

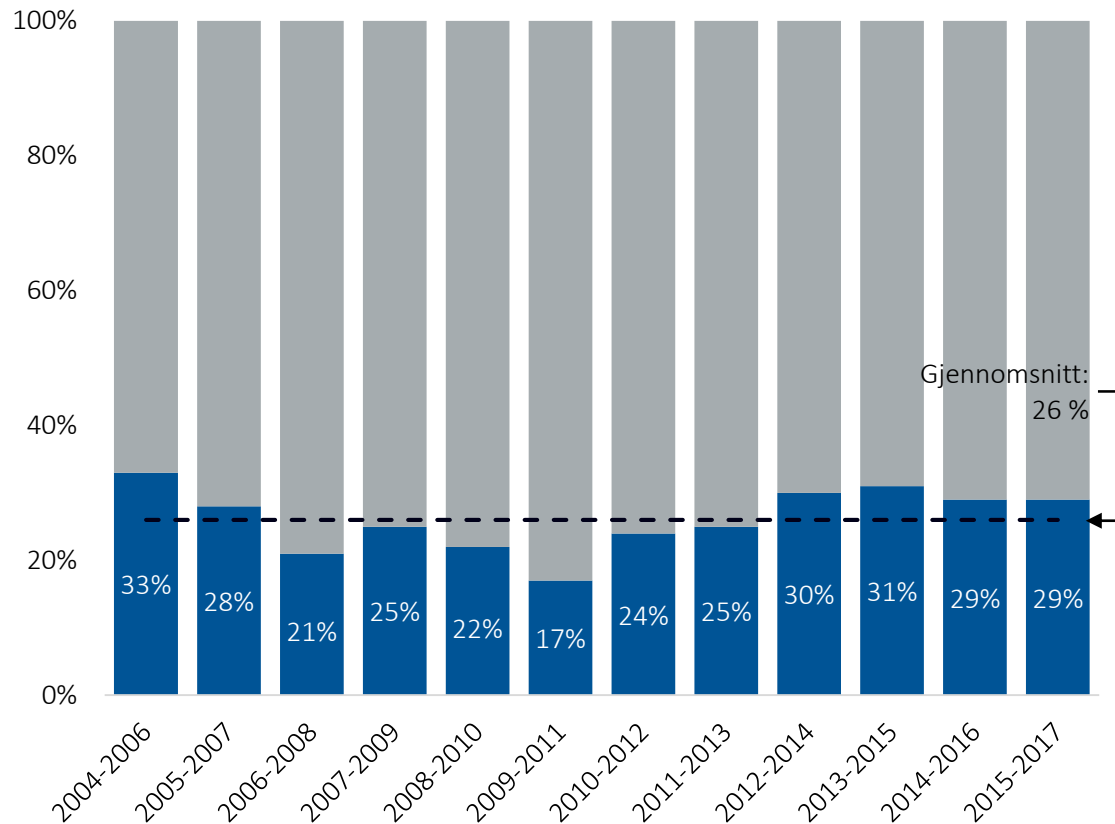
# Ukesoppdatering

Uke 43

22. oktober 2018



# Ukens figur: Viktigheten av god forvalterseleksjon



Kilde: Dimensional, Mutual Fund Landscape 2018

- Noen investorer bruker gjerne historisk avkastning når de vurderer hvilket fond de skal investere i og de antar at fondenes tidligere suksess vil fortsette i fremtiden, men er det hold i denne antakelsen?
- Ukens figur viser hvordan det gikk med de aksjefondene som i forrige treårsperiode gjorde det best i neste treårsperiode.
- Eksempel fra siste treårsperiode: Av aksjefondene i øverste kvartil (de beste 25 prosentene) i perioden fra 2012-2014, endte kun 29 prosent opp i øverste kvartil i neste treårsperiode fra 2015-2017.
- Eksempel fra 2007-2009: Av aksjefondene i øverste kvartil i treårsperioden fra 2007-2009 endte kun 17 prosent opp med å være i øverste kvartil i neste treårsperiode 2009-2011.
- Siden 2004 har 26 prosent av aksjefondene klart være i øverste kvartil i både første og neste treårsperiode; det er omtrent som ventet hvis historisk avkastning gir like mye informasjon om fremtidig avkastning som å slå kron eller mynt.
- Mangelen på kontinuitet i øvre kvartil indikerer at historisk avkastning er en dårlig veiviser for fremtidig avkastning.
- Enkelte fond vil alltid være bedre enn andre, men historisk avkastning alene gir ikke nok innsikt til å identifisere fondsforvalternes ferdigheter.
- Antakelsen om at høy historisk avkastning vil fortsette i fremtiden, viser seg ofte å være feil og fører til mange skuffede investorer.
- Figuren er en påminner om nødvendigheten av en god prosess for forvalterseleksjon.
- I Formuesforvaltning er forvalterseleksjon én av syv verdiskapende elementer i vår investeringsmodell (mer om verdiskapende elementer i formuesforvaltning kan du lese [her](#)).

# Økonomiske hendelser

Referatet fra rentemøtet i den amerikanske sentralbanken Fed i september ble publisert sist uke. Som kjent hevet Federal Reserve renteintervallet med et kvart prosentpoeng til mellom 2,0 og 2,25 prosent. Det var den åttende hevingen i denne rentehevingssyklusen, og sentralbanken er på vei mot en fjerde heving i år. Fed har fått offentlig kritikk fra president Donald Trump, som har anklaget sentralbanken for å være ute av kontroll og kalt dem sin største trussel. Fed-sjef Jerome Powell har insistert på at sentralbanken er fjernet fra den politiske prosessen og fortsetter sitt arbeid med å gjøre det Fed mener er rett for den amerikanske økonomien. På rentemøtet har medlemmene i Federal Open Market Committee (FOMC) diskutert hvordan man kan beholde den gode veksten i den amerikanske økonomien. Til tross for kritikken fra landets president har flere av aktørene snakket om behovet for en moderat innstrammende pengepolitikk og muligheten for at styringsrenten ligger noe over det som ansees som et normalt langsiktig nivå.

Den kinesiske økonomien steg med 6,5 prosent i tredje kvartal i år fra tredje kvartal i fjor. Årlig vekst falt dermed med 0,2 prosentpoeng til det svakeste nivået siden 2009. På forhånd var det ventet at veksten ville ende på 6,6 prosent,

ned 0,1 prosentpoeng fra forrige kvartal. Til tross for at veksten skuffet økonomer, så er den i tråd med ønsket vekst uttalt av kinesiske myndigheter. De har siktet på en samlet vekst på 6,5 prosent i 2018 og 6,3 prosent i 2019. Handelskrigen med USA med innføring av en rekke nye tollere på både kinesiske og amerikanske varer har lagt press på den kinesiske økonomien og valutaen. Imidlertid ventes ikke full effekt av handelskrigen å vises før i 2019. Stimulerende tiltak fra myndighetene vil bidra til å dempe de negative effektene av handelskrigen.

Arbeidsledigheten i Storbritannia var 4,0 prosent i august. Det var uendret siden måneden før og det laveste nivået siden 1971. Til tross for at arbeidsledigheten har vært rekordlav over en periode, har lønnsveksten latt vente på seg. I august var imidlertid lønnsveksten høyere enn ventet for andre måned på rad. Årsveksten i lønninger var 3,1 prosent i august, opp fra 2,9 prosent i juli. Reallønnsveksten i Storbritannia har vært negativ i en lengre periode som følge av høy inflasjon blant annet på grunn av høyere priser på importerte varer etter at det britiske pundet svekket seg kraftig i kjølvannet av folkeavstemningen om å forlate EU. Nå har imidlertid reallønnsveksten kommet seg på positiv side, noe som kan føre til økt privat forbruk og dermed være

positivt for den britiske økonomien.

Italia leverte sist uke inn sitt budsjettforslag for det kommende året til Europa-kommisjonen. Budsjettet innebærer en solid økning i budsjettunderskuddet. Tidligere var målet å redusere underskuddet til 0,8 prosent, men den nyvalgte regjeringen ønsker i sitt forslag å øke underskuddet til 2,4 prosent. Den italienske regjeringen vil øke velferdsutgiftene ved å blant annet redusere pensjonsalder fra 68 til 62 år og innføre borgerlønn, en månedlig grunninntekt på 780 euro i måneden. Allerede før EU har mottatt endelig forslag, har de uttalt at budsjettet var kilde til stor bekymring. Fredag leverte Europa-kommisjonen et brev til Italias finansminister Giovanni Tria om at budsjettet er i betydelig brudd med reglene i unionen. EU har mulighet til å be om en revidering av statsbudsjettet, noe som kan sende EU og den styrende koalisjonen i Italia på kollisjonskurs. Det internasjonale pengefondet har også advart Italia mot budsjettplanene og vist til at landet bør ta større steg mot å redusere statsgjelden, som er den nest største i euroområdet.

# Markedene på 1-2-3

## Aksjemarkedet

Oktober har vært en meget svak måned for de globale aksjemarkeder. Selv om sist uke viste langt mindre fall enn uken i forveien, var det fortsatt nervøsiteten og fallende kurser som preget en stor del av børsmarkedene. Som følge av en noe positiv utvikling i eksempelvis Europa klarte verdensindeksen MSCI ACWI-indeksen seg med et moderat fall på 0,1 prosent sist uke. Verdensindeksen er dermed ned 2,1 prosent hittil i 2018, hvilket vitner om det generelt sett usikre og til dels svake globale aksjemarkedet hittil i år.

USA-børsene er, i tillegg til noen få andre land, lyspunktet for globale aksjer så langt i år. Når det er sagt, har eksempelvis den teknologitunge Nasdaq-indeksen tilnærmet halvert sin oppgang for året i løpet av oktober. Indeksen er ned 7,4 prosent hittil i oktober etter et fall på 0,6 prosent sist uke. Omfanget av fallet på Nasdaq kan lettest beskrives ved at det på nåværende tidspunkt ser ut til å bli den svakeste enkeltmåneden for indeksen siden første kvartal 2017 og den nest svakeste måneden i hele børsoppturen siden finanskrisens avslutning. Det bredere markedet klarte seg noe bedre sist uke, hvilket vises ved at S&P 500-indeksen var flat.

Som nevnt i innledningen var børsmarkedene i Europa i sum positive sist uke. MSCI Europe-indeksen steg 0,7 prosent, men er fortsatt ned betydelige 7,1 prosent for året. Når vi også tar med oss at hovedindeksen i Madrid og Frankfurt er ned rundt 11 prosent hittil i 2018, viser dette at det har vært et meget svakt 2018 hittil i Europa totalt sett. Noe bedre har det derimot vært for enkelte av markedene i Norden, der eksempelvis Oslo Børs leder an med 9,6 prosent oppgang for året. En oljeprisoppgang på nesten 20 prosent har hjulpet bra til på interessen for olje- og oljeserviceaksjer. Samlet sett er derimot den nordiske VINX-indeksen ned 4,6 prosent hittil i 2018, særlig drevet ned av enkelte store selskaper i Sverige og Danmark, herunder Dansk Banks kursfall på 45 prosent i norske kroner.

## Rentemarkedet

Sist uke var et blandet bilde i de globale rentemarkedene. Innenfor statsobligasjonsmarkedet steg rentene svakt i USA gjennom uken etter at den amerikanske sentralbanken Fed i sine referater fra sist rentemøte indikerte at rentene kunne bli hevet over bankens mål på nøytralt rentenivå. I tillegg var det fortsatt uro over budsjettssituasjonen i Italia, selv om bekymringer over neste års budsjett (samt italienske kredittpåslag) har falt tilbake etter rapporter om at EU-tjenestemenn har forsøkt å redusere friksjonen med Roma over populistregjeringens budsjettforslag. På fredag kom ratingbyrået Moody's med en nedgradering av italiensk statsgjeld på bakgrunn av siste tids kredittutvikling, men den nye ratingen angir fortsatt at italiensk kredittverdighet er av god kvalitet («investment grade»).

Den blandede utviklingen innenfor statsobligasjonsmarkedene fortsatt også denne uken. Renten på Italias statsobligasjoner falt med 0,09 prosentpoeng (til 3,48 prosent), samtidig som de fleste andre europeiske statsrenter også falt gjennom uken. Britiske og tyske ti års statsobligasjonsrenter falt henholdsvis 0,06 og 0,04 prosentpoeng (til henholdsvis 1,57 og 0,46 prosent), mens norske og svenske ti års statsrenter falt med henholdsvis 0,05 og 0,04 prosentpoeng (til henholdsvis 1,99 og 0,67 prosent). Derimot steg amerikanske statsrenter med 0,03 prosentpoeng til 3,19 prosent).

God og dårligere kredittkvalitet for det europeiske kredittmarkedet utviklet seg svakt gjennom forrige uke; kredittpåslaget for god kredittkvalitet steg med 0,03 prosentpoeng til 0,62 prosent, mens kredittpåslaget for dårligere kredittkvalitet steg med 0,15 prosentpoeng (til 3,46 prosent). I det amerikanske markedet for god og dårligere kredittkvalitet var det helt marginale endringer; kredittpåslaget for disse er henholdsvis på 1,03 og 3,46 prosent.

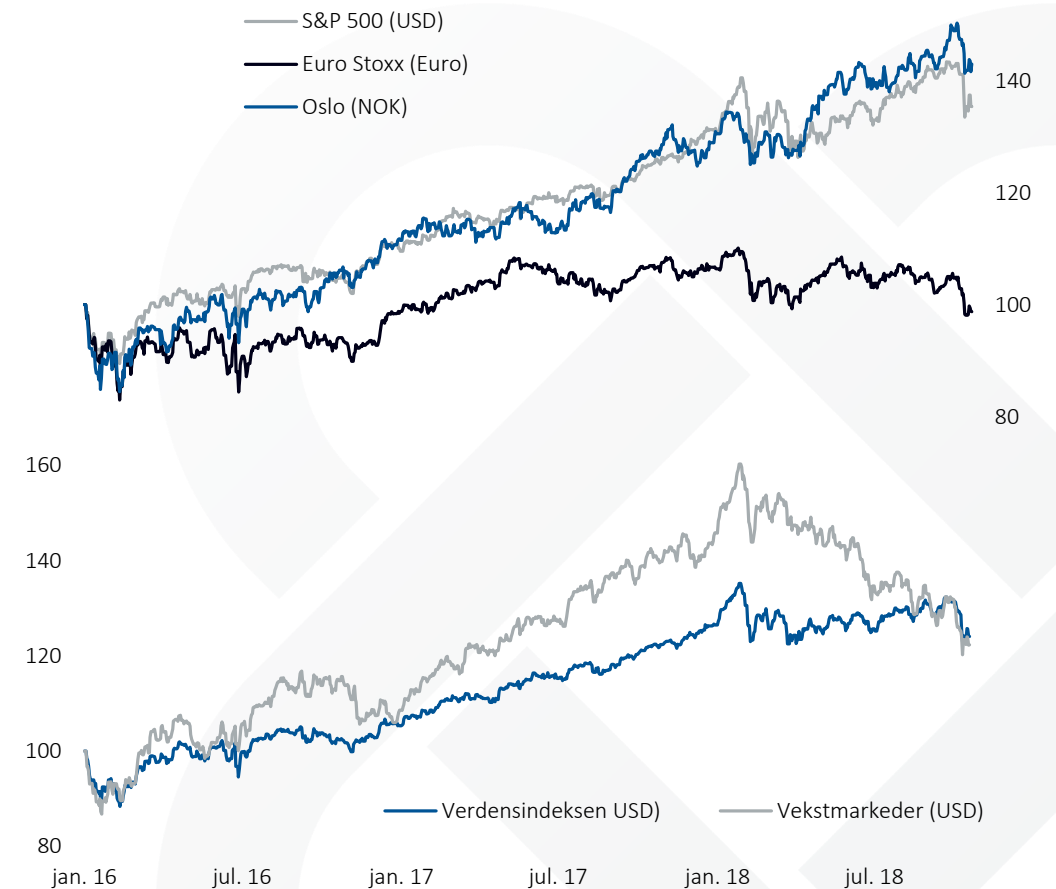
# Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	230,3	0,0 %	-4,9 %	-0,3 %	3,1 %
MSCI World Index AC	NOK	1979,0	0,2 %	-4,6 %	-1,8 %	4,9 %
MSCI World Index	Lokal	4512,6	0,1 %	-4,8 %	1,0 %	4,5 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	532,5	-1,0 %	-6,1 %	-9,5 %	-7,3 %
Dow Jones	USD	25444,3	0,4 %	-3,1 %	2,9 %	9,8 %
S&P 500	USD	2767,8	0,0 %	-4,7 %	3,5 %	8,0 %
Nasdaq	USD	7449,0	-0,6 %	-6,4 %	7,9 %	12,8 %
Nikkei 225	JPY	22532,1	-0,7 %	-4,8 %	-1,0 %	5,1 %
Shanghai SE Comp	CNY	2550,5	-0,7 %	-6,6 %	-22,9 %	-24,3 %
Hang Seng	HKD	25561,4	-0,9 %	-6,7 %	-14,6 %	-11,0 %
Euro Stoxx 600	EUR	361,2	0,6 %	-4,9 %	-7,2 %	-7,2 %
FTSE 100	GBP	7049,8	0,8 %	-3,8 %	-8,3 %	-6,3 %
Vinx (Norden)	NOK	374,4	0,7 %	-6,4 %	-4,6 %	-3,9 %
OSEFX (Norge)	NOK	868,2	0,8 %	-1,7 %	9,6 %	13,0 %
SBX (Sverige)	SEK	1157,1	-0,2 %	-6,7 %	2,4 %	-0,4 %
HEXP (Finland)	EUR	18244,2	-0,4 %	-7,5 %	3,2 %	0,2 %
KAX (Danmark)	DKK	1528,9	2,0 %	-5,7 %	-1,8 %	-4,6 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	20,06	-6,7 %	55,5 %	80,2 %	97,9 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016



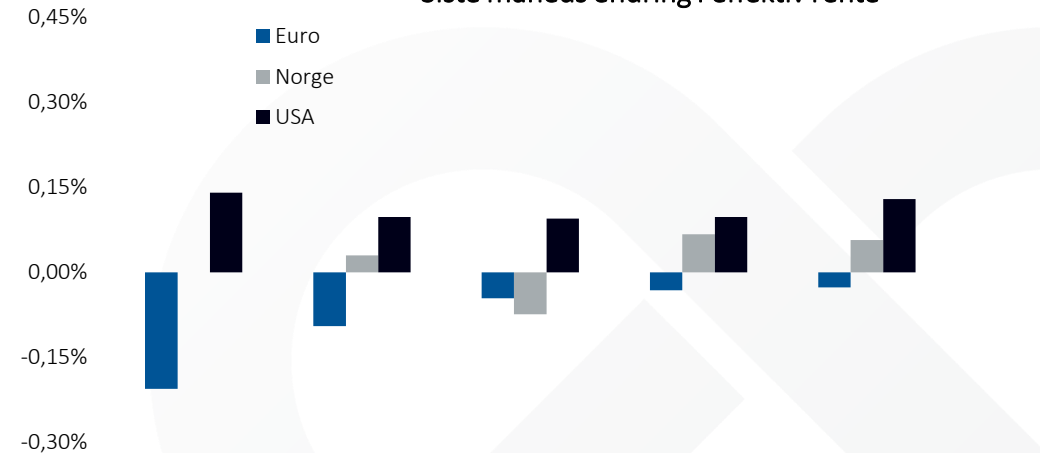
# Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,45 %	2,44 %	2,35 %	1,69 %	1,36 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,08 %	1,09 %	1,12 %	0,81 %	0,83 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,49 %	-0,48 %	-0,38 %	-0,47 %	-0,53 %

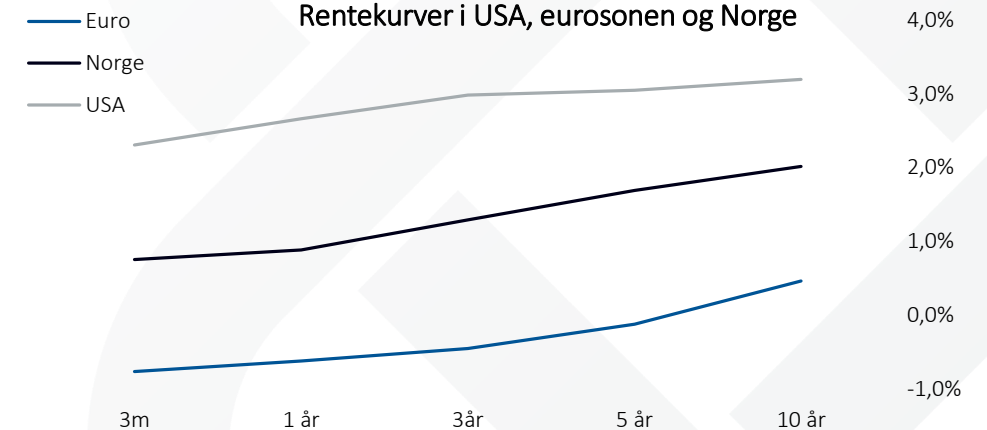
Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,80 %	0,81 %	0,75 %	0,39 %	0,43 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,46 %	1,47 %	1,36 %	0,93 %	0,94 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,72 %	1,74 %	1,62 %	1,22 %	1,24 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,30 %	2,27 %	2,16 %	1,38 %	1,10 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	3,05 %	3,01 %	2,95 %	2,21 %	2,02 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	3,19 %	3,16 %	3,06 %	2,41 %	2,38 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,13 %	-0,10 %	-0,12 %	-0,20 %	-0,27 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,46 %	0,50 %	0,46 %	0,43 %	0,45 %

Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	249	-0,2 %	-0,6 %	-1,8 %	-0,9 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	360	-0,1 %	-0,6 %	1,1 %	1,3 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	216	0,1 %	-0,5 %	0,1 %	0,8 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	352	-0,3 %	-0,9 %	-5,1 %	-4,7 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	250	0,1 %	-1,3 %	-1,3 %	-0,9 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	245	0,1 %	-0,2 %	-0,7 %	-0,5 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2800	-0,4 %	-1,0 %	-3,5 %	-2,5 %

Siste måneds endring i effektiv rente



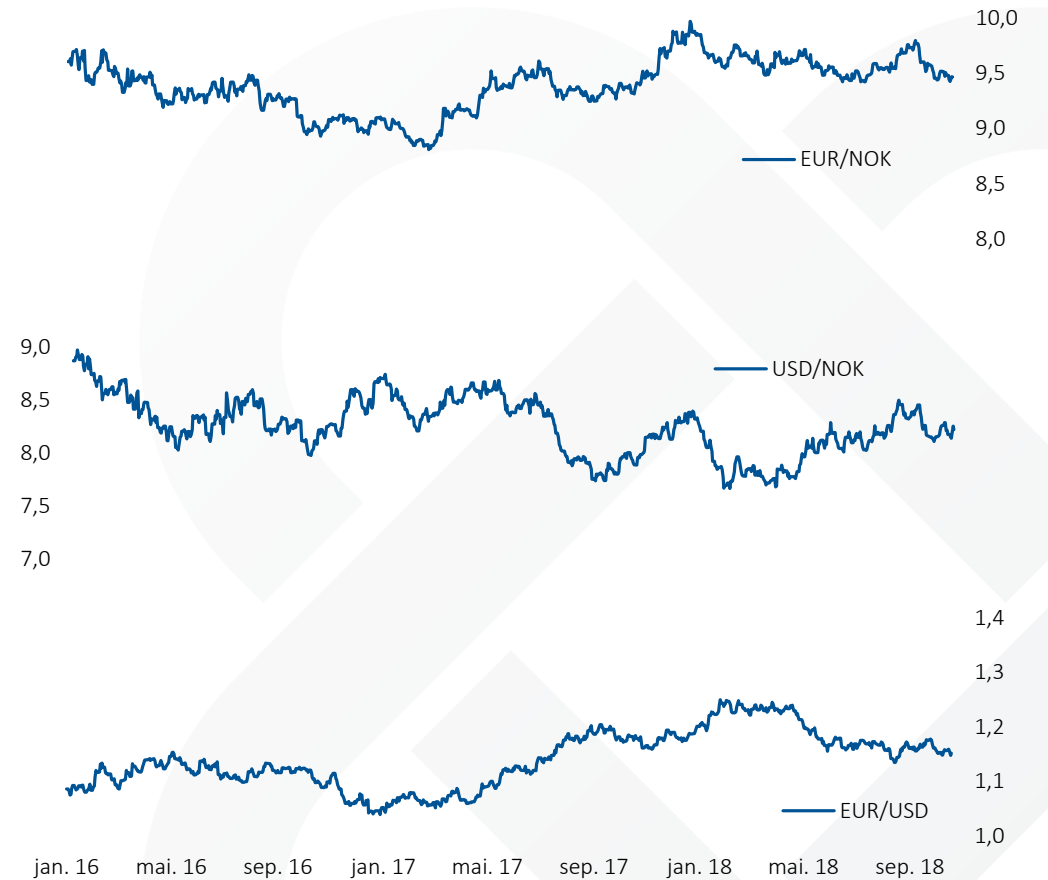
Rentekurver i USA, eurosonen og Norge



# Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,22	0,7 %	0,7 %	0,2 %	3,3 %
EUR/NOK	9,46	0,2 %	-1,2 %	-3,9 %	0,5 %
GBP/NOK	10,74	0,1 %	0,6 %	-3,0 %	2,6 %
DKK/NOK	1,27	0,2 %	-1,2 %	-3,9 %	0,4 %
SEK/NOK	0,92	0,4 %	-1,3 %	-8,8 %	-6,3 %
JPY/USD	0,01	-0,8 %	-0,1 %	0,1 %	0,0 %
GBP/USD	1,31	-0,6 %	0,0 %	-3,2 %	-0,7 %
EUR/USD	1,15	-0,5 %	-1,9 %	-4,1 %	-2,7 %
Dollarindeks	95,71	0,6 %	1,5 %	3,9 %	2,6 %
Handelsvektet kronkurs (I44)	102,73	0,4 %	-0,3 %	-5,1 %	-1,2 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	79,8	-0,6 %	0,5 %	19,3 %	39,4 %
Brent (12M)	USD	77,0	-0,9 %	1,5 %	22,3 %	38,7 %
WTI (1M)	USD	69,1	-3,1 %	-2,8 %	14,4 %	34,8 %
Gull	USD	1227,4	0,6 %	1,9 %	-6,0 %	-4,7 %
Aluminium (3M)	USD	2003,0	-1,9 %	-1,1 %	-11,7 %	-7,0 %
Kobber (3M)	USD	6220,0	-1,3 %	1,6 %	-14,2 %	-10,7 %
Baltic Dry Index	USD	1576,0	-0,2 %	14,8 %	15,4 %	-0,4 %



# Oppsummering av ledende markedsdrivere

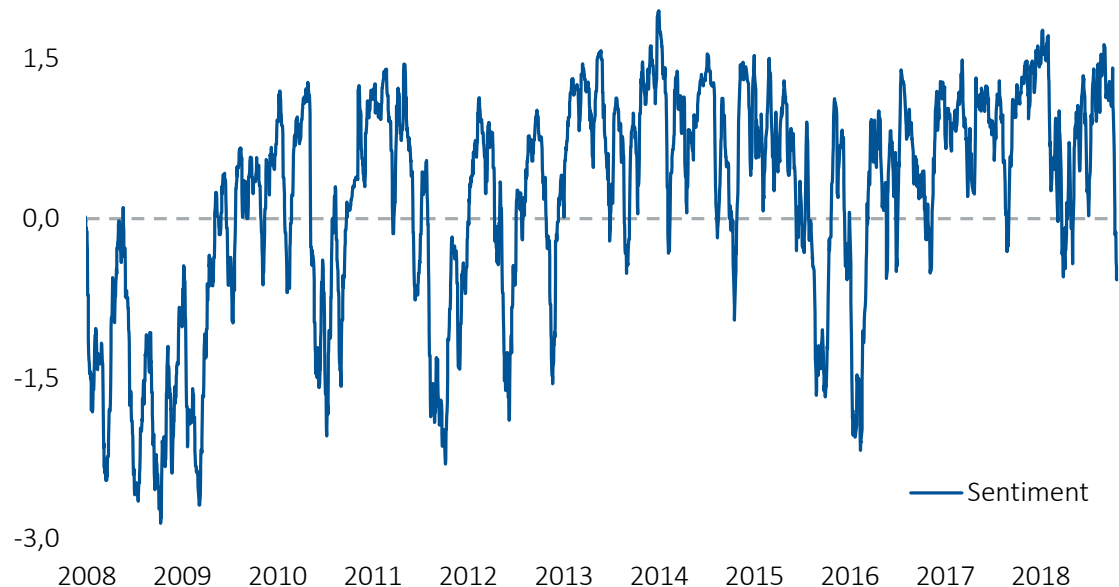
PRO	KONKLUSJON	KONTRA
✓ MOMENTUM	Undervekt	✓ KONJUNKTUR
✓ SENTIMENT		✓ VERDI

	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 positivt signal



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til oktober 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.

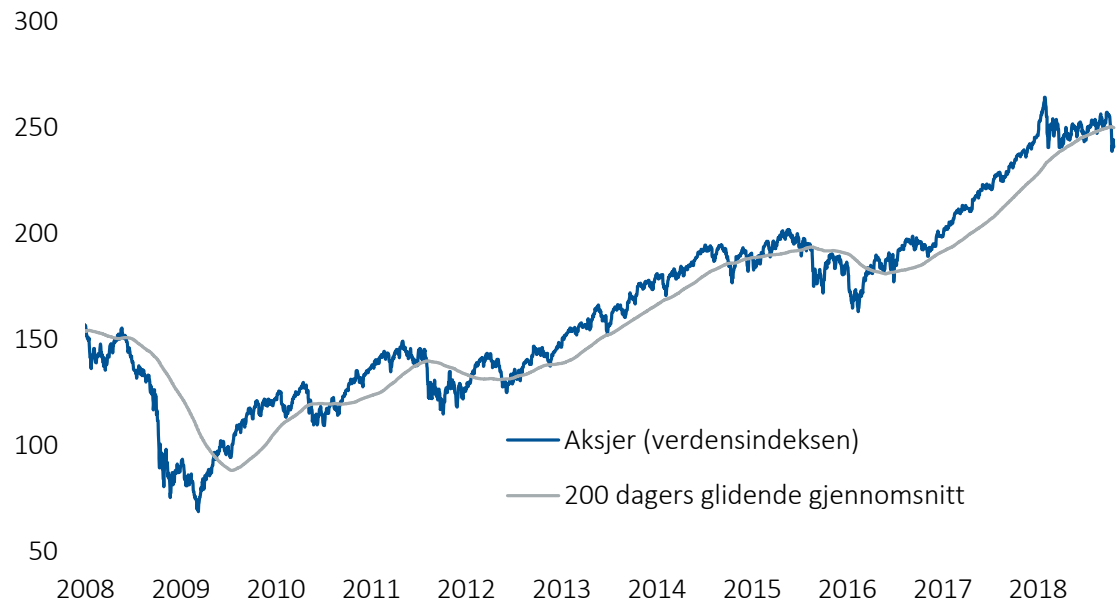
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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		6,3 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,6 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,6 %
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	71 %	<b>Siste måling</b> -0,6

# Våre markedsdrivere - MOMENTUM

Momentum er en positiv markedsdriver



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til oktober 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 5,5 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på -7,6 prosent

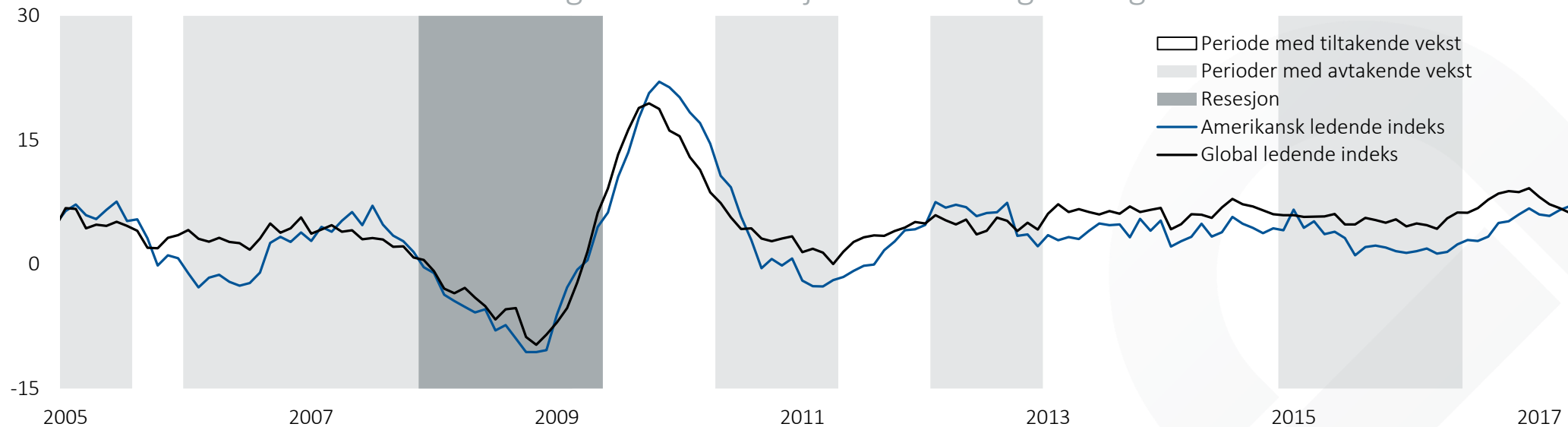
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
	2,7 %
79 %	5,5 %
21 %	-7,6 %

# Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



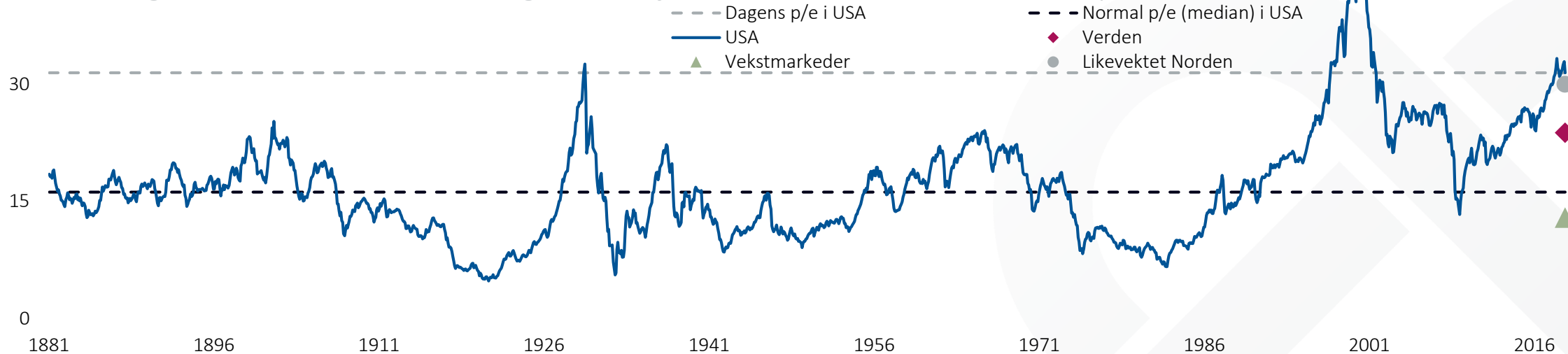
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i 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 fire prosent av tiden siden 1881. Verdi er i dag en negativ markedsdriver for en global aksjeindeks hvor USAs andel er 55 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.