

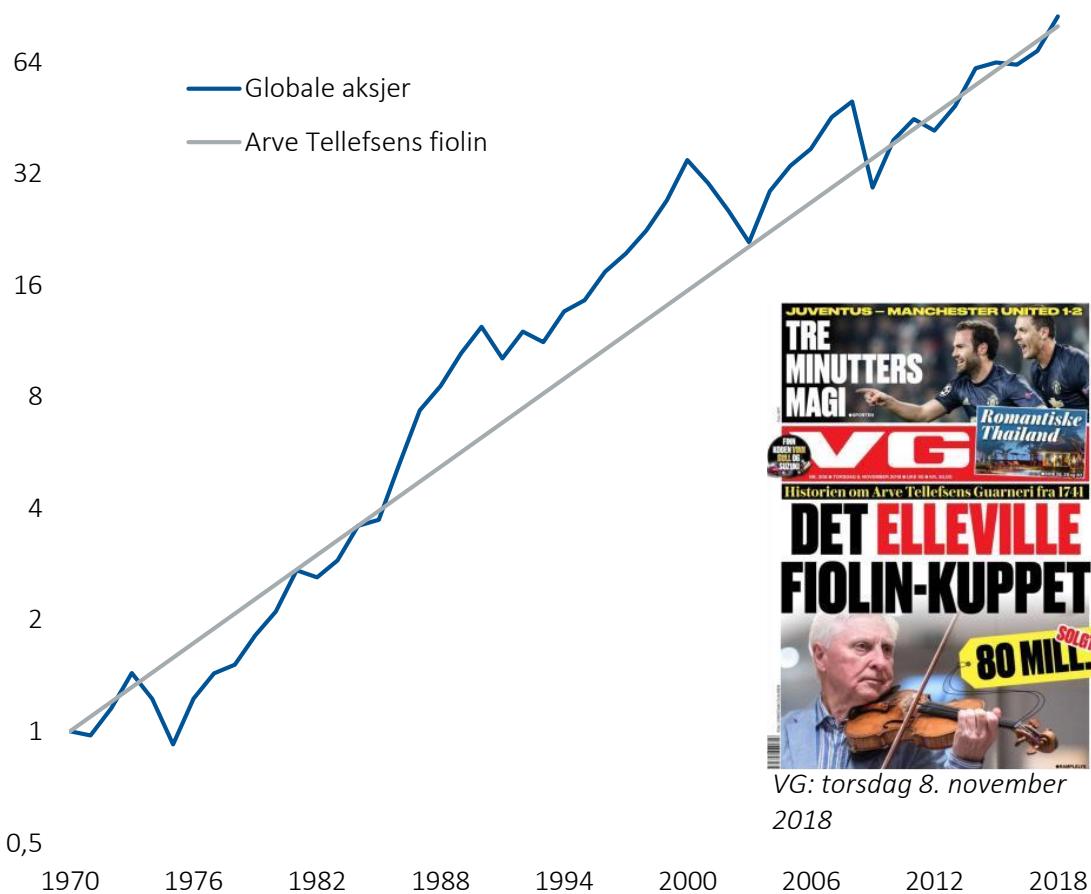
Ukesoppdatering

Uke 46

12. november 2018



Ukens figur: «Det elleville fiolinkuppet»



- I forrige uke ble det kjent at Arve Tellefsen hadde solgt sin fiolin til en utenlandsk kjøper for 80 millioner kroner i 2017.
- Fiolinen var laget av en av de største fiolinsmakaerne, Giuseppe Guarneri del Gesù, og i dag finnes det kun 150 av hans fioliner i verden.
- Tellefsen kjøpte Giuseppe Guarneri-fiolinen selv, med betydelig belåning, for én million kroner i 1970.
- Salget ble omtalt i norske medier som en eventyrlig investering, for eksempel på forsiden av VGs papirutgave fra torsdag den 8. november: *«Det elleville fiolin-kuppet»*.
- I stedet for å la oss blende av VG-forsiden, la oss se mer nøkternt på «det elleville fiolinkuppet».
- I figuren til venstre har vi sammenliknet verdiutviklingen på Tellefsens fiolin og det globale aksjemarkedet i perioden fra 1970 til 2017.
- Hvis man i stedet hadde investerte én million kroner i en diversifisert global aksjeporlefølje i 1970, ville porteføljen i dag være verdt om lag 85 millioner kroner.
- Den opplevde risikoen har imidlertid vært betydelig høyere i aksjemarkedet med tanke på at fiolinen har vært omsatt bare én gang på nesten 50 år.
- Vi vet ikke nøyaktig kostnadene forbundet med fiolinen, men vi kan anta *betydelige* forsikringskostnader når den transporteres til konserter og brukes.
- Fiolinen har med andre ord vært en nesten like «ellevill» investering som en passiv plassering i aksjer i perioden.

Økonomiske hendelser

Sist ukes mellomvalg i USA spilte den amerikanske kongressen. Alle 435 plasser i Representantenes hus var på valg. Etter at 416 av 435 plasser var talt opp, har demokratene 220 seter mot republikanernes 196. I senatet var 35 av 100 plasser til valg. Etter at 31 plasser var talt opp, var fordelingen totalt 51 til republikanerne og 45 til demokratene. Dermed vil demokratene ta over Representantenes hus, mens republikanerne beholdet kontrollen over senatet.

Resultatene overrasket ikke og USA står nå overfor en periode med økt politisk usikkerhet. En spilt kongress, det vil si at Representantenes hus og Senatet kontrolleres av ulike partier, betyr gjerne at det kan bli vanskelig å få gjennomslag for politiske beslutninger og lovendringer som tilfredsstiller befolkningen. En slik situasjon omtales av amerikanerne som en «gridlock». Amerikanske bedriftsledere har advart mot faren ved «gridlock». Bedriftene har fulgt mellomvalget med to store bekymringer; kuttene i bedriftsskatten som ble satt i gang av en republikansk kongress i desember i fjor og begrensninger

i handelspolitikken som mange ledere mener motvirker fordelene med skattereformen.

Den amerikanske sentralbanken holdt styringsrenten uendret mellom 2,0 og 2,25 prosent på rentemøtet onsdag og torsdag i forrige uke. Det kom heller ingen nye signaler fra sentralbanken, ei heller har de latt seg påvirke av markedsuroen i oktober eller Trumps negative omtale av sentralbanken. I pressemeldingen skriver Federal Reserve at investeringsaktiviteten har avtatt i år og at den allerede lave arbeidsledigheten har fallt videre siden forrige rentemøte i september. Med inflasjon nær målet er det ventet at Federal Reserve vil heve renten for fjerde gang i år på rentemøtet den 18. og 19. desember. Markedet priser inn 75 prosent sannsynlighet for en rentehøying i desember.

Offisielle tall offentliggjort fredag i forrige uke viser at britisk bruttonasjonalprodukt steg med 0,6 prosent i tredje kvartal og 1,5 prosent på årsbasis. Kvartalsveksten i den britiske økonomien var dermed den høyeste siden 2016. På forhånd var det ventet en oppgang på 0,4 prosent for kvartalet og 1,2 prosent på årsbasis. De fleste økonomer venter at

veksten for 2018 blir svakere enn normalt og ender på 1,3 prosent. I tillegg ventes det at usikkerheten rundt endelig brexit vil føre til avtakende vekst i tiden fremover.

Norske konsumpriser fallt med 0,2 prosent i oktober. Det viser tall offentliggjort av Statistisk sentralbyrå fredag. Fredagens fall i konsumprisene kom etter prisoppgang på 0,6 prosent i september, noe som reduserte årsveksten fra 3,4 prosent i september til 3,1 prosent i oktober. Kjernerinflasjonen, som mäter prisveksten justert for energipriser og avgiftsendringer, var uendret i oktober. Dermed falt årsveksten i kjernerinflasjon fra 1,9 prosent i september til 1,6 prosent i oktober. På forhånd var det ventet at konsumprisene skulle være uendret på 3,4 prosent, og at kjernerinflasjonen ville falle til 1,8 prosent. Årsvekten i kjernerinflasjon på 1,6 prosent er i tråd med Norges Banks anslag fra forrige måned.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder fortsatte sin oppgang sist uke, men ukens bød på store regionale forskjeller. Igjen var det US-børsene som ledet an oppgangen, mens børsene i de fremvoksende økonomier opplevde tilbakegang etter den sterke oppgangen ukken før. MSCI ACWI-indeksen endte opp rundt en prosent sist uke, men er fortsatt ned nesten to prosent for året.

Som nevnt over var utviklingen i USA betydelig bedre enn for de andre hovedregioner. Det var allikevel ikke vekst og teknologiaksjer som dro USA-børsene opp sist uke. Nasdaq-indeksene steg kun 0,7 prosent, mens den langt bredere sammensatte S&P 500-indeksene steg hele 2,8 prosent. Også Dow Jones-indeksene var med på oppgangen og steg 2,1 prosent, hvilket tar oppgangen hittil i 2018 til fire prosent. Nedgangen i fryktindikatoren VIX fortsatte også sist uke, men den er fortsatt opp 43 prosent hittil i fjerde kvartal, hvilket indikerer at frykten for økt volatilitet fremover fortsatt er langt høyere enn den var for bare to måneder siden.

Børsene i de fremvoksende økonomier hadde jevnt over en negativ uke og MSCI Emerging-indeksene falt tilbake to prosent sist uke. Allikevel er oppgangen hittil i november på 2,1 prosent, hvilket er på nivå med den brede verdensindeksen. Særlig Kina-, Hong Kong- og Brasil-børsene var klart negative sist uke og eksempelvis Hang Seng-indeksene i Hong Kong falt 3,3 prosent, mens Ibovespa-indeksene i São Paulo falt i overkant av tre prosent. Forskjellen på de to er allikevel at Hang Seng er ned over 14 prosent i 2018, mens Ibovespa er opp 12 prosent i samme periode. Best blant børsene i fremvoksende økonomier er fortsatt hovedindeksen i Moskva, som er opp 14 prosent i 2018.

Det europeiske børsmarkedet var marginalt positivt sist uke og MSCI Europe endte opp 0,5 prosent. Allikevel er nedgangen for året fortsatt seks prosent. Hovedbørsene i Europa var for det meste noe opp, foruten de fleste av de nordiske børsene som endte i minus, deriblant Oslo Børs med en nedgang for OSEFX på 0,2 prosent. Best i Norden var Kax-indeksen i København, som steg 1,4 prosent, blant annet som følge av at Danske Bank fortsatte sin gode utvikling i etterkant av rapporten for tredje kvartal.

Rentemarkedet

Sist uke var fokuset i de globale rentemarkedene preget av det amerikanske mellomvalget til kongressen. Resultatet ble delt; demokratene fikk flertall i Representantenes hus og republikanerne fikk flertall i Senatet. Med valget overstått blir det igjen økt fokus på økonomiske fundamentale forhold og makroøkonomiske nøkkeltall i rentemarkedene. Amerikansk økonomi opererer for full maskin med solide inntjeningsstall fra selskapssektorene og sterke sysselsettingstall.

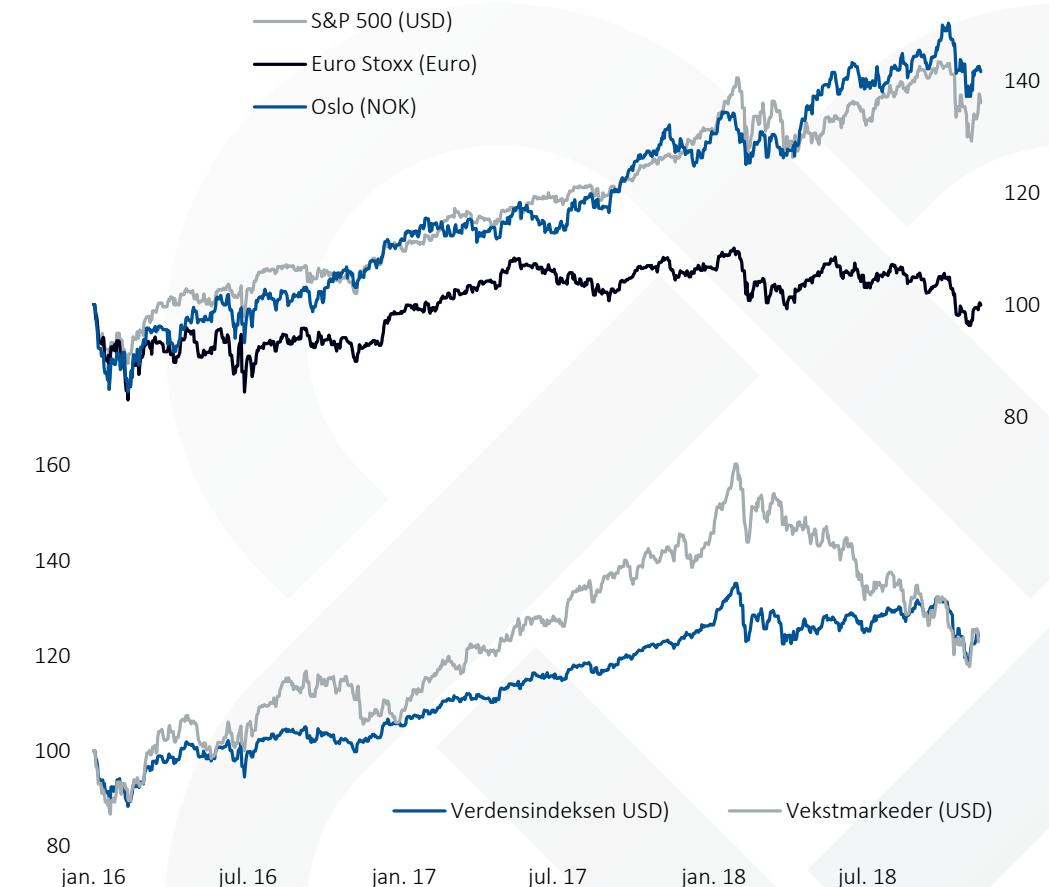
På rentemøtet i den amerikanske sentralbanken Federal Reserve ble det som ventet ingen renteheving sist uke; for øvrig i henhold til deres kommunikasjon, og ifølge markedets forventninger kommer neste renteheving i desember. Fed føler at de må stramme til for å unngå overoppheving og for høy pris- og lønnsvekst. Derfor prøver de å stagge veksten, samtidig som finansielle forhold må bli strammere. I Norge falt ellers norsk industriproduksjon litt tilbake i september, samtidig som trenden fortsatt peker høyere. Spesielt oljerelaterte næringer trekker opp med relative høyere oljepriser og positivt sentiment. Oljeinvesteringene er ventet å øke med ti til 12 prosent neste år, og dette er bra for norsk industri.

Det var relativt rolige markedsforhold som preget sist ukes globale rentemarkeder. I USA og Tyskland falt renten på ti års statsobligasjoner med henholdsvis 0,03 og 0,02 prosentpoeng, til henholdsvis 3,18 og 0,41 prosent. Svenske og norske ti årsrenter falt begge med 0,01 prosentpoeng, til henholdsvis 0,66 og 1,97 prosent, mens italienske ti års renter steg med 0,08 prosentpoeng til 3,40 prosent. I kreditmarkedet var det omtrent ingen endring i kredittpåslagene for god og dårligere kredittkvalitet; kredittpåslaget for god kredittkvalitet i Europa og USA falt med henholdsvis 0,01 og 0,02 prosentpoeng, til henholdsvis 0,65 og 1,07 prosent. Innen det europeiske og amerikanske markedet for dårligere kredittkvalitet var det ingen endringer i kredittpåslagene.

Aksjemarkedet

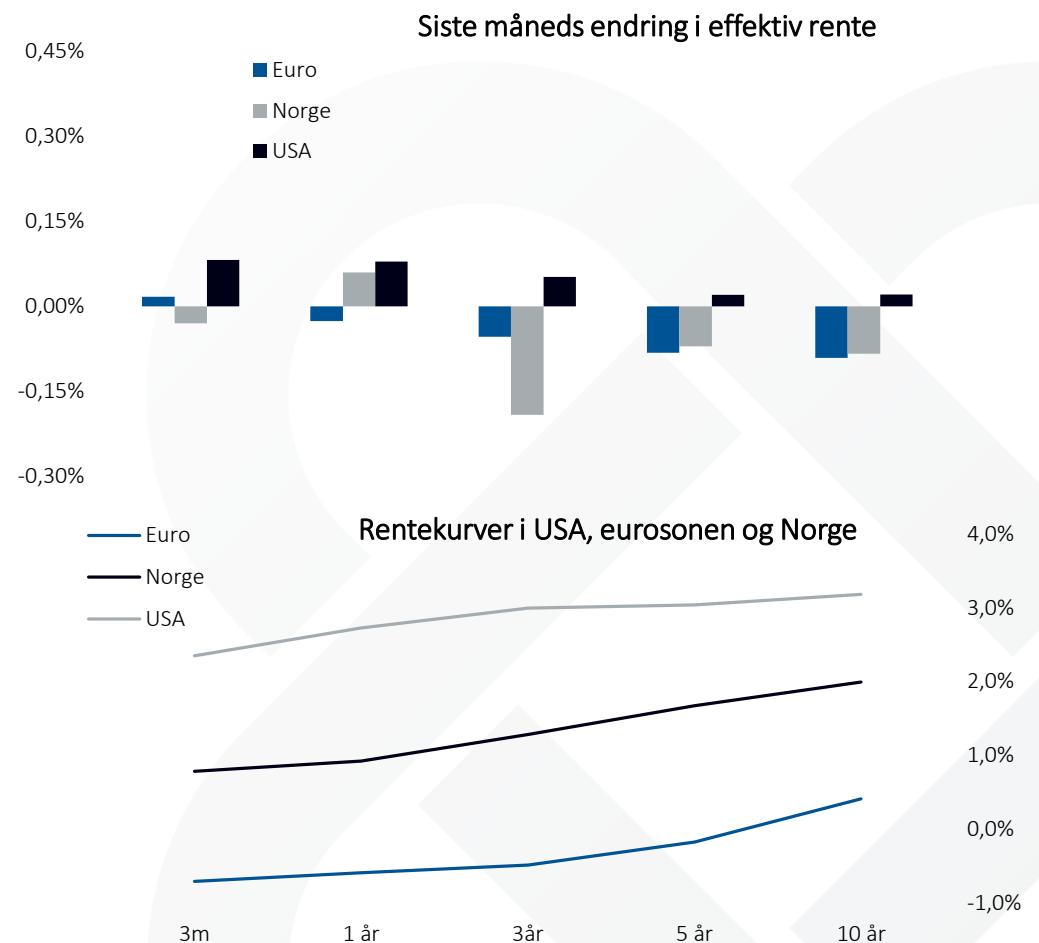
Aksjeindeks	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	231,2	1,0 %	-0,8 %	0,1 %	2,2 %
MSCI World Index AC	NOK	2036,0	1,8 %	1,6 %	1,0 %	4,7 %
MSCI World Index	Lokal	4529,5	1,4 %	-0,8 %	1,3 %	3,7 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	535,6	-1,7 %	-1,2 %	-9,0 %	-8,6 %
Dow Jones	USD	25989,3	2,8 %	-1,7 %	5,1 %	10,8 %
S&P 500	USD	2781,0	2,1 %	-3,4 %	4,0 %	7,6 %
Nasdaq	USD	7406,9	0,7 %	-0,2 %	7,3 %	9,7 %
Nikkei 225	JPY	22250,3	0,0 %	-5,3 %	-2,3 %	-2,7 %
Shanghai SE Comp	CNY	2598,9	-2,9 %	-4,7 %	-21,4 %	-24,2 %
Hang Seng	HKD	25601,9	-3,3 %	-2,3 %	-14,4 %	-12,1 %
Euro Stoxx 600	EUR	365,7	0,5 %	-0,3 %	-6,0 %	-6,2 %
FTSE 100	GBP	7105,3	0,2 %	-0,6 %	-7,6 %	-5,1 %
Vinx (Norden)	NOK	382,0	0,3 %	1,2 %	-2,6 %	-0,9 %
OSEFX (Norge)	NOK	860,2	-0,2 %	-2,2 %	8,5 %	8,9 %
SBX (Sverige)	SEK	1163,0	-1,2 %	-3,0 %	2,9 %	0,0 %
HEXP (Finland)	EUR	18343,8	-0,3 %	-1,6 %	3,7 %	2,3 %
KAX (Danmark)	DKK	1549,3	1,4 %	3,9 %	-0,5 %	-0,2 %
Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitsindeks for aksjer)	USD	16,72	-11,0 %	-24,4 %	57,2 %	65,3 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016



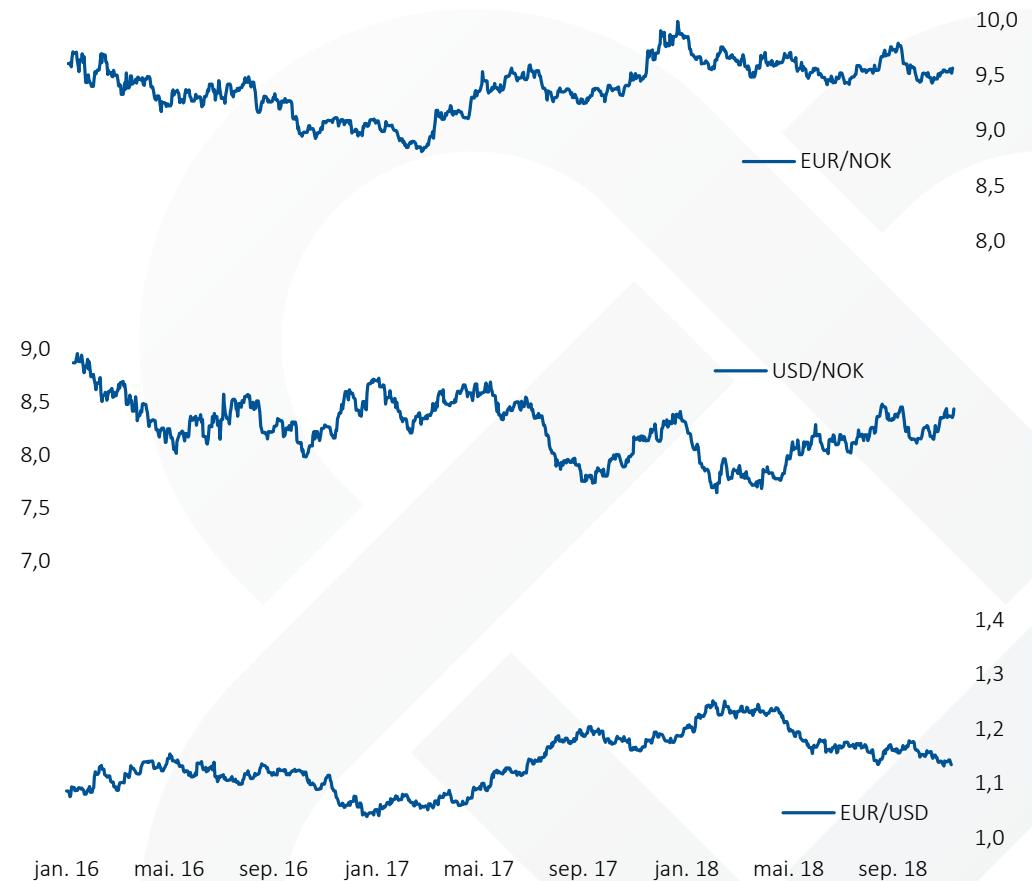
Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,60 %	2,59 %	2,42 %	1,69 %	1,41 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,17 %	1,17 %	1,06 %	0,81 %	0,80 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,47 %	-0,47 %	-0,48 %	-0,47 %	-0,59 %
Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,84 %	0,84 %	0,81 %	0,39 %	0,43 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,45 %	1,44 %	1,47 %	0,93 %	0,91 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,69 %	1,69 %	1,74 %	1,22 %	1,19 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,34 %	2,31 %	2,26 %	1,38 %	1,22 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	3,04 %	3,03 %	3,01 %	2,21 %	2,05 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	3,18 %	3,20 %	3,16 %	2,41 %	2,40 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,18 %	-0,17 %	-0,10 %	-0,20 %	-0,33 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,41 %	0,43 %	0,50 %	0,43 %	0,41 %
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	249	0,2 %	-0,2 %	-1,7 %	-0,8 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	360	0,1 %	-0,5 %	0,8 %	1,5 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	217	0,0 %	0,5 %	0,5 %	0,9 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	352	-0,2 %	-0,2 %	-5,1 %	-3,3 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	251	-0,2 %	0,8 %	-0,7 %	-0,9 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	245	0,1 %	0,1 %	-0,7 %	-1,0 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2799	0,3 %	-0,5 %	-3,5 %	-2,2 %



Valutamarkedet

Valutakurs		Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK		8,43	1,3 %	3,7 %	2,8 %	3,5 %
EUR/NOK		9,56	0,0 %	0,7 %	-2,8 %	0,9 %
GBP/NOK		10,95	-0,1 %	1,3 %	-1,1 %	2,3 %
DKK/NOK		1,28	0,0 %	1,0 %	-3,0 %	0,6 %
SEK/NOK		0,93	0,5 %	1,7 %	-7,4 %	-4,5 %
JPY/USD		0,01	-0,6 %	-1,5 %	-1,0 %	-0,5 %
GBP/USD		1,30	-1,4 %	-2,3 %	-4,0 %	-1,3 %
EUR/USD		1,13	-1,3 %	-2,6 %	-5,6 %	-2,6 %
Dollarindeks		96,91	1,2 %	2,3 %	5,2 %	2,6 %
Handelsvektet kronekurs (I44)		104,15	0,3 %	1,6 %	-3,8 %	-0,5 %
Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	70,2	-3,7 %	-17,4 %	4,9 %	9,8 %
Brent (12M)	USD	70,6	-1,7 %	-13,3 %	12,1 %	15,5 %
WTI (1M)	USD	60,2	-4,7 %	-19,7 %	-0,4 %	5,3 %
Gull	USD	1209,9	-1,9 %	1,7 %	-7,2 %	-5,9 %
Aluminium (3M)	USD	1954,0	-1,0 %	-5,0 %	-13,8 %	-6,6 %
Kobber (3M)	USD	6056,0	-3,6 %	-3,8 %	-16,4 %	-11,0 %
Baltic Dry Index	USD	1147,0	-21,3 %	-23,7 %	-16,0 %	-22,6 %



Oppsummering av ledende markedsdriver

PRO

KONKLUSJON

KONTRA

✓ SENTIMENT

Undervekt

✓ KONJUNKTUR

✓ VERDI

✓ MOMENTUM

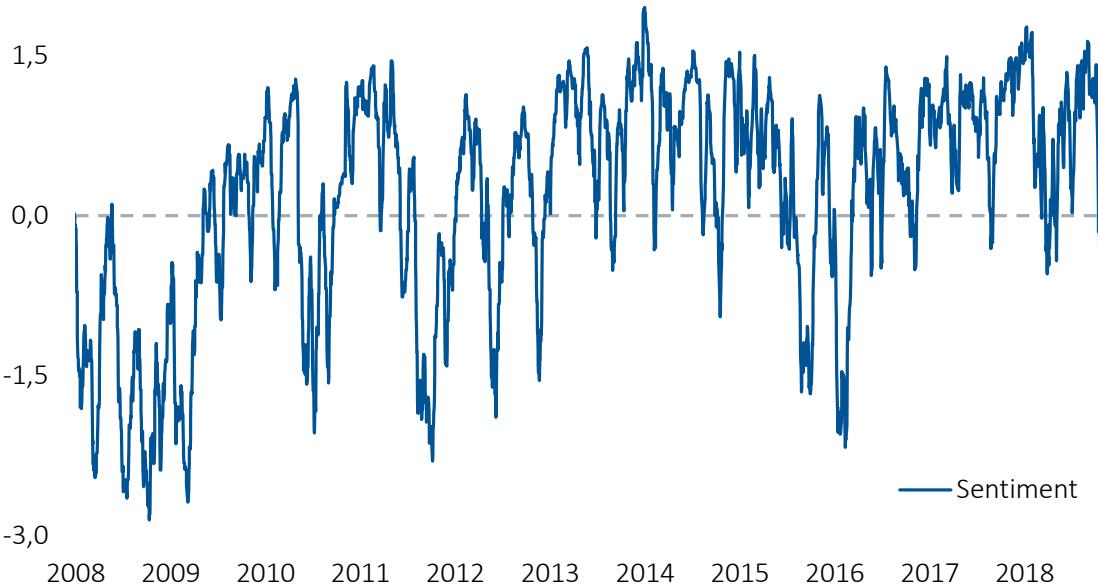
Kommentarer

Konklusjon

Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre eksponering i globale aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omrent 1/5 av den globale aksjeporbeføljen.	Undervekt
Nordiske aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre eksponering i nordiske aksjer enn normalt.	Undervekt
Rentepllasseringer	Undervekten i aksjer reallokeres i renter.	Overvekt
Rentefølsomhet	Vi anbefaler en normal durasjon i renteporbeføljen	Nøytral
Kreditrisiko	Allokering på en tidel av renteporbeføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral

Våre markedsdriverer - 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 fem 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 %	4,7 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,5 %
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	73 %	-0,6

Våre markedsdriverere - MOMENTUM

Momentum er 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 definieres; 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 -7,4 prosent

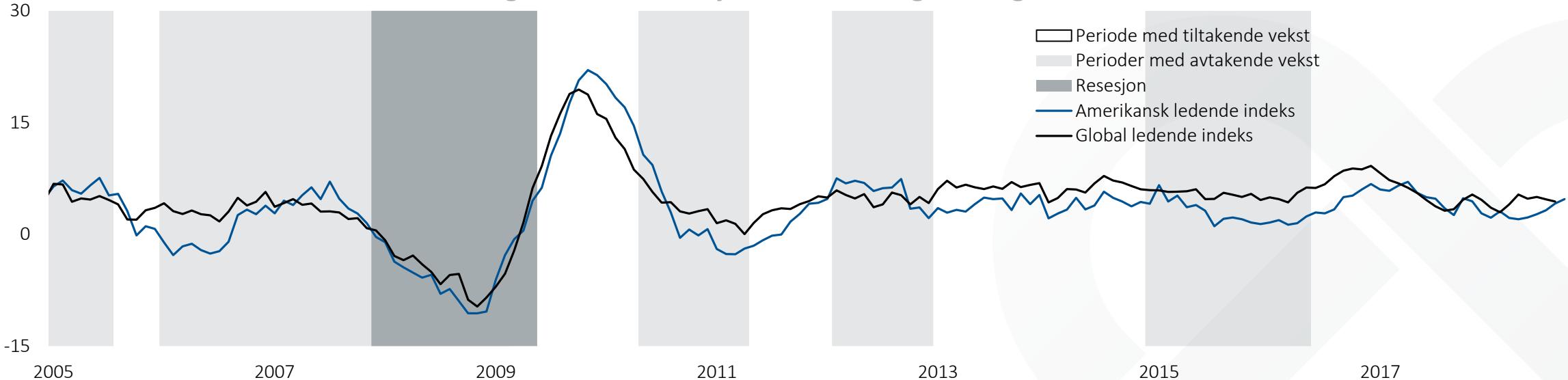
I figuren har vi benyttet MSCI's verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
79 %	2,7 %
21 %	5,5 %
	-7,4 %

Våre markedsdriver - KONJUNKTUR

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



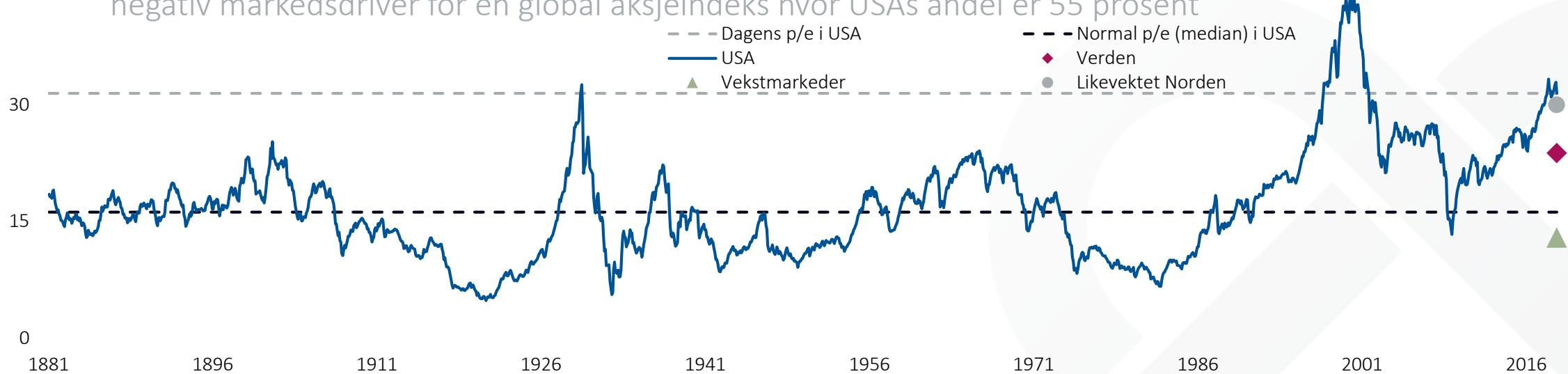
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent 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 mellomlangsiktig markedsdriver og forteller deg normalt noe om risikoen på tre til 24 måneders sikt.

Våre markedsdriverere - VERDI

Syklist 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 Syklist justert p/e. Dette er et måltall på verdi med veldig dokumentert empirisk støtte.

Verdi er en langiktig markedsdriver og forteller deg mest om risikoen på sju til 20 års sikt.