

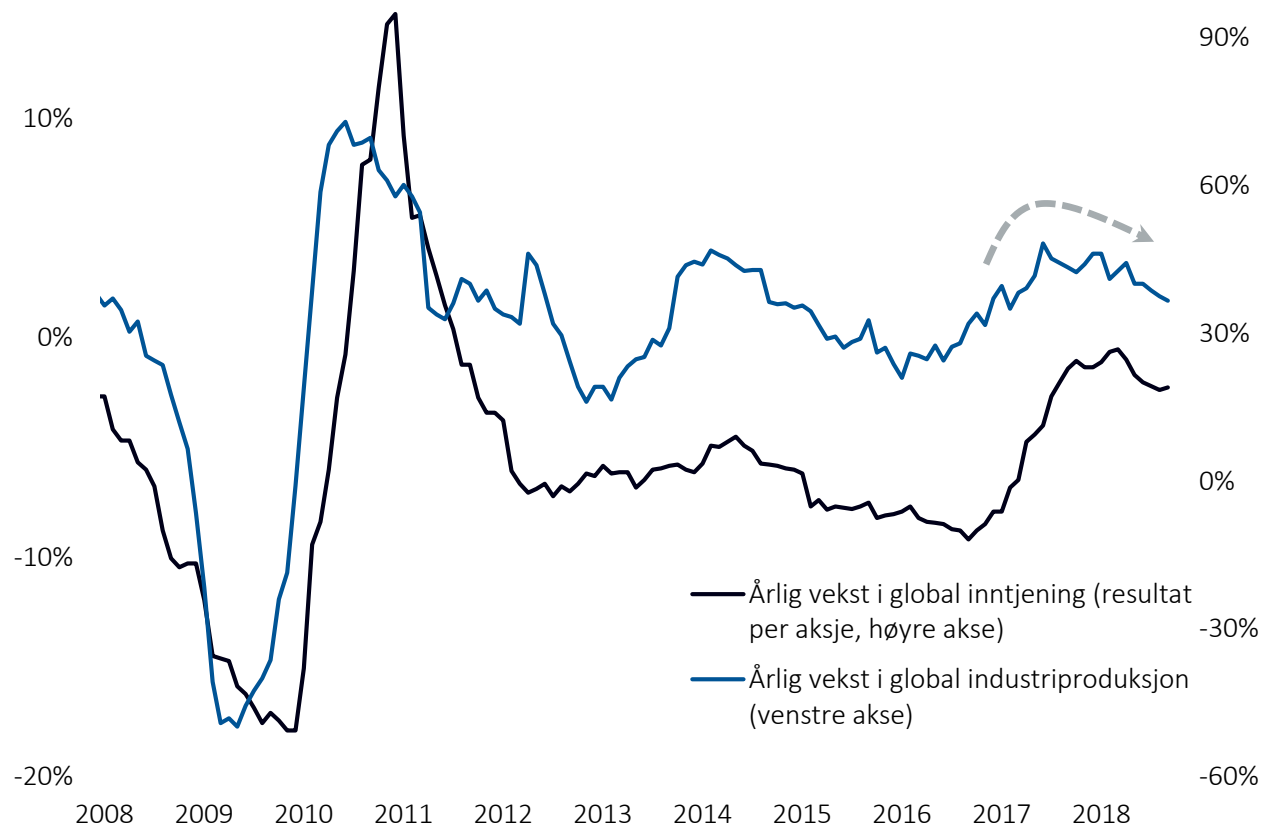
Ukesoppdatering

Uke 45

5. november 2018



Ukens figur: Årsvekst i global inntjening (EPS) og industriproduksjon



- Norske aksjer (OSEFX) er opp ni prosent hittil i år til tross for et betydelig fall i oktober, og oljeprisen har steget med over 20 prosent i 2018.
- Gapet mellom Oslo Børs og aksjemarkeder ellers i verden, samt utviklingen i oljeprisen for øvrig, gjør det vanskelig for en del norske investorer å innse at bildet av verdens kapitalmarkeder og økonomier har endret seg betydelig i løpet av året.
- Hvis man ikke ser målbevisst etter gode nyheter – som for eksempel utviklingen i oljepris, norske og amerikanske aksjer målt i svekkede kroner – men fokuserer i stedet på helheten i det globale bildet, er det enkelt å se kilden til uroen i kapitalmarkedene i 2018.
- I figuren viser vi årsveksten i resultat etter skatt i globale aksjer, samt årsveksten i global industriproduksjon.
- I global industriproduksjon inngår landene USA, Japan, Canada, Storbritannia og eurosonen (tysk industriproduksjon før 1999 og eurosonen etter det).
- Figuren tegner et bilde av en økonomi hvor veksten åpenbart har toppet ut det siste året.
- Sånn sett må de mest optimistiske – som det naturligvis er mange av i Norge gitt utviklingen i oljepris og de store aksjene på Oslo Børs – spørre seg om lysglimtene de ser er reelle eller om de er unntak som ennå ikke har slått følge med hovedtrenden.

Økonomiske hendelser

Rentekomiteén i den britiske sentralbanken, Bank of England (BoE), valgte å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent på torsdagens rentemøte. Beslutningen var enstemmig. Sentralbanken legger opp til tre rentehevinger på en kvart prosent de neste årene, én mot slutten av 2019 og ytterligere to før 2021. Mest spenning var knyttet til sentralbankens refleksjoner rundt pengepolitikken og utfallet av brexit. Rentehevingstakten vil ifølge banken avhenge av hvilken type brexit landet står overfor; med eller uten en god avtale? I inflasjonsrapporten, som ble offentliggjort sammen med rentebeslutningen, signaliserer BoE en raskere rentehevingstakt dersom uttredelsen av EU blir «myk» og ordnet. Ved en ordnet brexit er BoEs vekstanslag for den britiske økonomien 1,7 prosent årlig de neste tre årene og at lønnsveksten vil overstige tre prosent, og dermed oppstår behov for raskere heving av renten.

Den japanske sentralbanken holdt som ventet styringsrenten uendret på minus 0,1 prosent og opprettholdt verdipapirkjøpene på 80 millioner yen i året på rentemøtet sist uke. De økonomiske utsiktene har forverret seg og samtidig har bekymringen for effektene av langvarig lave renter økt. Sentralbanken har redusert sine

inflasjonsprognoser for inneværende år til 0,9 prosent, ned fra 1,1 prosent og fra 1,5 til 1,4 prosent for 2019. Det er mye som tyder på at en normalisering av pengepolitikken i Japan ligger langt frem i tid.

Etter lang tid med svake nøkkeltall i eurosoneen offentliggjorde Eurostat veksten i bruttonasjonalprodukt (BNP). Eurosoneens BNP steg med 0,2 prosent i årets tredje kvartal, noe som var lavere enn ventet. Det gir en årsvekst i BNP på 1,7 prosent. I den europeiske sentralbankens rapport fra september ventet de en vekst på to prosent i år og 1,8 prosent i 2019. Men med de svake BNP-tallene som ble publisert sist uke, kan det bli vanskelig å nå vekstanslagene. Den økonomiske veksten har avtatt samtidig som vi har hatt lavere vekst i Kina og usikkerhet rundt handelsavtaler med USA, samt spenning knyttet til Italias vekstbidrag på grunn høy statsgjeld og budsjettkonflikt med Europakommisjonen. Frankrikes BNP steg med 0,4 prosent, mens Italia hadde ingen vekst i BNP i tredje kvartal. Svak BNP-vekst i landet er det italienerne viser til når de fremmer behov for økt finanspolitisk stimulans.

Årsveksten i kjerneinflasjonen i eurosoneen steg med 0,2 prosent til 1,1 prosent. Arbeidsledigheten i eurosoneen var uendret på 8,1 prosent i september og er fortsatt på det laveste nivået siden 2008. Det er imidlertid stor forskjell mellom eurosone-landene. I Italia steg ledigheten med 0,3 prosentpoeng til 10,1 prosent.

Den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten, som ble offentliggjort fredag, viste at sysselsettingsveksten var bedre enn ventet i oktober. Ifølge tall fra Bureau of Labor Statistics ble det utenom jordbruket skapt 250 000 nye arbeidsplasser mot 134 000 i september og 201 000 i august. På forhånd hadde økonomene ventet en sysselsettingsvekst på 200 000.

Øvrige tall i den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten, var veksten i timelønninger 3,1 prosent på årsbasis. Arbeidsledigheten holdt seg uendret på 3,7 prosent etter å ha falt 0,4 prosent siden januar til det laveste nivået siden 1969.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

Etter en meget svak oktober måned, der eksempelvis den amerikanske vekst- og teknologitunge indeksen Nasdaq hadde sin svakeste måned siden finanskrisen i 2008, steg de globale aksjemarkeder signifikant sist uke. Verdensindeksen, målt ved MSCI ACWI, steg solide 3,2 prosent, men er fortsatt ned 2,9 prosent for året.

Børsene i USA hadde, som verdensindeksen, en god uke, men klarte ikke helt å følge med hele oppgangen. De tre store indeksene steg alle rundt 2 ½ prosent, og eksempelvis S&P 500 er dermed igjen opp for året, dog relativt marginale 1,9 prosent. Nasdaq-indeksen leder fortsatt an i USA hittil i år, men oppgangen er nå på mer moderate 6,6 prosent etter å ha vært opp hele 16-17 prosent ved utgangen av august. Det kan være den relativt sett sterke rapporteringssesongen som fikk markedet til å vende opp sist uke. Etter at 376 av de 500 selskapene på S&P500 hadde levert sist fredag, hadde 83 prosent av selskapene overrasket positivt.

Børsutviklingen i de fremvoksende økonomier var meget solid sist uke. MSCI Emerging-indeksen steg hele 6,1 prosent og hadde sin desidert beste uke hittil i år. Særlig Hang Seng-indeksen i Hong Kong utviklet seg meget sterkt og steg hele 7,2 prosent. Allikevel er denne fortsatt ned 11,5 prosent for året. Børsene i Russland og Brasil fortsatte sin oppgang og disse to børsmarkeder er fortsatt i tet blant verdens børser i 2018, med en årsoppgang for hovedindeksene på henholdsvis 12,7 og 15,3 prosent. Valgseieren til den nye høyrepopulistiske presidenten Jair Messias Bolsonaro i Brasil virker å bli tatt godt imot av aksjemarkedet.

De nordiske børsene var samlet sett noe kraftigere opp i snitt og VINX-indeksen steg 4,8 prosent. Denne er allikevel fortsatt ned 2,9 prosent for året. Det var særlig KAX-indeksen i København som var sterk etter at eksempelvis Danske Bank utviklet seg sterkt i etterkant av sin kvartalsrapport for tredje kvartal. Oslo Børs klarte seg også godt med en oppgang på 3,4 prosent til tross for at oljeprisen falt 6,2 prosent sist uke etter at tilbudssiden ser ut til å øke, særlig fra skiferolje i USA.

Rentemarkedet

I forrige uke ble det rapportert sterke tall for amerikanske sysselsetting og lønnsvekst som igjen førte til økte statsrenter gjennom uken. I oktober ble det rapportert om 250 000 nye jobber, lønnsveksten på timebasis ble rapportert til 3,1 prosent på årlig basis, noe som var opp 0,2 prosentpoeng og i henhold til forventning. Dette er første gang lønnveksten er over tre prosent siden finanskrisen 2008-2009. Dette styrker argumentet for videre rentehevinger fra den amerikanske sentralbanken Federal Reserve. Ellers endte europeisk kjerneinflasjon på 1,1 prosent for oktober, og dette er en økning på 0,9 prosentpoeng fra forrige måned. Økningen er moderat og gjør at markedsaktører har fortsatt lave forventninger til utviklingen i europeisk inflasjon de neste par årene.

Innenfor statsobligasjonsmarkedene var bildet preget av stort sett stigende renter for uken som helhet. Blant de mer velutviklede rentemarkedene steg rentene mest i USA og Canada; her steg ti års statsrenter med henholdsvis 0,12 og 0,14 prosentpoeng (til henholdsvis 3,21 og 2,52 prosent). De land hvor statsrentene steg minst, var Portugal og Japan; her steg ti års statsrenter med henholdsvis 0,01 og 0,03 prosentpoeng til henholdsvis 1,87 og 0,12 prosent, mens i Italia falt rentene med 0,10 prosentpoeng til 3,32 prosent. Tyske og svenske tiårsrenter steg begge med 0,05 prosentpoeng til henholdsvis 0,43 og 0,65 prosent, mens norske tiårsrenter steg med 0,06 prosentpoeng til 1,96 prosent.

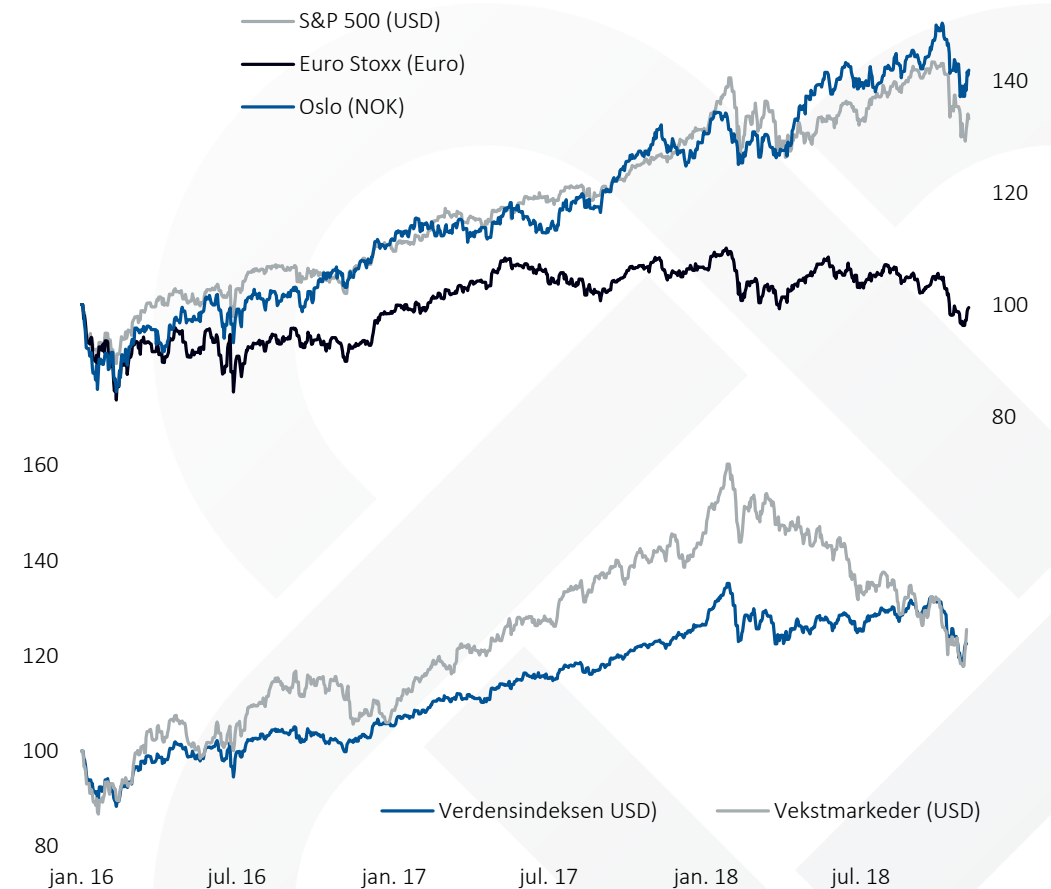
Kredittmarkedet har de siste ukene vært preget av svingende kredittpåslag og sist uke var intet unntak. Som følge av generelt økte statsrenter med få store nyheter i kredittmarkedet ble det en sterk uke innenfor det europeiske og amerikanske markedet for dårligere kredittkvalitet; her falt kredittpåslagene med henholdsvis 0,11 og 0,16 prosentpoeng til henholdsvis 3,56 og 3,64 prosent. Kredittpåslaget for god kredittkvalitet i Europa og USA var omtrent uendret med 0,01 prosentpoeng oppgang til henholdsvis 0,66 og 1,07 prosent.

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	228,8	3,1 %	-6,1 %	-0,9 %	1,2 %
MSCI World Index AC	NOK	1999,7	3,4 %	-4,6 %	-0,8 %	3,0 %
MSCI World Index	Lokal	4467,2	2,8 %	-6,4 %	-0,1 %	2,2 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	545,0	5,4 %	-3,7 %	-7,4 %	-6,3 %
Dow Jones	USD	25270,8	2,4 %	-5,6 %	2,2 %	7,5 %
S&P 500	USD	2723,1	2,4 %	-6,9 %	1,8 %	5,6 %
Nasdaq	USD	7357,0	2,6 %	-8,3 %	6,6 %	9,6 %
Nikkei 225	JPY	22243,7	5,0 %	-7,7 %	-2,3 %	-1,3 %
Shanghai SE Comp	CNY	2676,5	5,3 %	-5,1 %	-19,1 %	-20,9 %
Hang Seng	HKD	26486,4	6,7 %	-2,2 %	-11,5 %	-7,1 %
Euro Stoxx 600	EUR	364,1	2,4 %	-5,1 %	-6,4 %	-7,8 %
FTSE 100	GBP	7094,1	1,0 %	-5,5 %	-7,7 %	-6,1 %
Vinx (Norden)	NOK	381,1	3,2 %	-5,1 %	-2,9 %	-3,4 %
OSEFX (Norge)	NOK	861,8	1,8 %	-5,3 %	8,7 %	9,4 %
SBX (Sverige)	SEK	1177,7	3,5 %	-6,7 %	4,2 %	-0,7 %
HEXP (Finland)	EUR	18393,8	3,0 %	-5,9 %	4,0 %	1,1 %
KAX (Danmark)	DKK	1528,0	3,1 %	-6,2 %	-1,8 %	-4,6 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	19,34	-19,2 %	68,0 %	76,7 %	96,5 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016

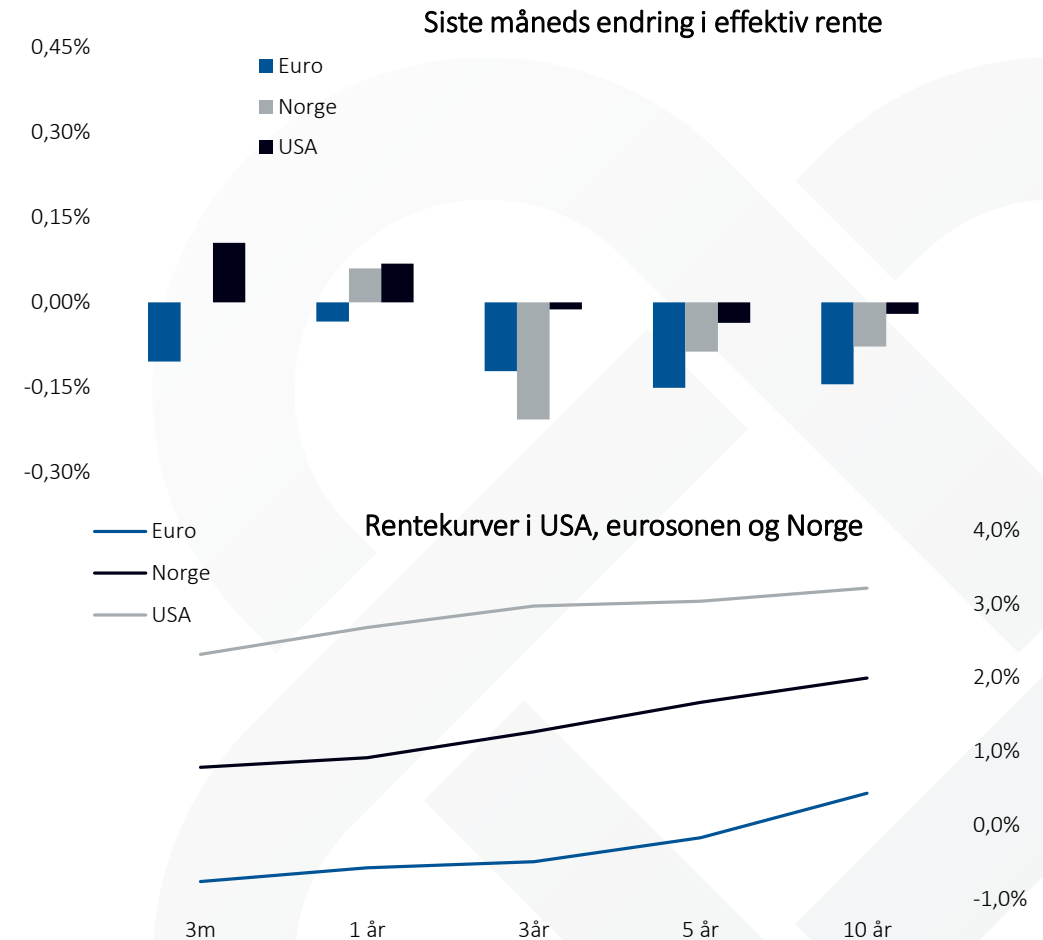


Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,56 %	2,52 %	2,41 %	1,69 %	1,39 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,14 %	1,14 %	1,10 %	0,81 %	0,77 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,48 %	-0,49 %	-0,47 %	-0,47 %	-0,56 %

Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,84 %	0,82 %	0,78 %	0,39 %	0,41 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,44 %	1,41 %	1,47 %	0,93 %	0,89 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,69 %	1,65 %	1,75 %	1,22 %	1,17 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,31 %	2,30 %	2,21 %	1,38 %	1,17 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	3,03 %	2,92 %	3,07 %	2,21 %	1,99 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	3,21 %	3,08 %	3,23 %	2,41 %	2,33 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,17 %	-0,20 %	-0,02 %	-0,20 %	-0,35 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,43 %	0,38 %	0,57 %	0,43 %	0,36 %

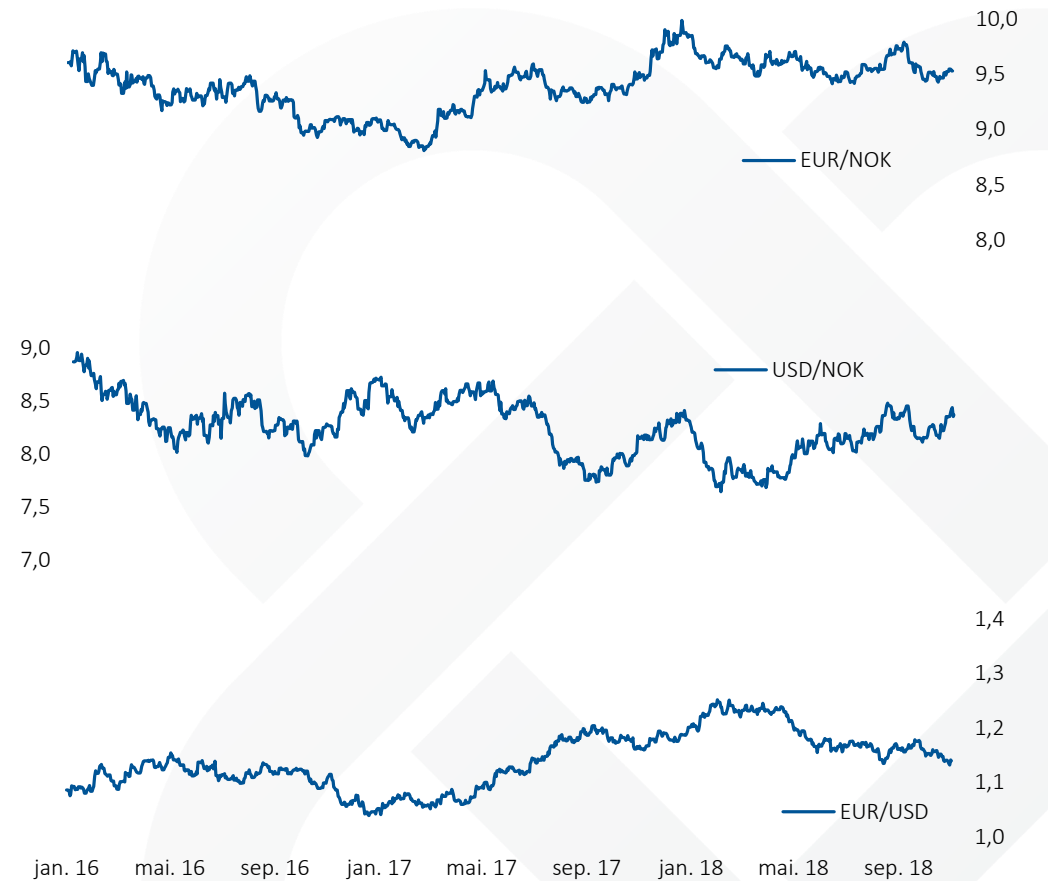
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	248	-0,5 %	-0,2 %	-2,1 %	-1,7 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	359	0,3 %	-1,4 %	0,7 %	0,7 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	217	-0,4 %	0,6 %	0,4 %	0,6 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	352	0,0 %	-0,2 %	-5,1 %	-4,4 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	251	-0,2 %	0,7 %	-0,6 %	-1,1 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	245	-0,1 %	0,1 %	-0,9 %	-1,4 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2786	-0,8 %	-0,6 %	-4,0 %	-3,4 %



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,37	-0,2 %	1,4 %	2,0 %	2,8 %
EUR/NOK	9,53	-0,2 %	0,1 %	-3,2 %	0,4 %
GBP/NOK	10,85	1,6 %	0,6 %	-2,0 %	2,1 %
DKK/NOK	1,28	-0,1 %	0,1 %	-3,3 %	0,2 %
SEK/NOK	0,92	0,6 %	1,3 %	-8,0 %	-4,8 %
JPY/USD	0,01	-0,8 %	0,4 %	-0,5 %	0,8 %
GBP/USD	1,30	1,8 %	-0,7 %	-4,0 %	-0,7 %
EUR/USD	1,14	0,1 %	-1,2 %	-5,1 %	-2,3 %
Dollarindeks	96,54	-0,1 %	0,9 %	4,8 %	2,0 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	103,73	0,3 %	0,7 %	-4,2 %	-1,2 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	72,8	-5,3 %	-14,1 %	8,9 %	20,1 %
Brent (12M)	USD	71,9	-5,3 %	-11,0 %	14,1 %	24,1 %
WTI (1M)	USD	63,1	-6,6 %	-16,1 %	4,5 %	15,8 %
Gull	USD	1233,0	0,0 %	2,5 %	-5,4 %	-3,4 %
Aluminium (3M)	USD	1973,0	-1,3 %	-6,8 %	-13,0 %	-9,2 %
Kobber (3M)	USD	6283,0	2,0 %	0,0 %	-13,3 %	-9,3 %
Baltic Dry Index	USD	1470,0	-3,2 %	-6,4 %	7,6 %	-0,8 %

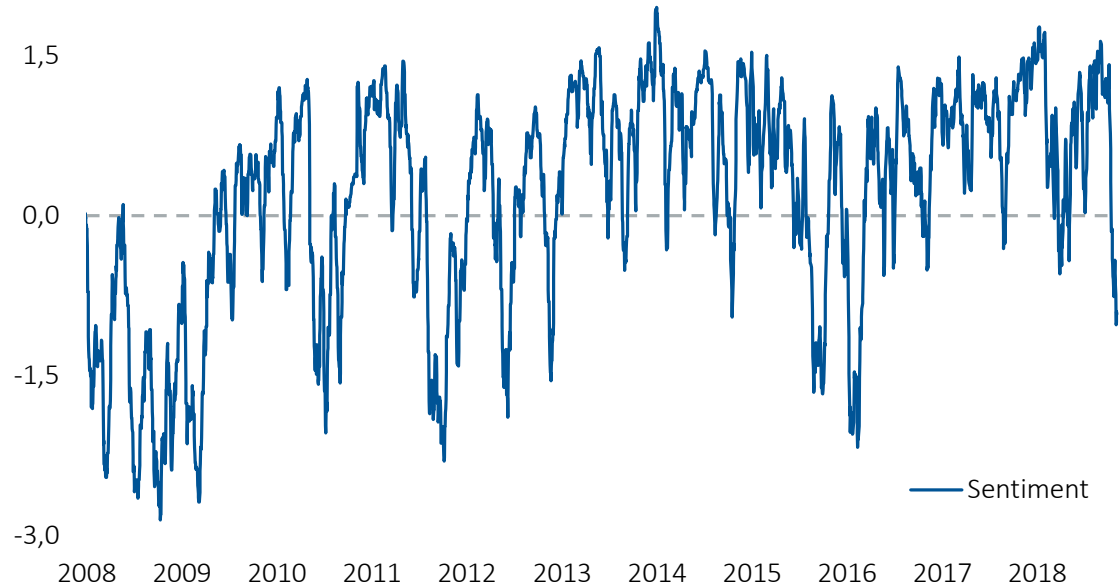


Oppsummering av ledende markedsdrivere

PRO	KONKLUSJON	KONTRA
✓ SENTIMENT	Undervekt	✓ KONJUNKTUR
		✓ VERDI
		✓ MOMENTUM
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 november 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
	6,2 %
57 %	4,6 %
43 %	8,3 %
	Siste måling
79 %	-0,9

Våre markedsdrivere - MOMENTUM

Momentum er nå en negativ markedsdriver



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til november 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 -7,7 prosent

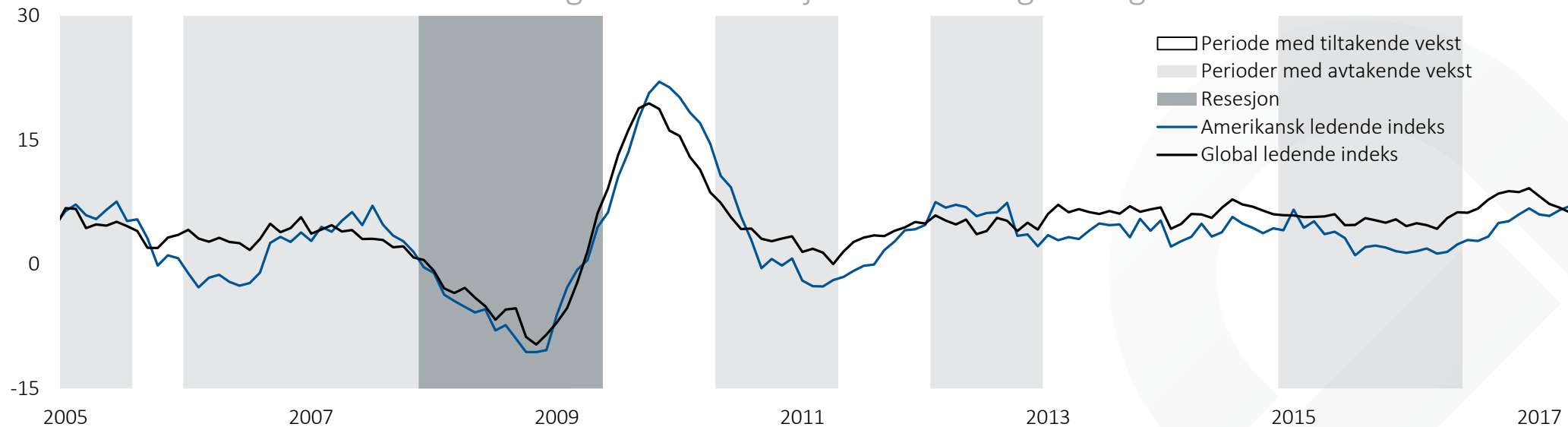
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

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

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



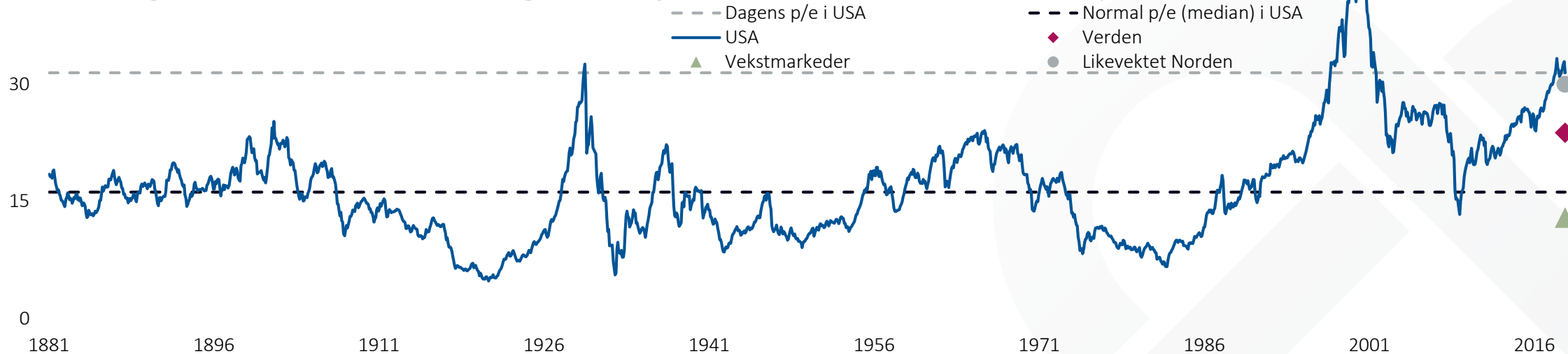
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent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