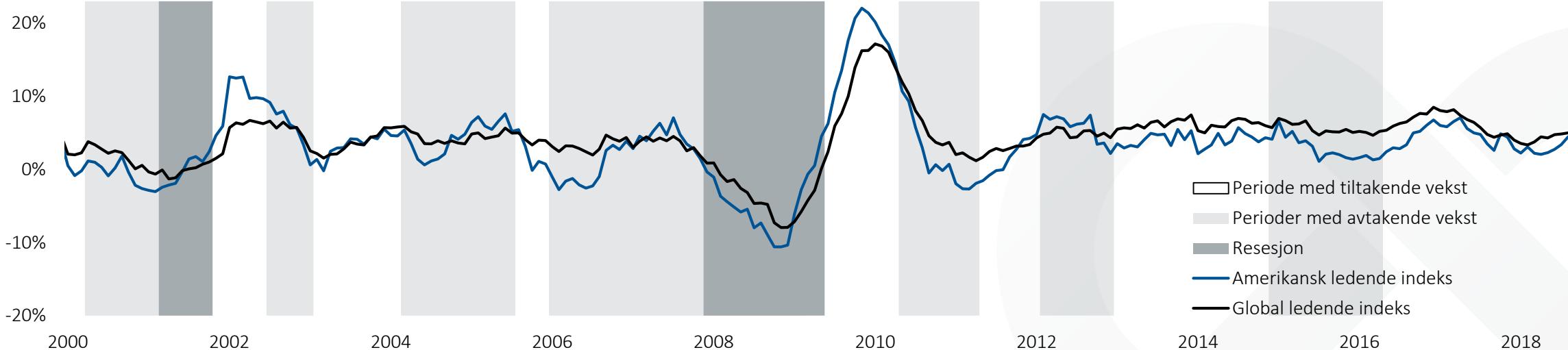


Ukesoppdatering

Uke 49
3. desember 2018



Ukens figur: For tidlig å se etter en bunn i den økonomiske veksttakten



- Ledende indeks er en viktig komponent i konjunktursynet vårt og brukes for å få tidlige signaler om vendepunkter i en økonomisk veksttaktsyklus.
- En veksttaktsyklus er perioder med alternerende tiltakende og avtakende vekst, det vil si perioder mellom topp og en bunn i veksttakten og mellom en bunn og en topp i veksttakten.
- Et skift i vårt konjunktursyn krever et varig, tydelig og bredt retningsskifte i de ledende indeksene.
- Hvorfor ser vi etter omslag i den økonomiske veksttakten?
- I perioder med tiltakende vekst har gjennomsnittlig årlig realavkastningen i amerikanske aksjer vært 19 prosent siden januar 1908 og frem til i dag.
- I perioder med avtakende vekst har gjennomsnittlig årlig realavkastning i amerikanske aksjer vært minus 2 prosent i samme periode.
- Med andre ord har all historisk aksjeavkastning kommet i perioder med tiltakende økonomisk veksttakt.
- I juni 2017 endret vi synet på veksttaktsyklusen; da varslet ledende indeks avtakende veksttakt.
- I ettertid har veksten i sammenfallende indikatorer som bruttonasjonalprodukt og industriproduksjon toppet ut.
- Det er imidlertid fortsatt for tidlig å se etter vendepunkt i en positiv retning da de ledende indeksene fortsatt peker ned, både i USA og globalt, jf. utviklingen i figuren ovenfor.

Økonomiske hendelser

USA og Kina ble sist uke enige om en pause i den pågående handelskonflikten mellom landene. Det ble kjent etter en arbeidsmiddag i forbindelse med G20-møtet, som ble avholdt i Argentina sist uke. USA utsetter dermed den planlagte tolløkningen på kinesiske varer, som etter planen skulle tre i kraft 1. januar. Kina på sin side importerer landbruksvarer og industrivarer fra USA. Dersom forhandlingene i pausen ikke fører frem etter 90 dager, vil USA fortsatt innføre en tolløkning fra ti til 25 prosent på kinesiske varer verdt om lag 200 milliarder dollar.

Torsdag offentliggjorde den amerikanske sentralbanken sitt referat fra rentemøtet som ble avholdt den 7. og 8. november. Referatet inneholdt få overraskelser og signaliserte at Federal Reserve vil heve styringsrenten ytterligere på rentemøtet i desember. I referatet fremkommer det at medlemmene i den pengepolitiske komitéen er i tvil om hvordan rentebanan skal se ut. At sentralbanken var i tvil om rentebanan, ble klart allerede dagen før referatet ble offentliggjort. I en tale i Economic Club i New York uttalte sentralbanksjef Jerome Powell at

styringsrenten ligger like under det nøytrale nivået. Det er i kontrast med hva Powell uttalte så sent som i oktober. Den gang sa sentralbanksjefen at rentene var langt unna å være nøytrale.

Kjerneinflasjon, som utelukker volatile matvare- og energipriser, har blitt en nøkkelfaktor for Federal Reserves rentesetting siden finanskrisen. Siden februar har amerikansk kjerneinflasjon, målt ved personlige forbruksutgifter (PCE), beveget seg tett rundt inflasjonsmålet på to prosent. Årsveksten i PCE var 1,8 prosent i oktober, ned 0,2 prosent fra september og 0,1 prosent lavere enn ventet på forhånd av økonomer. PCE er dermed på sitt laveste på åtte måneder. En sterkere amerikansk dollar har bidratt til en svakere inflasjonsutvikling den siste tiden.

Svensk bruttonasjonalprodukt falt med 0,2 prosent fra andre til tredje kvartal i år. Det er første gang på fem år at den svenske økonomien opplever negativ kvartalsvekst; det viser tall fra det svenske statistiske sentralbyrået som ble

publisert sist uke. I hovedsak er det svake forbrukstall fra husholdningene som trekker ned veksten i den svenske økonomien. Årsveksten i svensk BNP avtok til 1,6 prosent i tredje kvartal. Særlig økte energipriser og endringer i bilbeskatning har bidratt til å dempe forbrukstallene.

Norske husholdninger har økt gjelden med 5,7 prosent fra oktober i fjor til i år. Det viser kreditindikatoren K2, som Statistisk sentralbyrå la frem torsdag. Tolvmånedersveksten er marginalt ned fra forrige måned; da var kreditveksten 5,8 prosent. Ifølge torsdagens tall fra SSB har norske husholdninger 3434 milliarder kroner i innenlandsk gjeld. Det tilsvarer rundt 1,4 millioner kroner pr. husholdning. Gjeldsbelastningen i norske husholdninger vurderes som fortsatt høy av Norges Bank, som viser til at gjeldsveksten har vært raskere enn inntektsveksten i en lengre periode. Husholdningene med høy gjeldsbelastning er blant de mest utsatte ved økte renter.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder avsluttet november med en solid oppgang. Den positive utviklingen var tilnærmet unison over hele kloden. Håp om en konstruktiv dialog og et positivt utfall av G20-møtet i Buenos Aires var hovedfaktoren for oppgangen sist uke. Verdensindeksen MSCI ACWI steg solide 3,3 prosent i løpet av uken, men er til tross for dette fortsatt ned nesten 2,6 prosent når kun én måned gjenstår av børsåret 2018.

Børsene i USA ledet an i oppgangen. Utviklingen var meget sterk for alle de toneangivende indeksene. Bredden i oppgangen ses ved at den mer tradisjonelt sammensatte Dow Jones-indeksen steg hele 5,2 prosent, og vi skal tilbake til medio november 2016 for å ha opplevd en kraftigere oppgang over uken for denne indeksen. Den bredere S&P 500-indeksen steg også voldsomt og endte uken opp 4,9 prosent. Dow Jones og S&P 500 er dermed tilbake i positivt territorium for året med henholdsvis 3,3 og 3,2 prosent oppgang. Det sterke underliggende sentimentet vises også ved at fryktindeksen falt med over 16 prosent sist uke og følgelig signaliserte økt tro på lavere volatilitet i den kommende periode.

Børsene i de fremvoksende økonomier fulgte opp med jevnt over god oppgang, dog med noe mindre positive utslag enn i USA. MSCI Emerging-indeksen steg med 2,7 prosent sist uke. Allikevel er denne indeksen fortsatt ned med solide 12,2 prosent for året. Det er fortsatt Shanghai-børsen som er den store klumpen rundt foten i 2018, med et fall for hovedindeksen på nesten 22 prosent i 2018. Langt bedre har det gått for det brasilianske aksjemarkedet der Ibovespa-indeksen i São Paulo fortsetter sin himmelferd i etterkant av presidentvalget. Ibovespa-indeksen steg ytterligere 3,8 prosent sist uke og var i løpet av uken i ny alle tiders høy.

Børsene i Europa hadde en noe mer moderat positiv utvikling. MSCI Europe steg én prosent, men er fortsatt ned nesten åtte prosent for året. De nordiske børsene, og da særlig hovedindeksene i Oslo og Stockholm, ledet den nordiske VINX-indeksen opp 1,7 prosent. Oslo Børs var det beste markedet, med en oppgang på tre prosent til tross for at oljeprisen sist uke endte marginalt ned.

Rentemarkedet

Gjennom forrige uke falt rentene i de fleste globale rentemarkedene. Hovedårsakene til dette er bekymringer om avtakende global konjunkturvekst, samt uttalelser fra sjefen for den amerikanske sentralbanken Fed om at sentralbanken er klar til å bremse antallet renteøkninger neste år. Dette fordi rentenivået nå er like under de fleste anslag på nøytralrenten. Svak BNP-vekst i Sverige føyer seg inn i rekken av svake svenske nøkkeltall den siste tiden, mens man også i Europa ser tegn til avmatning i den økonomiske veksten.

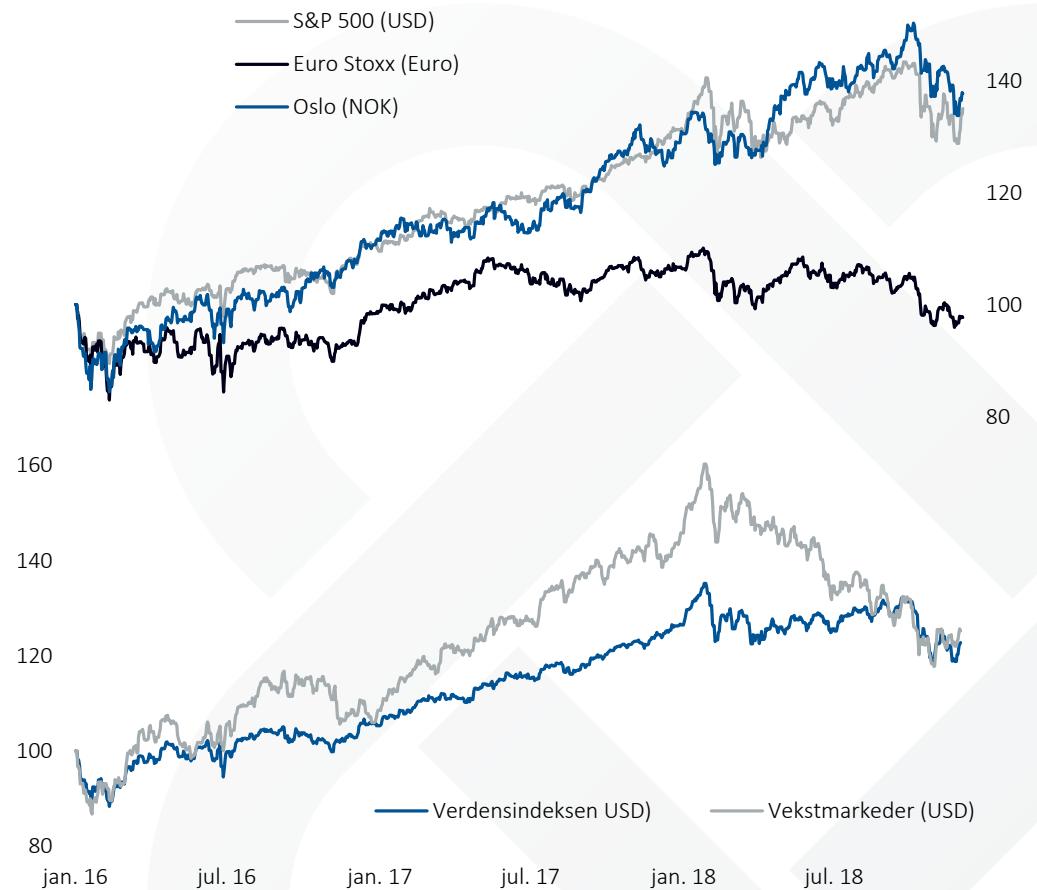
I sum førte ovennevnte forhold til at rentene i de globale rentemarkedene stort sett falt sist uke; i USA og Tyskland falt renten på ti års statsobligasjoner med henholdsvis 0,05 og 0,03 prosentpoeng, til henholdsvis 2,99 og 0,31 prosent. Svenske og norske ti årsrenter falt med 0,05 prosentpoeng, til henholdsvis 0,58 og 1,80 prosent, mens renten på britiske ti års statsobligasjoner falt med 0,02 prosentpoeng, til 1,36 prosent.

Innenfor kredittmarkedene fortsatte økningen i kredittpåslagene for god og dårligere kredittkvalitet i Europa og USA samt Norden og Norge. Innen markedet for dårligere kredittkvalitet steg kredittpåslagene i Europa med 0,10 prosentpoeng til 4,25 prosent, mens i USA holdt de seg uforandret på 4,23 prosent. I markedet for god kredittkvalitet økte kredittpåslagene både i USA og Europa med henholdsvis 0,08 og 0,03 prosentpoeng, til henholdsvis 1,28 og 0,87 prosent. Innenfor det nordiske (hovedsakelig norske) kredittmarkedet er det vanlig at kredittpåslag følger etter utviklingen i internasjonale kredittpåslag med en tidsforsinkelse, og det er dette vi har sett de siste to månedene. For eksempel har snittkredittpåslaget for de fire største norske sparebankene økt med 0,18 prosentpoeng siden midten av oktober, mens kredittpåslaget for gjødselprodusent Yara (kredittrating BBB) har økt med 0,25 prosentpoeng til 1,05 prosent. Denne utviklingen vil mest sannsynlig fortsette den nærmeste tiden.

Aksjemarkedet

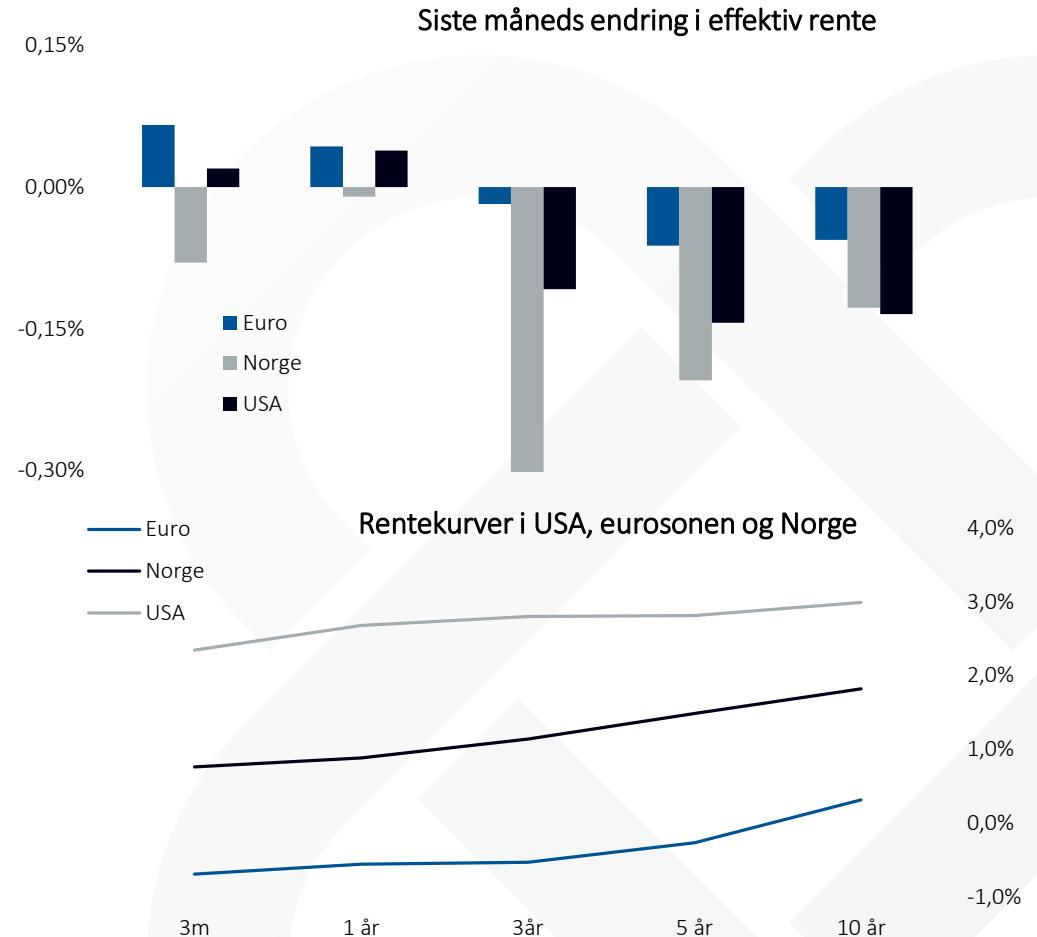
Aksjeindeks	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	229,9	3,4 %	1,3 %	-0,5 %	0,8 %
MSCI World Index AC	NOK	2063,4	3,4 %	3,4 %	2,4 %	2,5 %
MSCI World Index	Lokal	4493,6	3,5 %	1,2 %	0,5 %	1,6 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	543,0	2,4 %	3,0 %	-7,8 %	-5,4 %
Dow Jones	USD	25538,5	5,2 %	2,7 %	3,3 %	6,7 %
S&P 500	USD	2760,2	4,8 %	2,9 %	3,2 %	5,1 %
Nasdaq	USD	7330,5	5,6 %	2,4 %	6,2 %	7,4 %
Nikkei 225	JPY	22351,1	3,3 %	4,2 %	-1,8 %	-1,1 %
Shanghai SE Comp	CNY	2588,2	0,3 %	0,8 %	-21,7 %	-22,5 %
Hang Seng	HKD	26506,8	2,2 %	7,8 %	-11,4 %	-10,5 %
Euro Stoxx 600	EUR	357,5	1,0 %	0,6 %	-8,1 %	-7,9 %
FTSE 100	GBP	6980,2	0,4 %	-0,8 %	-9,2 %	-5,6 %
Vinx (Norden)	NOK	379,3	1,7 %	2,6 %	-3,3 %	-2,3 %
OSEFX (Norge)	NOK	836,6	3,0 %	-0,4 %	5,6 %	8,1 %
SBX (Sverige)	SEK	1144,5	2,4 %	-0,2 %	1,3 %	-0,1 %
HEXP (Finland)	EUR	17582,7	-0,4 %	-1,8 %	-0,6 %	-0,6 %
KAX (Danmark)	DKK	1494,9	0,8 %	1,4 %	-4,0 %	-2,5 %
Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitsindeks for aksjer)	USD	18,07	-16,0 %	-14,9 %	63,7 %	68,9 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016



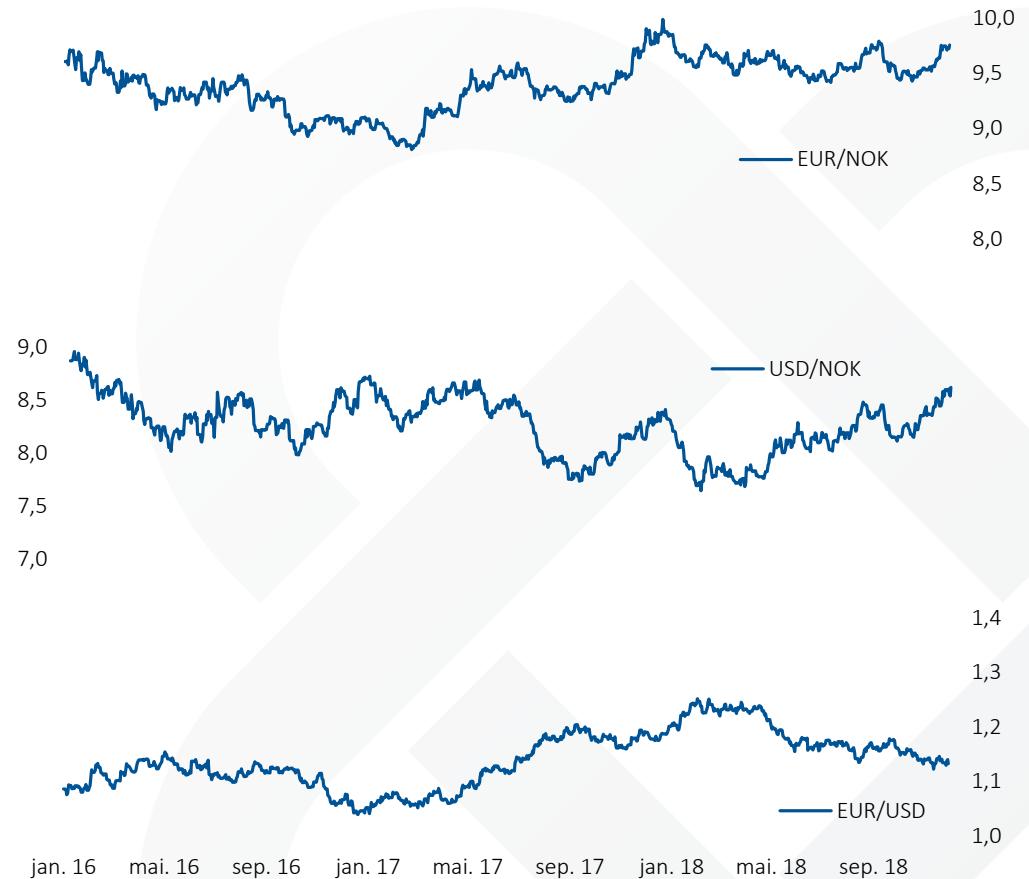
Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,71 %	2,69 %	2,54 %	1,69 %	1,49 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,22 %	1,21 %	1,14 %	0,81 %	0,77 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,38 %	-0,42 %	-0,50 %	-0,47 %	-0,64 %
Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,82 %	0,86 %	0,84 %	0,39 %	0,38 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,34 %	1,35 %	1,44 %	0,93 %	0,87 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,57 %	1,58 %	1,69 %	1,22 %	1,12 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,34 %	2,39 %	2,31 %	1,38 %	1,26 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,81 %	2,89 %	3,03 %	2,21 %	2,11 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	2,99 %	3,05 %	3,21 %	2,41 %	2,36 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,27 %	-0,22 %	-0,17 %	-0,20 %	-0,35 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,31 %	0,36 %	0,43 %	0,43 %	0,31 %
Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	248	-0,1 %	-0,1 %	-2,1 %	-1,9 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	355	0,3 %	-0,8 %	-0,5 %	-0,2 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	219	0,2 %	0,8 %	1,2 %	1,0 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	350	0,8 %	-0,6 %	-5,6 %	-5,2 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	253	0,4 %	0,6 %	0,0 %	-1,2 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	243	0,0 %	-0,6 %	-1,5 %	-2,0 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2788	-0,2 %	0,1 %	-3,9 %	-3,4 %



Valutamarkedet

Valutakurs		Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK		8,62	-0,8 %	1,8 %	5,1 %	3,7 %
EUR/NOK		9,76	-0,5 %	1,6 %	-0,9 %	-1,3 %
GBP/NOK		10,98	-0,8 %	0,6 %	-0,9 %	-2,2 %
DKK/NOK		1,30	-0,5 %	1,5 %	-1,4 %	-1,8 %
SEK/NOK		0,94	-0,2 %	2,1 %	-5,9 %	-4,9 %
JPY/USD		0,01	0,1 %	-0,2 %	-0,7 %	-0,9 %
GBP/USD		1,27	-0,1 %	-1,2 %	-5,7 %	-5,6 %
EUR/USD		1,13	0,3 %	-0,2 %	-5,7 %	-4,8 %
Dollarindeks		97,27	-0,3 %	0,2 %	5,6 %	4,5 %
Handelsvektet kronekurs (I44)		106,18	0,1 %	2,4 %	-2,0 %	-1,9 %
Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	58,7	-6,2 %	-22,2 %	-12,2 %	-7,6 %
Brent (12M)	USD	59,9	0,0 %	-19,2 %	-5,0 %	-0,1 %
WTI (1M)	USD	50,9	1,0 %	-22,0 %	-15,7 %	-11,3 %
Gull	USD	1222,5	-0,1 %	0,6 %	-6,2 %	-4,1 %
Aluminium (3M)	USD	1958,0	0,5 %	0,2 %	-13,7 %	-4,4 %
Kobber (3M)	USD	6198,0	-0,1 %	3,4 %	-14,5 %	-8,3 %
Baltic Dry Index	USD	1231,0	12,6 %	-17,4 %	-9,9 %	-22,0 %



Oppsummering av ledende markedsdriver

PRO

KONKLUSJON

KONTRA

✓ SENTIMENT

Undervekt

✓ KONJUNKTUR

✓ VERDI

✓ MOMENTUM

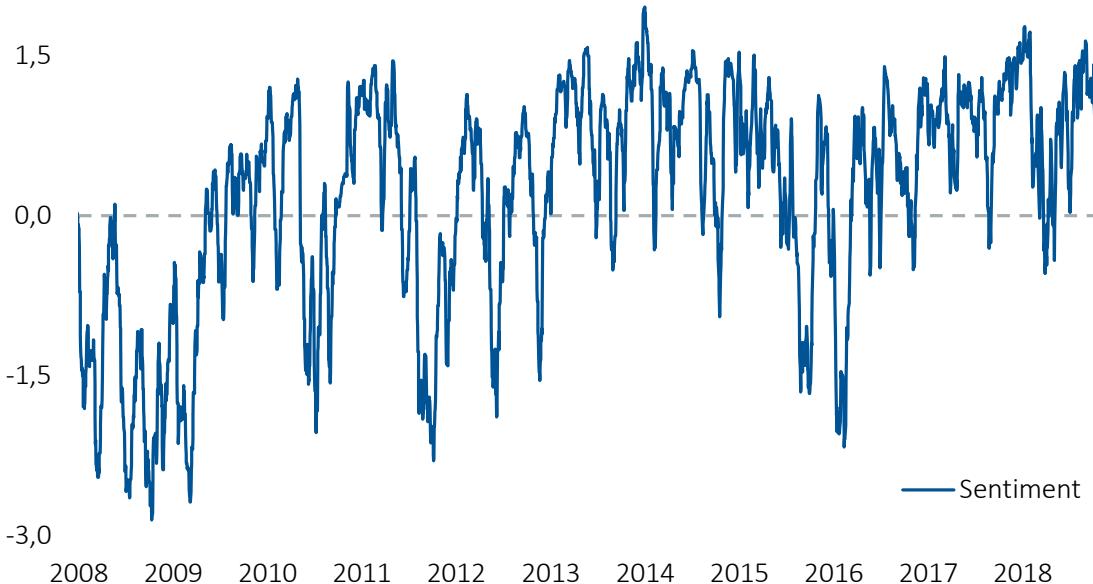
Kommentarer

Konklusjon

Globale aksjer	Vi anbefaler en tidel mindre eksponering i globale aksjer enn normalt og at vekstmarkedene utgjør omrent 1/5 av den globale aksjeporleføljen.	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 renteporteføljen	Nøytral
Kreditrisiko	Allokering på en tidel av renteporteføljen i obligasjoner med høy risiko.	Nøytral

Våre markedsdriverer - SENTIMENT

Sentimentet er en kortsiktig, kontrær markedsdriver, og det gir for tiden et positivt signal



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 følelesmessig 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.

Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til desember 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

	Prosent av tiden	Årlig realavkastning
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		6,2 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,7 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8,3 %
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	81 %	-1,1

Våre markedsdriverer - MOMENTUM

Momentum er en negativ markedsdriver



Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til desember 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

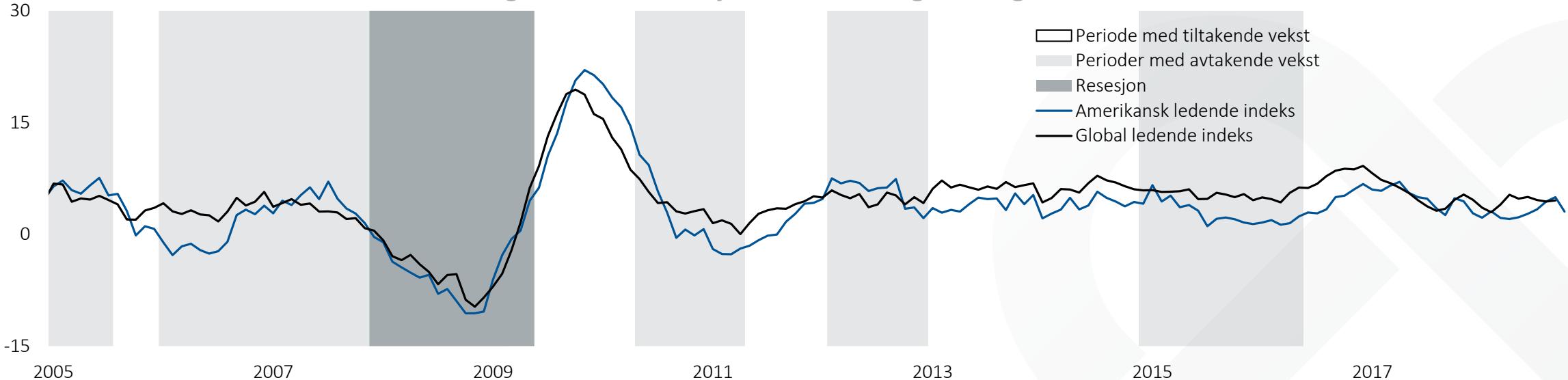
I figuren har vi benyttet MSCI's verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

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

Våre markedsdriver - KONJUNKTUR

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



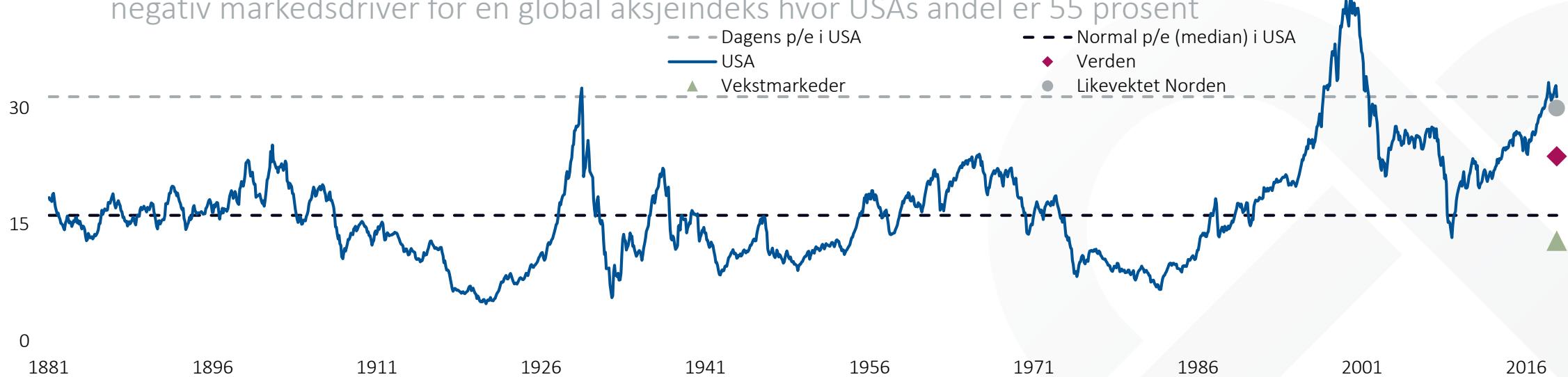
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent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