

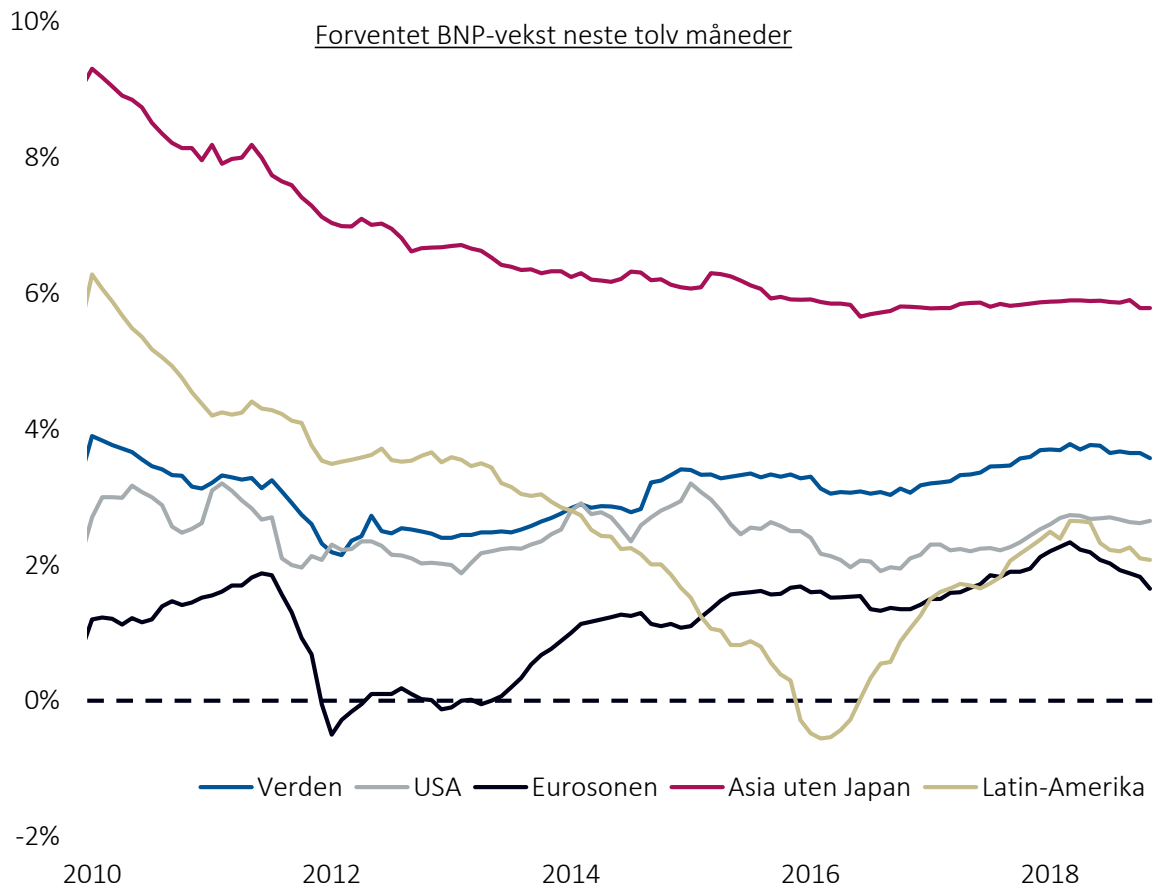
Ukesoppdatering

Uke 50

7. desember 2018



Ukens figur: Avtakende vekstforventninger



- Ledende indekser peker ned, både i USA og globalt, jf. utviklingen i figuren på side 12, og det samme gjør økonomiske vekstprognoser, jf. figuren til venstre.
- Ukens figur viser et bredt utvalg sjeføkonomers vekstprognoser for bruttonasjonalprodukt BNP neste tolv måneder i verden, USA, eurosonen, Asia uten Japan og Latin-Amerika.
- Fra figuren ser vi at det nå forventes avtakende BNP-vekst i store deler av verden.
- Vekstprognosene har avtatt gjennom 2018; risikobildet for den globale økonomien har skiftet mot mer nedside gjennom året.
- Dette risikobildet er helt i overensstemmelse med de signalene vi har fått fra ledende indekser i lang tid.
- Omslaget i forventet BNP-vekst er størst for eurosonen (svart linje) og Latin-Amerika (gullfarget linje).

Økonomiske hendelser

Tirsdag i forrige uke ble resultatene fra fjerde utgave av Norges Bank Regionalt nettverk-rapport offentliggjort. Ifølge rapporten, som bygger på en rundspørring av rundt 300 ledere fra næringslivet, er produksjonsveksten god og på linje med det som ble meldt i forrige rapport. Samtidig ventes det av de fleste næringene en høyere vekst de neste seks månedene. «Høyere aktivitet i oljesektoren, økte offentlige investeringer og digitalisering av både privat næringsliv og offentlig sektor bidrar mest til veksten. Veksten dempes av fall i boligbyggingen og svak vekst i varehandelen. Produksjonsveksten er ventet å tilta noe det neste halvåret, og utsiktene er i tråd med kontaktenes forventninger tidligere i år», skrev Norges Bank i rapporten tirsdag.

«Lønnsomme og solide banker er viktig for at norsk økonomi og det finansielle systemet skal være godt rustet til å møte eventuelle økonomiske og finansielle sjokk». Det skrev Finanstilsynet i en pressemelding onsdag, da desemberutgaven for 2018 av rapporten Finansielt utsyn ble offentliggjort. Rapporten, som har til hensikt å vurdere den finansielle stabiliteten i norsk økonomi, bemerker at utviklingen i den norske økonomien er god, men at høye

eiendomspriser, samt høy og økende gjeld i husholdningene gjør økonomien sårbar. Både historisk og sammenliknet med andre land er gjeldsbelastningen høy og bidrar til at finansielle ubalanser bygger seg opp. Gjelden vokser raskere enn inntekten i norske husholdninger og gjelden utgjør om lag 230 prosent av disponibel inntekt.

Norske boligpriser falt med 1,5 prosent fra oktober til november. Det viser bruktboligstatistikken til Eiendom Norge. Boligprisene var noe mer ned i november enn normalt og i Oslo falt boligprisene med 0,7 prosent fra oktober til november. Korrigert for sesongvariasjoner var boligprisene på landsbasis ned 0,5 prosent, hvilket innebærer at boligprisene har steget to prosent de siste tolv månedene. Oslo har den høyeste årsveksten med en oppgang på 4,7 prosent, mens Bergen har den svakeste årsveksten med et fall på 0,3 prosent.

Amerikansk sysselsetting utenfor jordbruket øke med 155 000 i november. Det viser den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten for november, som ble offentliggjort fredag. Konsensus ventet på forhånd en vekst på 198 000 sysselsatte, ifølge en undersøkelse gjennomført av Bloomberg. Samtidig viste arbeidsmarkedsrapporten at

timelønnen økte med 0,2 prosent fra oktober til november, mens årsveksten i lønninger var uendret på 3,1 prosent. Arbeidsledigheten var uendret på 3,7 prosent, hvilket er det laveste siden 1969 og var i tråd med konsensus' forventninger. Tidligere i uka som gikk kom novembertallene for bedriftstilliten i amerikansk industri (ISM Manufacturing). Her økte indeksen med 1,6 poeng fra 57,7 i oktober til 59,3 i november, hvilket var 1,8 poeng høyere enn ventet. På forhånd var det ventet en liten nedgang etter at indeksen falt i oktober.

Fredag ble oljekartellet OPEC og Russland med allierte, såkalte «non-OPEC», enige om å kutte oljeproduksjonen. Produksjonskuttet utgjør 1,2 millioner fat olje pr. dag. Medlemslandene i OPEC vil kutte 800 000 fat om dagen, mens Russland og øvrige land som har sluttet seg til avtalen fredag vil kutte resterende 400 000 fat om dagen. Avtalen kom på plass bare få dager etter at det ble klart at Qatar vil trekke seg ut av organisasjonen fra 1. januar 2019. Oljeproduksjonen i Qatar utgjør rundt 600 000 fat olje pr. dag.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

Det ble en brutal start på desember for de globale aksjemarkeder. Usikkerhet rundt globale handelsavtaler og da særlig forholdet mellom Kina og USA samt utviklingen for global økonomisk utvikling, selskapsinntjening, inflasjon og rentenivå fremover, preger markedene. Verdensindeksen MSCI ACW falt med solide 3,4 prosent sist uke og er ned 5,9 prosent for året.

Det var særlig børsene i USA som opplevde en særdeles svak uke. Den vekstselskaps- og teknologiselskapstunge Nasdaq-indeksen falt nesten fem prosent sist uke og er nå opp marginale én prosent hittil i 2018. Så sent som ultimo august var denne indeksen opp 16 prosent for året. Også de andre hovedindeksene i USA falt signifikant sist uke, der eksempelvis den brede S&P500-indeksen var ned 4,6 prosent. Det svake sentimentet og den tiltakende usikkerheten vises tydelig ved at fryktindeksen VIX steg nesten 29 prosent og er dermed mer enn doblet siden starten på året.

Også det europeiske aksjemarkedet utviklet seg svakt sist uke. MSCI Europe-indeksen falt 3,4 prosent og er nå ned 11 prosent i 2018. Svakest av de store markedene i Europa er Tyskland, der hovedindeksen i Frankfurt er ned 16,5 prosent for året etter å ha falt 4,2 prosent sist uke. Det råder stor usikkerhet i den europeiske økonomien og det skaper en viss frykt for den monetære union når Italia åpenbart sliter politisk og finansielt med å finne en retning for å oppfylle krav til maksimum budsjettunderskudd i henhold til Maastricht-avtalen. Børsene i Norden hadde heller ikke en lystig utvikling sist uke og den nordiske VINX-indeksen falt 2,8 prosent. Eneste lyspunkt var hovedindeksen i København, som steg 0,1 prosent, blant annet som følge av at aksjer som Danske Bank og Novo Nordisk holdt stand mot nedgangen for øvrig.

Børsene i de fremvoksende økonomier var relativt sett et lyspunkt sist uke. MSCI Emerging-indeksen var ned moderate 1,3 prosent, blant annet fordi det kinesiske aksjemarkedet hadde en positiv utvikling. Shanghai Composite-indeksen steg 0,7 prosent sist uke, men er fortsatt ned 21 prosent for året.

Rentemarkedet

Gjennom forrige uke var det mye uro i de globale kapitalmarkedene, både i aksje- og rentemarkedet. Etter forhandlingene mellom president Trump og Kinas leder Xi sist uke, hersker det noe usikkerhet rundt innholdet i avtalen om våpenhvile i handelskrigen mellom USA og Kina.

Det prises nå inn en nokså høy sannsynlighet, nesten 40 prosent, for at den amerikanske sentralbanken Fed ikke hever renten i 2019. Brexit-prosessen fortsatte ufortrødent; Theresa May fikk et skudd for baugen da parlamentet bestemte at de tar over forhandlingsansvaret med EU dersom dagens foreslåtte avtale blir stemt ned førstkommande tirsdag, noe som virker nokså sannsynlig.

Igjen har de globale rentemarkedene lagt en nokså urolig uke bak seg; i de fleste ledende rentemarkedene falt statsrentene sist uke. I Tyskland og USA falt renten på ti års statsobligasjoner med henholdsvis 0,06 og 0,14 prosentpoeng, til henholdsvis 0,25 og 2,85 prosent. I Italia falt tiårsrenten med 0,02 prosentpoeng til 3,12 prosent, mens svenske og norske tiårsrenter falt med henholdsvis 0,03 og 0,02 prosentpoeng, til henholdsvis 0,45 og 1,78 prosent. I Brexit-landet England falt renten med 0,05 prosentpoeng til 1,26 prosent.

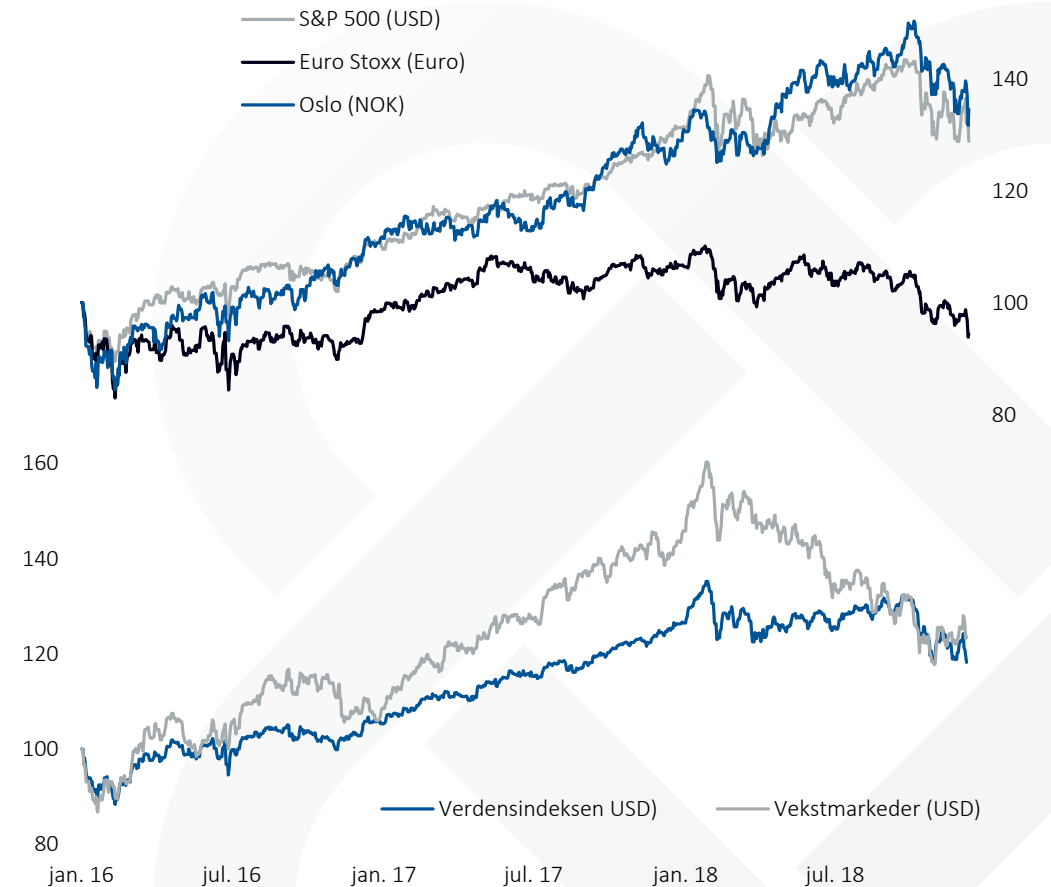
Innenfor kredittmarkedene opplevde man igjen en økning i kredittpåslagene for god og dårligere kredittkvalitet. I USA og Europa steg kredittpåslagene i markedet for god kredittkvalitet med henholdsvis 0,10 og 0,06 prosentpoeng, til henholdsvis 1,38, og 0,94 prosent. Også innen markedet for dårligere kredittkvalitet steg kredittpåslagene videre; i USA med 0,18 prosentpoeng til 4,41 prosent, mens i Europa steg de med kraftige 0,21 prosentpoeng til 4,46 prosent. Innenfor det nordiske og norske kredittmarkedet har man omsider sett en reprising i de fleste kredittpåslag, både innenfor god og dårlig kredittkvalitet i forhold til globale kredittmarkeder; i forrige uke fortsatte denne utviklingen. For eksempel har snittkredittpåslaget for norske kraftobligasjoner økte med over 0,25 prosentpoeng de siste par månedene, og ligger nå på samme nivå som i midten av 2016.

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	H1Å	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	221,8	-3,5 %	-4,9 %	-4,0 %	-2,3 %
MSCI World Index AC	NOK	1965,6	-4,7 %	-3,3 %	-2,5 %	-1,4 %
MSCI World Index	Lokal	4321,5	-3,8 %	-5,3 %	-3,3 %	-1,9 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	536,3	-1,2 %	-1,7 %	-8,9 %	-5,1 %
Dow Jones	USD	24389,0	-4,5 %	-4,9 %	-1,3 %	1,0 %
S&P 500	USD	2633,1	-4,6 %	-4,4 %	-1,5 %	0,1 %
Nasdaq	USD	6969,3	-4,9 %	-5,5 %	1,0 %	2,8 %
Nikkei 225	JPY	21678,7	-2,6 %	-2,1 %	-4,8 %	-2,2 %
Shanghai SE Comp	CNY	2605,9	0,7 %	-2,0 %	-21,2 %	-20,9 %
Hang Seng	HKD	26063,8	-1,7 %	-0,2 %	-12,9 %	-7,7 %
Euro Stoxx 600	EUR	345,5	-3,4 %	-4,7 %	-11,2 %	-10,6 %
FTSE 100	GBP	6778,1	-2,9 %	-3,7 %	-11,8 %	-7,4 %
Vinx (Norden)	NOK	368,7	-2,8 %	-2,6 %	-6,0 %	-4,3 %
OSEFX (Norge)	NOK	816,9	-2,4 %	-5,3 %	3,1 %	7,8 %
SBX (Sverige)	SEK	1102,7	-3,7 %	-5,4 %	-2,4 %	-3,2 %
HEXP (Finland)	EUR	17282,6	-1,7 %	-5,8 %	-2,3 %	-1,0 %
KAX (Danmark)	DKK	1496,3	0,1 %	-1,5 %	-3,9 %	-1,7 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	H1Å	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	23,23	28,6 %	42,0 %	110,4 %	110,8 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016



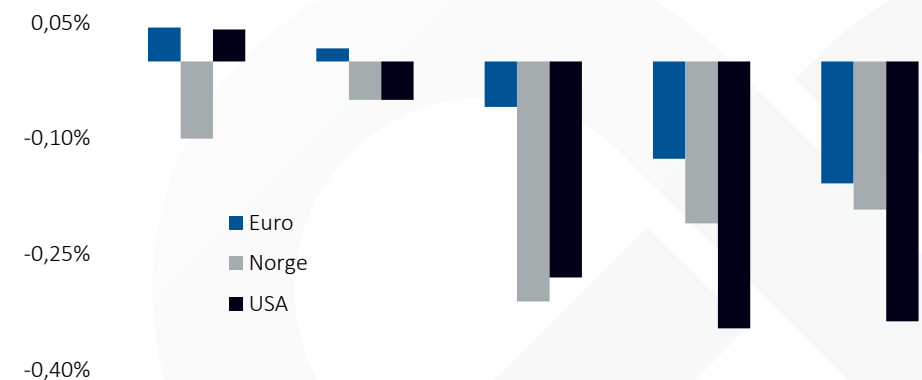
Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,77 %	2,74 %	2,60 %	1,69 %	1,54 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,32 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,25 %	1,22 %	1,16 %	0,81 %	0,81 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,32 %	-0,37 %	-0,47 %	-0,47 %	-0,61 %

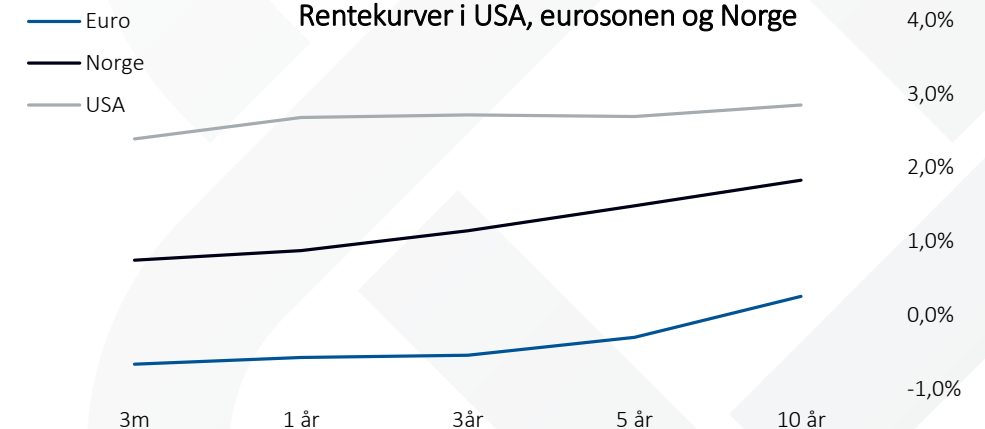
Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,81 %	0,82 %	0,84 %	0,39 %	0,36 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,28 %	1,30 %	1,45 %	0,93 %	0,87 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,51 %	1,53 %	1,69 %	1,22 %	1,13 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,39 %	2,33 %	2,34 %	1,38 %	1,27 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,69 %	2,82 %	3,04 %	2,21 %	2,14 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	2,85 %	2,97 %	3,18 %	2,41 %	2,38 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,30 %	-0,27 %	-0,18 %	-0,20 %	-0,37 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,25 %	0,31 %	0,41 %	0,43 %	0,31 %

Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	249	0,3 %	0,1 %	-1,6 %	-1,4 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	354	-0,2 %	-1,7 %	-0,7 %	-0,4 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	220	0,5 %	1,4 %	1,9 %	1,7 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	353	0,3 %	0,3 %	-4,8 %	-4,3 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	254	0,2 %	1,1 %	0,4 %	-1,0 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	243	-0,2 %	-0,9 %	-1,6 %	-2,2 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2809	0,4 %	0,4 %	-3,2 %	-2,7 %

Siste måneds endring i effektiv rente



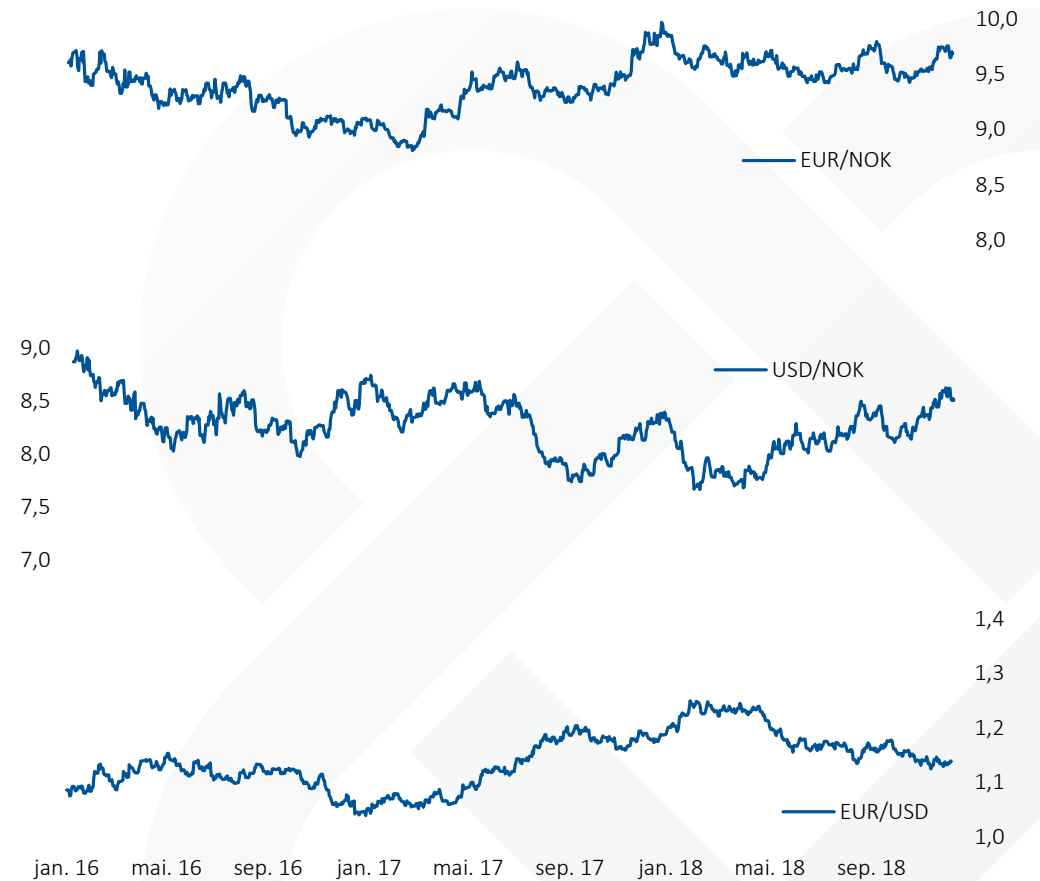
Rentekurver i USA, eurosonen og Norge



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,51	-0,9 %	0,3 %	3,7 %	2,6 %
EUR/NOK	9,68	-0,2 %	1,2 %	-1,6 %	-1,0 %
GBP/NOK	10,83	-1,0 %	-1,6 %	-2,2 %	-2,7 %
DKK/NOK	1,30	-0,2 %	1,1 %	-1,9 %	-1,3 %
SEK/NOK	0,94	-0,8 %	1,0 %	-6,3 %	-4,0 %
JPY/USD	0,01	0,9 %	1,0 %	0,0 %	0,1 %
GBP/USD	1,27	-0,1 %	-1,9 %	-5,8 %	-5,2 %
EUR/USD	1,14	0,7 %	0,8 %	-5,2 %	-3,5 %
Dollarindeks	96,51	-0,5 %	-0,4 %	4,8 %	2,9 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	105,77	-0,2 %	1,6 %	-2,3 %	-1,5 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	61,7	3,6 %	-14,4 %	-7,8 %	-0,9 %
Brent (12M)	USD	62,1	3,8 %	-13,9 %	-1,4 %	3,5 %
WTI (1M)	USD	52,6	3,3 %	-14,7 %	-12,9 %	-7,2 %
Gull	USD	1246,7	2,1 %	1,5 %	-4,6 %	-0,4 %
Aluminium (3M)	USD	1955,0	-0,2 %	-1,5 %	-13,8 %	-2,7 %
Kobber (3M)	USD	6145,0	-0,9 %	-0,1 %	-15,2 %	-6,4 %
Baltic Dry Index	USD	1372,0	11,5 %	5,2 %	0,4 %	-18,3 %

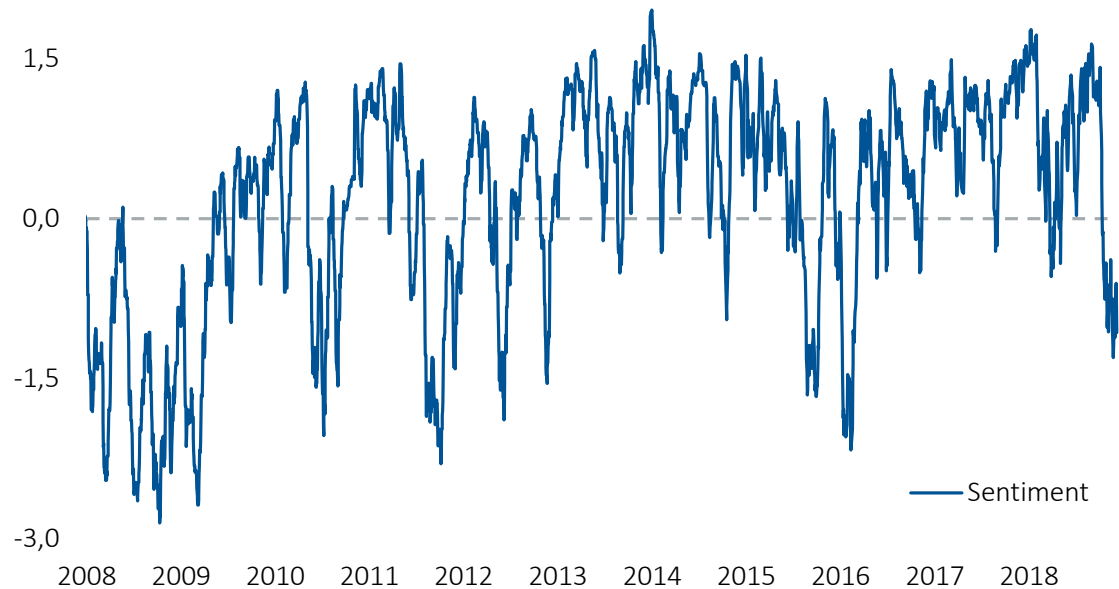


Oppsummering av ledende markedsdrivere

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 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

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.

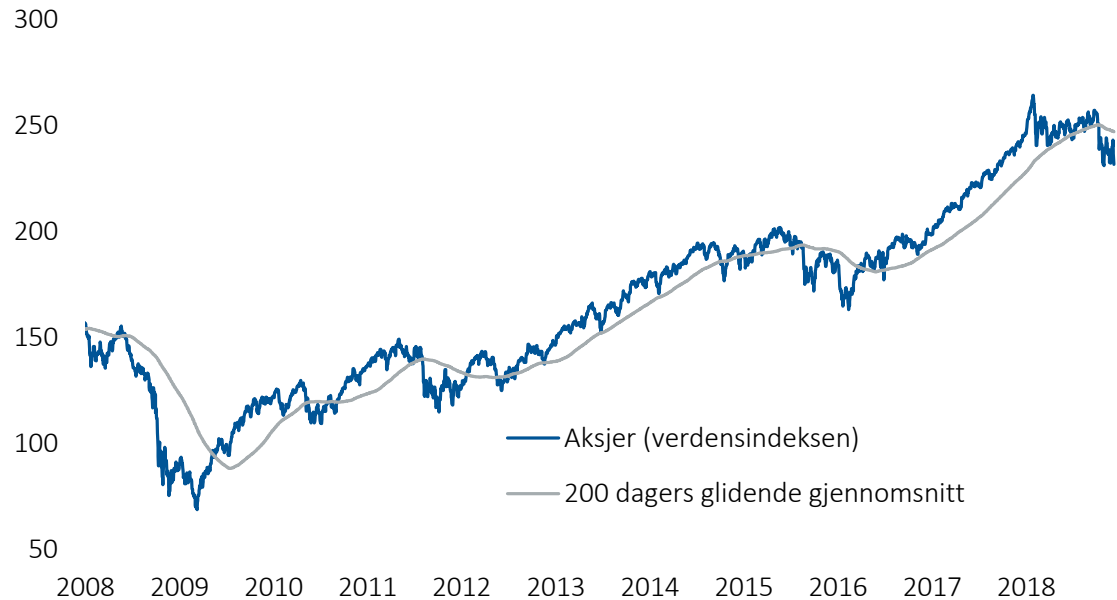
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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
	6,0 %
57 %	4,7 %
43 %	7,7 %
	Siste måling
81 %	-1,1

Våre markedsdrivere - 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 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 -7,4 prosent

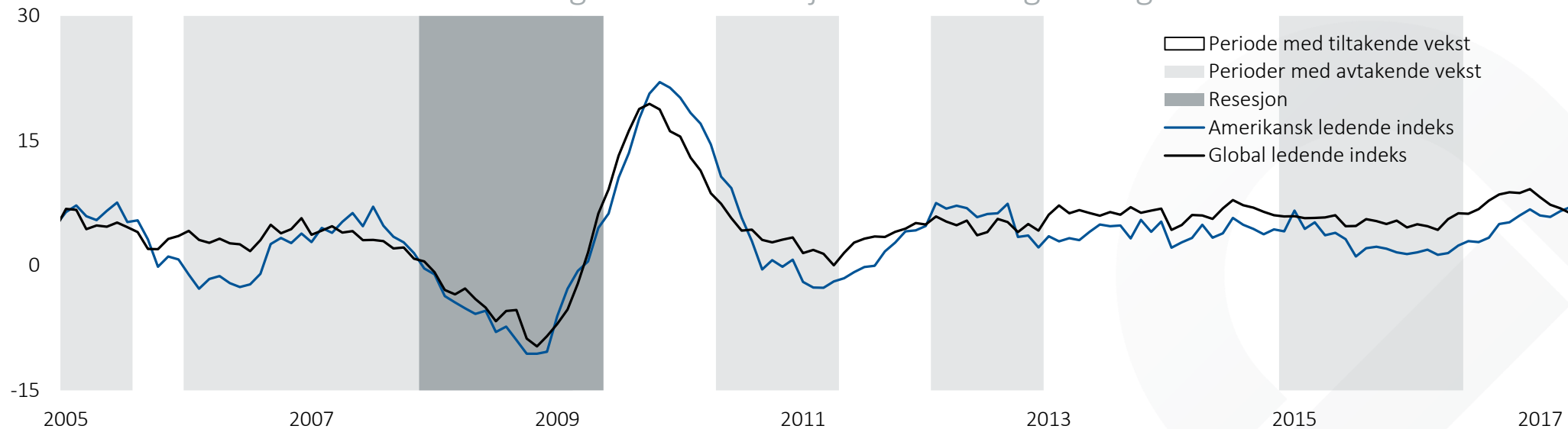
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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

Prosent av tiden	Realavkastning
	2,4 %
79 %	5,5 %
21 %	-8,3 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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



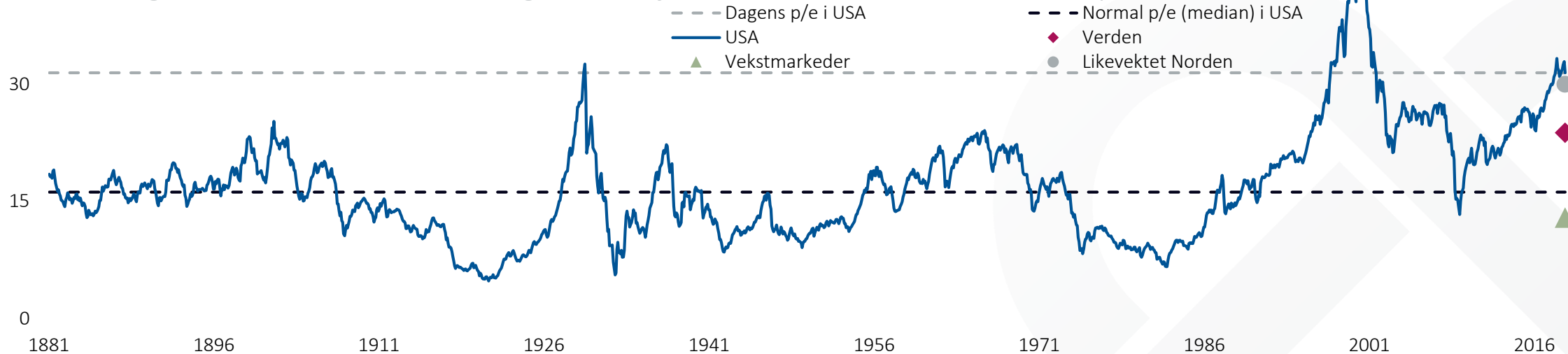
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttakten var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent 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 56 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.