %
Dow Jones	USD	26458,3	-1,1 %	1,5 %	7,0 %	18,2 %
S&P 500	USD	2914,0	-0,5 %	0,6 %	9,0 %	16,1 %
Nasdaq	USD	8046,4	0,7 %	0,2 %	16,6 %	24,7 %
Nikkei 225	JPY	24120,0	1,0 %	5,6 %	6,0 %	18,4 %
Shanghai SE Comp	CNY	2821,4	0,9 %	1,9 %	-14,7 %	-15,5 %
Hang Seng	HKD	27788,5	-0,6 %	-2,2 %	-7,1 %	1,3 %
Euro Stoxx 600	EUR	383,2	-0,3 %	-0,9 %	-1,5 %	-0,8 %
FTSE 100	GBP	7510,2	0,3 %	-0,7 %	-2,3 %	2,6 %
Vinx (Norden)	NOK	403,1	-1,1 %	-2,7 %	2,8 %	5,0 %
OSEFX (Norge)	NOK	904,5	1,2 %	2,4 %	14,1 %	18,6 %
SBX (Sverige)	SEK	1254,3	-0,3 %	-1,3 %	11,0 %	9,4 %
HEXP (Finland)	EUR	19859,6	-0,5 %	-1,5 %	12,3 %	11,0 %
KAX (Danmark)	DKK	1629,0	-0,6 %	-3,8 %	4,6 %	2,3 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	12,41	3,8 %	-3,0 %	9,8 %	26,9 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016

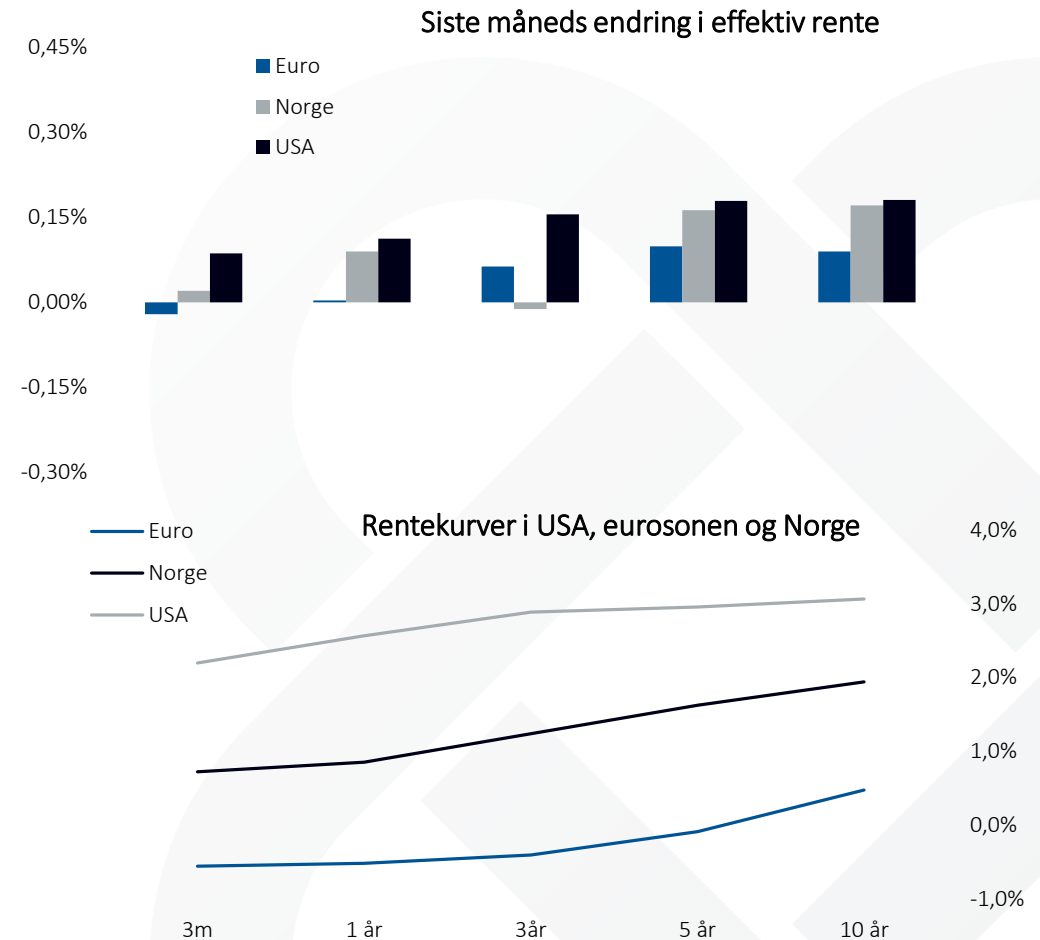


Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,39 %	2,37 %	2,31 %	1,69 %	1,34 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,12 %	1,11 %	1,03 %	0,81 %	0,83 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,44 %	-0,38 %	-0,37 %	-0,47 %	-0,46 %

Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,77 %	0,75 %	0,70 %	0,39 %	0,40 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,40 %	1,36 %	1,25 %	0,93 %	0,89 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,66 %	1,62 %	1,46 %	1,22 %	1,18 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,20 %	2,16 %	2,11 %	1,38 %	1,05 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,95 %	2,95 %	2,77 %	2,21 %	1,89 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	3,06 %	3,06 %	2,88 %	2,41 %	2,31 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,09 %	-0,12 %	-0,19 %	-0,20 %	-0,26 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,47 %	0,46 %	0,38 %	0,43 %	0,48 %

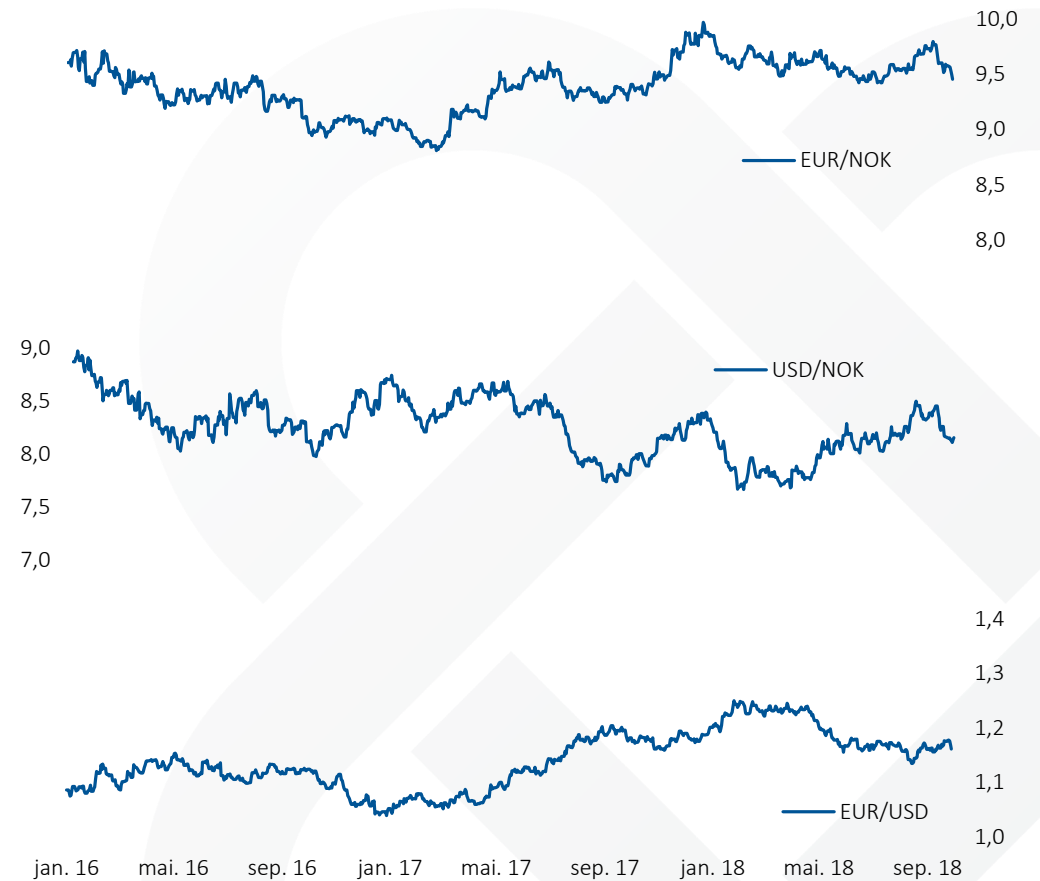
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	250	0,1 %	-0,3 %	-1,1 %	0,1 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	363	0,1 %	0,6 %	1,9 %	2,7 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	217	-0,1 %	-0,4 %	0,5 %	1,2 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	358	0,7 %	2,1 %	-3,5 %	-2,8 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	252	-0,5 %	-0,1 %	-0,5 %	0,1 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	245	-0,2 %	-0,3 %	-0,6 %	0,0 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2834	0,2 %	-0,4 %	-2,3 %	-1,2 %



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,15	0,1 %	-2,8 %	-0,6 %	2,6 %
EUR/NOK	9,45	-1,3 %	-2,8 %	-4,0 %	1,0 %
GBP/NOK	10,61	-0,5 %	-2,3 %	-4,2 %	-0,6 %
DKK/NOK	1,27	-1,2 %	-2,8 %	-4,0 %	0,8 %
SEK/NOK	0,92	-1,2 %	-0,1 %	-8,7 %	-6,2 %
JPY/USD	0,01	-1,0 %	-2,3 %	-0,9 %	-1,1 %
GBP/USD	1,30	-0,3 %	0,5 %	-3,6 %	-3,0 %
EUR/USD	1,16	-1,2 %	0,0 %	-3,3 %	-1,5 %
Dollarindeks	95,13	1,0 %	0,0 %	3,3 %	2,2 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	102,61	-0,5 %	-1,8 %	-5,3 %	-0,9 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	82,7	5,1 %	8,9 %	23,7 %	44,1 %
Brent (12M)	USD	79,1	4,8 %	6,8 %	25,5 %	41,9 %
WTI (1M)	USD	73,3	3,5 %	6,9 %	21,2 %	42,1 %
Gull	USD	1192,5	-0,4 %	-1,3 %	-8,7 %	-7,4 %
Aluminium (3M)	USD	2062,0	-1,4 %	-3,4 %	-9,1 %	-3,2 %
Kobber (3M)	USD	6258,0	-1,7 %	1,8 %	-13,6 %	-4,0 %
Baltic Dry Index	USD	1540,0	9,0 %	-8,6 %	12,7 %	10,7 %



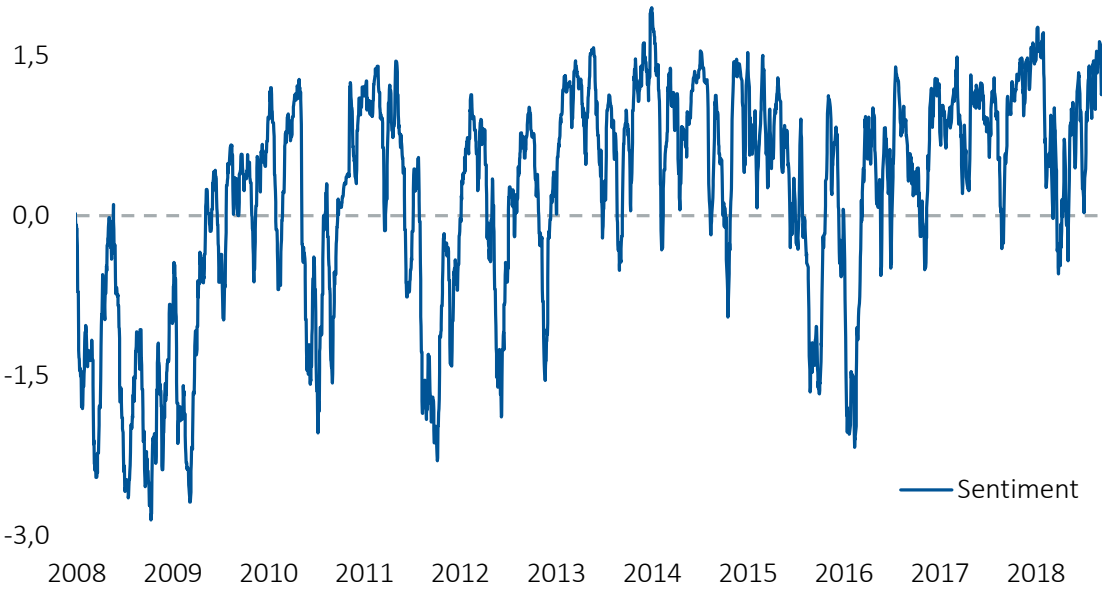
Oppsummering av ledende markedsdrivere

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
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		6,5 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	5,0 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,6 %
		Siste måling
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	11 %	1,1

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 -7,3 prosent

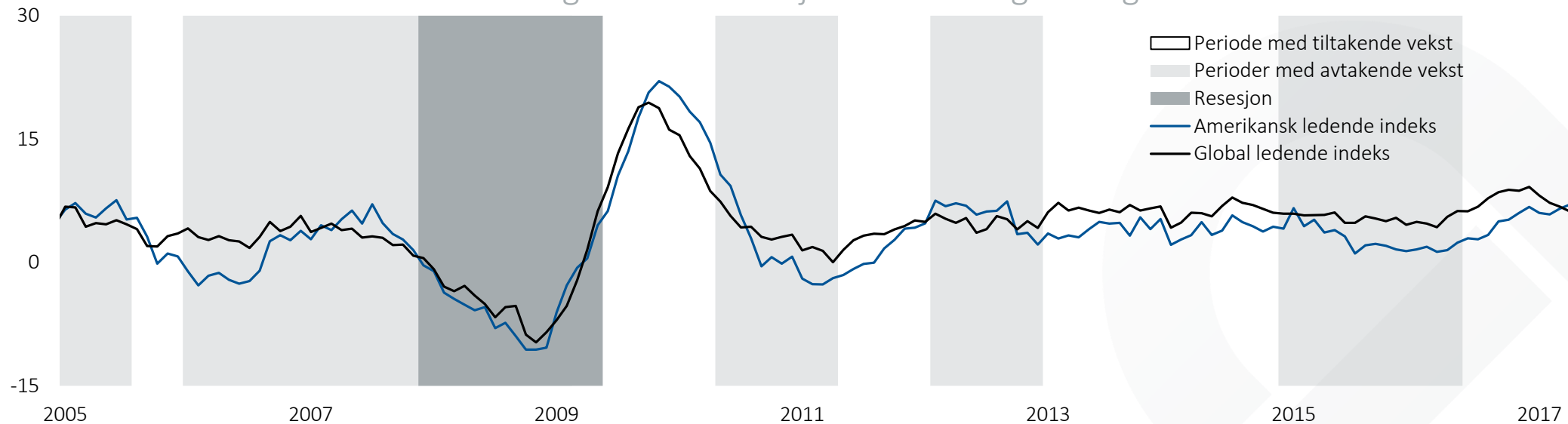
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
	3,0 %
79 %	5,9 %
21 %	-7,2 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



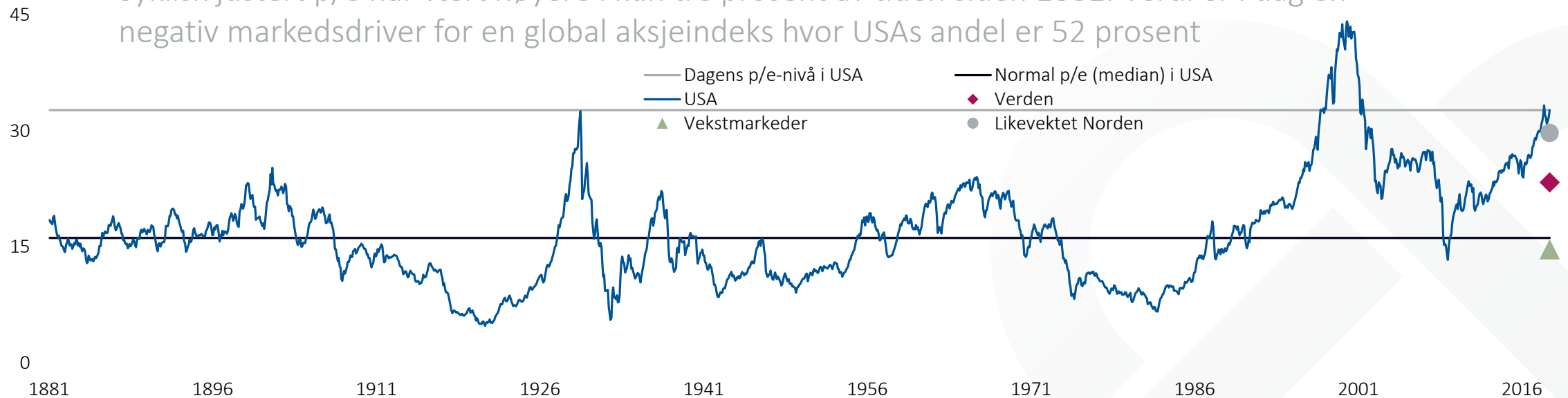
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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