

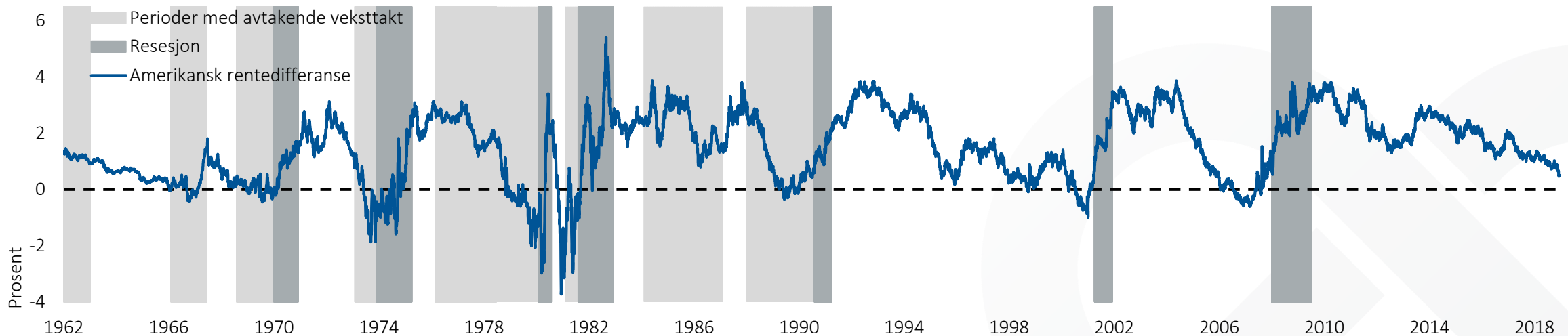
Ukesoppdatering

Uke 51

17. desember 2018



Ukens figur: Er en invertert rentekurve en god resesjonsindikator?



- Folk i finans snakker om en invertert rentekurve når den lange statsobligasjonsrenten er lavere enn den korte renten.
- Media skriver om en invertering av rentekurven som om en slik invertering var en hellig gral i spådommer om resesjon.
- Så vi reiser spørsmålet: Er en invertert rentekurve virkelig en pålitelig resesjonsindikator?
- Erfaringsvis har en invertert rentekurve vært en upålitelig resesjonsindikator; det skyldes at en invertert rentekurve har gitt falske signaler og bommet på resesjoner.
- I ukens figur har vi illustrert rentedifferansen mellom ti års og tre måneders amerikansk statsobligasjon (blå linje).
- De gråskraverte feltene markerer perioder med avtakende veksttakt (lys grå) og resesjoner (mørk grå) i den amerikanske økonomien.
- Særlig for USA og de andre G5-økonomiene har rentekurven noen ganger ikke invertert i forkant av resesjoner og andre ganger har rentekurven invertert uten en påfølgende resesjon.
- I USA, for eksempel, så inverterte ikke rentekurven før fire av de siste ti resesjonene, mens den amerikanske rentekurven inverterte i 1966 uten påfølgende resesjon.
- Ukonvensjonell pengepolitikk, ført av de største sentralbankene de siste årene, har forvridd rentekurvene, noe som gjør dem mindre pålitelige enn før kvantitative lettelsler.
- Imidlertid har en flatere rentekurve har vært konsistent med avtakende økonomisk veksttakt, som igjen signaliserer perioder med svakere avkastning.
- Vi har i over et år allerede meldt om svakere vekst i verdensøkonomien, basert på ledende indekser og ikke en løsrevet indikator som «rentekurveinvertering».

Økonomiske hendelser

Den europeiske sentralbanken ESB avslutter sine verdipapirkjøp ved utgangen av 2018. Det ble klart etter årets siste rentemøte torsdag. ESB har tidligere signalisert at de ønsket å avvikle kvantitative lettelser ved årets slutt, etter å ha kjøpt verdipapirer for mer enn 2600 milliarder euro siden mars 2015. Sentralbanken skal fortsette å reinvestere verdipapirer som forfaller i en lengre periode. ESB besluttet samtidig å holde styringsrenten uendret på null prosent og signaliserte at renten mest sannsynlig vil holdes på dagens nivå til sommeren 2019 eller lenger for å holde prisveksten like under to prosent. Etter svake nøkkeltall gjennom 2018 erkjente ESB-sjef Mario Draghi at vekstutsiktene er noe svakere fremover. Vekstanslaget for eurosone er satt til 1,7 prosent som følge av usikkerhet knyttet til geopolitiske faktorer og handelskonflikter.

Norges Bank besluttet å holde styringsrenten uendret på 0,75 prosent på torsdagens rentemøte. Samtidig presiserte sentralbanksjef Øystein Olsen at styringsrenten mest sannsynlig kommer til å bli hevet på rentemøtet i mars 2019. I forkant av rentemøtet var det knyttet mest spenning

til hva Norges Bank ville gjøre med rentebanen. Rentebanen ble justert noe ned siden forrige pengepolitiske rapport. «Prognosen for styringsrenten er lite endret, men fallet i oljeprisen og svakere vekstutsikter internasjonalt taler for en litt langsommere renteoppgang enn i forrige rapport», skriver Norges Bank i rapporten. Norges Bank viser også til at uroen i finansmarkedene kan øke hvis Storbritannia forlater EU uten en avtale på plass. Storbritannia er en viktig handelspartner og «hard brexit» vil ramme den britiske økonomien betydelig. Kombinert med svakere vekstutsikter og økt nedsiderisiko i Europa vil Norges Bank følge situasjonen nøye.

Tolv månedersveksten i underliggende inflasjon var i november høyere enn anslått av Norges Bank og på oversiden av inflasjonsmålet. Tall fra Statistisk sentralbyrå SSB viser at konsumprisene, justert for energi og avgiftsendringer, steg med 2,2 prosent fra november i fjor. Det var i hovedsak priser på mat og flyreiser som bidro til den overraskende oppgangen i konsumprisene.

Det ble også publisert inflasjonstall i Sverige og USA sist uke.

I Sverige avtok kjerneinflasjonen fra oktober og endte lavere enn ventet på 2,1 prosent. Årsveksten i amerikansk kjerneinflasjon steg som ventet til 2,2 prosent i november.

Finansdepartementet har skjerpet kravene til bankene. Finansdepartementet skrev i en pressemelding at bakgrunnen for en innstramming av kapitalkravet er at finansielle ubalanser har bygd seg opp, blant annet som følge av husholdningenes høye gjeldsbelastning og at boligprisene har steget kraftig over flere år.

I uken som kommer, rettes fokus mot årets siste rentemøter i den amerikanske sentralbanken Federal Reserve, britiske Bank of England og svenske Riksbanken. Særlig fokus rettes mot Federal Reserve etter et nylig skift i kommunikasjonen.

Markedene på 1-2-3

Aksjemarkedet

Den svake utviklingen for de globale aksjemarkeder fortsatte sist uke, dog med noen positive unntak. Sist uke var det de europeiske børsmarkeder samt deler av de asiatiske som leverte positiv avkastning. For øvrig var det rødt over hele linja. Verdensindeksen MSCI ACWI falt 1,1 prosent.

Børsene i USA var intet unntak og alle hovedindeksene falt tilbake. Den teknologi- og vekstselskapstunge Nasdaq-indeksen er nå tilnærmet flat for året etter å ha vært opp med 15-16 prosent så sent som ultimo august. Alle de andre hovedindeksene i USA er ned for året, med småselskapsindeksen Russell 2000 som den svakeste med minus 8,1 prosent. Den store og brede S&P 500-indeksen er ned 2,8 prosent hittil i 2018.

Som nevnt utviklet de europeiske børsene seg jevnt over positivt sist uke. Oslo Børs var unntaket der OSEFX-indeksen falt tilbake 1,6 prosent, hovedsakelig påvirket av den fortsatt svake oljeprisutviklingen. Prisen på nordsjøoljen falt 1,6 prosent sist uke, til tross for at OPEC+ besluttet å innføre betydelige kutt. Markedet er rett og slett i tvil om OPEC klarer å fjerne produksjonsoverskuddet ettersom den amerikanske skiferoljeproduksjonen fortsatt skyter fart, samt at det er knyttet usikkerhet til den generelle veksten i etterspørselen fremover hensyntatt den noe mer usikre vekstutviklingen for verdensøkonomien. Resten av børsene i Europa utviklet seg positivt sist uke og MSCI Europe-indeksen endte uken opp 0,5 prosent. Denne er allikevel fortsatt ned brutale 10,6 prosent for året.

Børsene i de fremvoksende økonomier hadde en noe forskjellig utvikling. MSCI Emerging-indeksen falt i underkant av en prosent, hovedsakelig trukket ned av børsmarkedene utenfor Asia. MOEX-indeksen på Moskvabørsen var en stor negativ bidragsyter med fall på 2,7 prosent. Bedre gikk det i Hong Kong, der Hang Seng-indeksen steg 0,1 prosent, men denne er fortsatt ned solide 12,8 prosent for året. Hovedindeksen på Shanghai-børsen falt moderate 0,5 prosent sist uke, men også denne lider fortsatt under sitt massive 21,6 prosent fall hittil i 2018.

Rentemarkedet

Hovedfokuset gjennom sist uke var rettet i stor grad mot den pågående brexitprosessen. Her er ikke mye avklart; statsminister May fortsetter sine anstrengelser med å få brexitavtalen godkjent i Underhuset. Ellers holdt Den europeiske sentralbank ESB rentene uendret i forrige uke. Forventningene er nå at rentene vil holde seg stabile på disse nivåene til etter sommeren 2019. Også på Norges Banks rentemøte i forrige uke ble styringsrenten som ventet holdt uendret på 0,75 prosent. Renteprognosene ble redusert noe utover i anslagsperioden som varer ut 2021, og Norges Bank forventer fem renteøkninger de neste tre årene. Bakgrunnen for nedjusteringen er lavere oljepris og lavere forventninger til renteutviklingen hos våre handelspartnere.

I de fleste internasjonale rentemarkeder var statsrentene relativt uforandret gjennom siste uke. I Sverige og Tyskland holdt renten på ti års statsobligasjoner seg uendret på henholdsvis 0,47 og 0,25 prosentpoeng, mens i USA og Norge steg renten med 0,04 prosentpoeng til henholdsvis 2,89 og 1,85 prosent. Tiårsrenten i Italia fortsatte fallet med hele 0,19 prosentpoeng til 2,94 prosent; dette på grunn av et forslag til statsbudsjett fra den italienske regjering som kommer Brussel mer i møte.

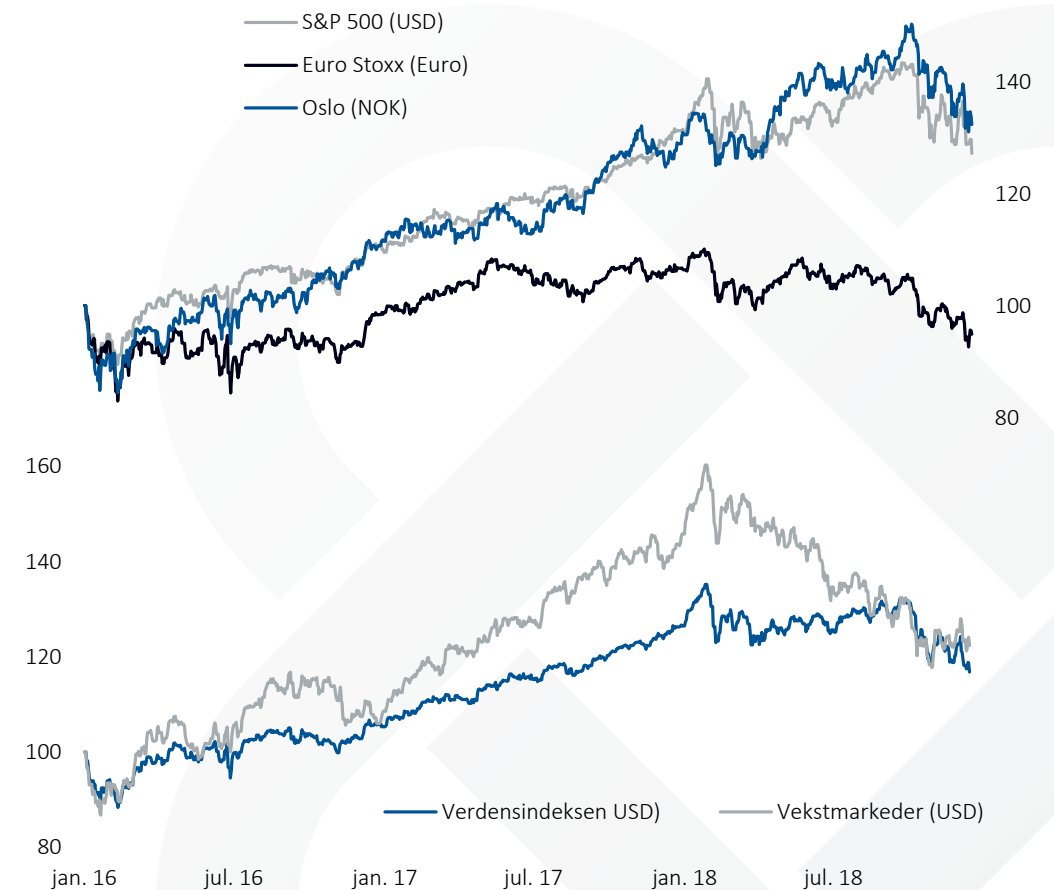
De globale kredittmarkedene roet seg noe sist uke. I Europa falt kredittpåslagene for god og dårligere kredittkvalitet med henholdsvis 0,05 og 0,10 prosentpoeng, til henholdsvis 0,89 og 4,35 prosent. I USA falt også kredittpåslagene i markedet for god og dårligere kredittkvalitet med henholdsvis 0,04 og 0,02 prosentpoeng, til henholdsvis 1,34 og 4,39 prosent. Innenfor det nordiske og norske kredittmarkedet fortsetter reprisingen i de fleste kredittpåslag, både innenfor god og dårlig kredittkvalitet i forhold til globale kredittmarkeder, dvs. at kredittpåslagene fortsetter å øke i motsetning til de internasjonale kredittpåslagene. Generelt økte norske og nordiske kredittpåslag for dårligere kreditt med omtrent 0,05 prosentpoeng; dette sammenliknet med generelt fall i globale kredittpåslag.

Aksjemarkedet

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
MSCI World Index AC	Lokal	220,0	-0,8 %	-2,9 %	-4,7 %	-3,8 %
MSCI World Index AC	NOK	1975,2	0,5 %	-1,8 %	-2,0 %	-1,6 %
MSCI World Index	Lokal	4285,2	-0,8 %	-3,3 %	-4,1 %	-3,4 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	534,5	-0,3 %	0,4 %	-9,2 %	-7,1 %
Dow Jones	USD	24100,5	-1,2 %	-3,9 %	-2,5 %	-1,7 %
S&P 500	USD	2600,0	-1,3 %	-3,8 %	-2,8 %	-2,4 %
Nasdaq	USD	6910,7	-0,8 %	-3,2 %	0,1 %	0,5 %
Nikkei 225	JPY	21374,8	-1,4 %	-2,2 %	-6,1 %	-6,1 %
Shanghai SE Comp	CNY	2593,7	-0,5 %	-1,5 %	-21,6 %	-21,5 %
Hang Seng	HKD	26094,8	0,1 %	1,7 %	-12,8 %	-10,7 %
Euro Stoxx 600	EUR	347,2	0,5 %	-4,2 %	-10,8 %	-11,1 %
FTSE 100	GBP	6845,2	1,0 %	-2,7 %	-11,0 %	-8,7 %
Vinx (Norden)	NOK	376,5	2,1 %	-0,4 %	-4,0 %	-4,3 %
OSEFX (Norge)	NOK	803,9	-1,6 %	-5,0 %	1,4 %	4,0 %
SBX (Sverige)	SEK	1117,8	1,4 %	-2,0 %	-1,1 %	-3,1 %
HEXP (Finland)	EUR	17635,5	2,0 %	-3,3 %	-0,3 %	-0,2 %
KAX (Danmark)	DKK	1509,5	0,9 %	-1,0 %	-3,0 %	-1,5 %

Risiko	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
VIX (Volatilitetsindeks for aksjer)	USD	21,63	-6,9 %	1,8 %	95,9 %	112,5 %

Aksjemarkedet indeksert til 100 den 1. januar 2016



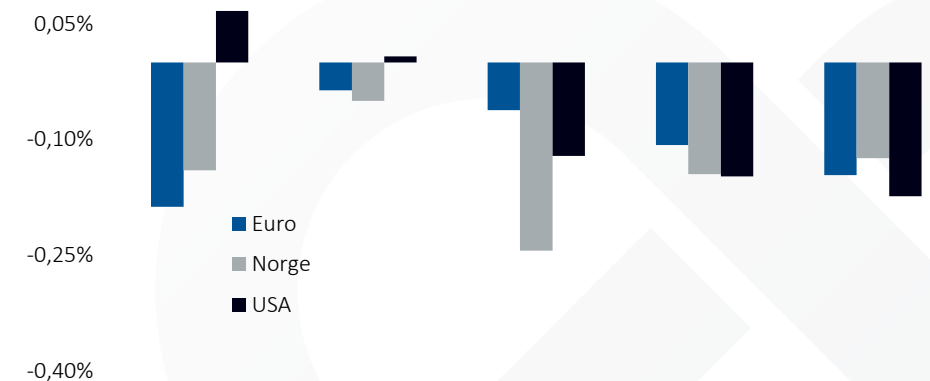
Obligasjonsmarkedet

Interbank (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USA LIBOR 3M	USD	2,78 %	2,77 %	2,63 %	1,69 %	1,60 %
EUR EURIBOR 3M	EUR	-0,31 %	-0,32 %	-0,32 %	-0,33 %	-0,33 %
Norge NIBOR 3M	NOK	1,30 %	1,28 %	1,23 %	0,81 %	0,83 %
Sverige STIBOR 3M	SEK	-0,22 %	-0,29 %	-0,46 %	-0,47 %	-0,58 %

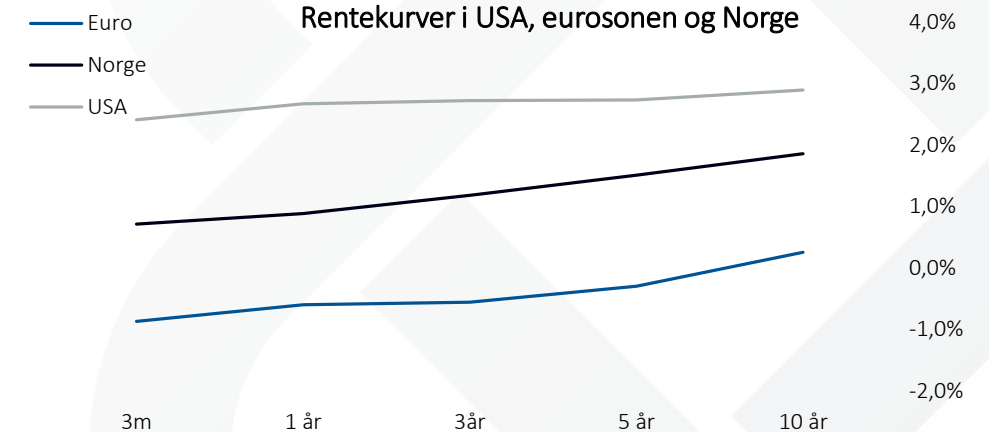
Statsrenter (effektive renter)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,81 %	0,81 %	0,85 %	0,39 %	0,27 %
3 års stat Norge (ST4X)	NOK	1,34 %	1,30 %	1,42 %	0,93 %	0,88 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	1,56 %	1,53 %	1,65 %	1,22 %	1,16 %
Amerikansk statsrente 3M	USD	2,41 %	2,37 %	2,34 %	1,38 %	1,31 %
Amerikansk statsrente 5Å	USD	2,73 %	2,71 %	2,88 %	2,21 %	2,15 %
Amerikansk statsrente 10Å	USD	2,89 %	2,86 %	3,06 %	2,41 %	2,35 %
Tysk statsrente 5Å	EUR	-0,30 %	-0,28 %	-0,23 %	-0,20 %	-0,34 %
Tysk statsrente 10Å	EUR	0,25 %	0,25 %	0,37 %	0,43 %	0,30 %

Andre rentepapirer (indeks)	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	250	0,3 %	0,6 %	-1,3 %	-1,5 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	355	0,2 %	-0,6 %	-0,4 %	-0,2 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	220	0,0 %	1,3 %	2,1 %	1,8 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	355	0,5 %	1,2 %	-4,4 %	-4,3 %
EUR Sovereign Bond Index	EUR	255	0,1 %	1,5 %	0,7 %	-0,4 %
EUR IG Corporate Bond Index	EUR	244	0,3 %	-0,1 %	-1,3 %	-1,8 %
USD IG Corporate Bond Index	USD	2819	0,4 %	0,9 %	-2,9 %	-2,9 %

Siste måneds endring i effektiv rente



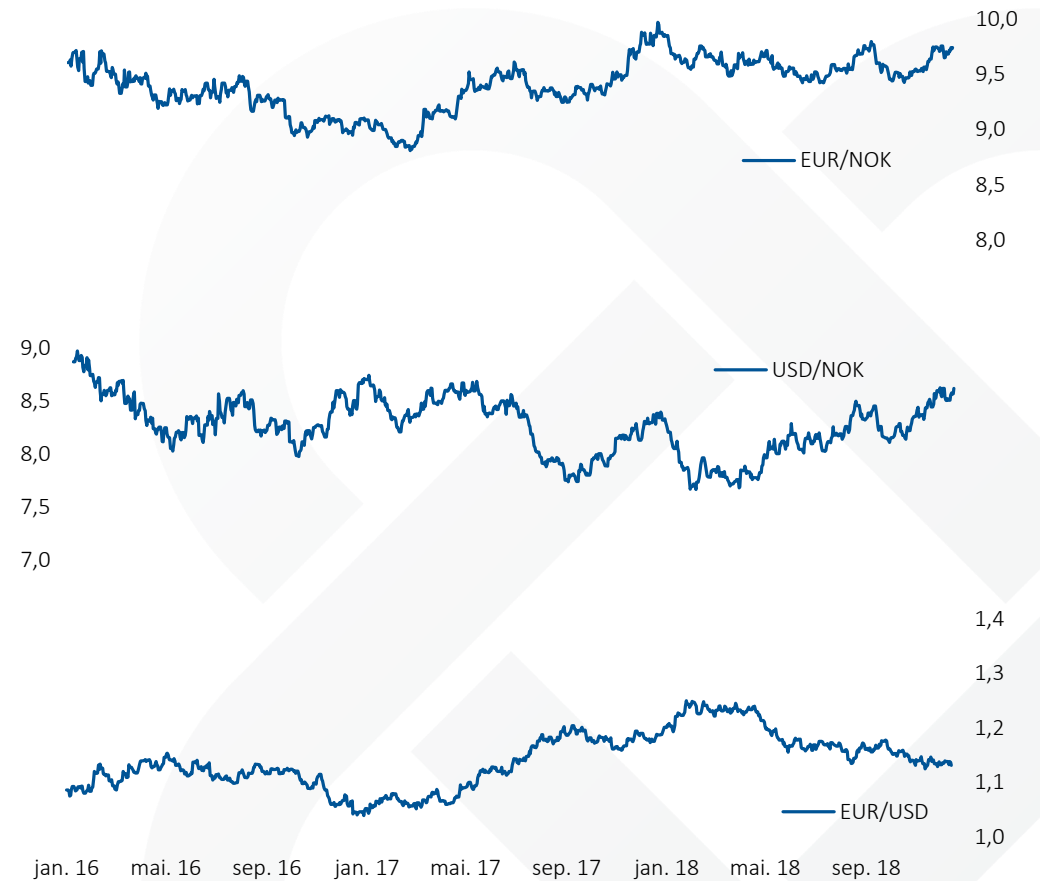
Rentekurver i USA, eurosonen og Norge



Valutamarkedet

Valutakurs	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
USD/NOK	8,62	0,7 %	2,1 %	5,0 %	4,1 %
EUR/NOK	9,74	0,6 %	1,4 %	-1,0 %	-0,2 %
GBP/NOK	10,84	1,3 %	0,5 %	-2,1 %	-2,5 %
DKK/NOK	1,31	0,6 %	1,4 %	-1,3 %	-0,4 %
SEK/NOK	0,95	1,2 %	1,5 %	-5,3 %	-3,3 %
JPY/USD	0,01	-0,1 %	-0,4 %	-0,6 %	-0,9 %
GBP/USD	1,26	0,6 %	-1,5 %	-6,9 %	-6,3 %
EUR/USD	1,13	-0,1 %	-0,6 %	-5,8 %	-4,1 %
Dollarindeks	97,44	-0,1 %	0,7 %	5,8 %	4,2 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	106,18	0,8 %	1,3 %	-2,0 %	-1,2 %

Råvarer	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd
Brent (1M)	USD	60,3	0,4 %	-8,8 %	-9,9 %	-4,8 %
Brent (12M)	USD	60,9	-1,9 %	-9,0 %	-3,3 %	1,6 %
WTI (1M)	USD	51,2	-2,7 %	-9,0 %	-15,3 %	-10,2 %
Gull	USD	1239,8	-0,5 %	2,6 %	-5,1 %	-1,2 %
Aluminium (3M)	USD	1926,0	-1,5 %	-0,9 %	-15,1 %	-6,0 %
Kobber (3M)	USD	6131,5	-0,2 %	0,7 %	-15,4 %	-9,7 %
Baltic Dry Index	USD	1401,0	2,1 %	38,9 %	2,6 %	-16,0 %

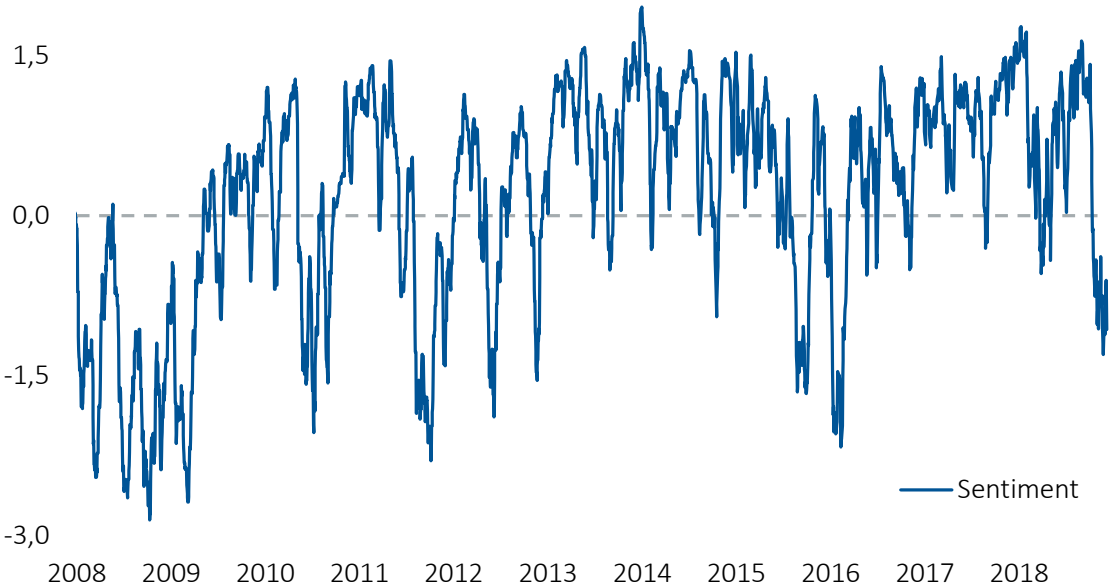


Oppsummering av ledende markedsdrivere

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.

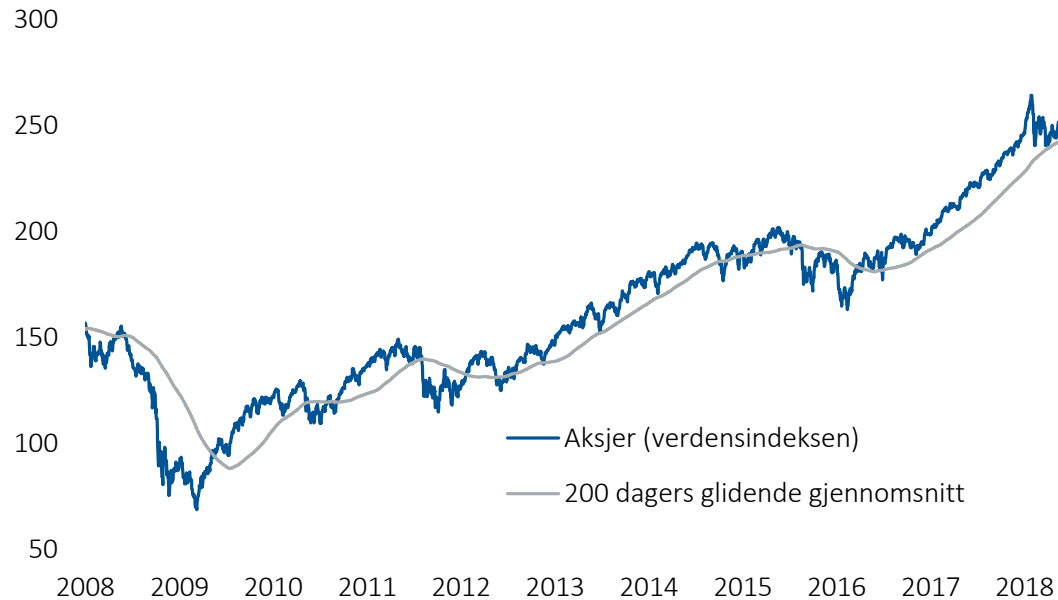
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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
	5,9 %
57 %	4,9 %
43 %	7,3 %
	Siste måling
85 %	-1,3

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.

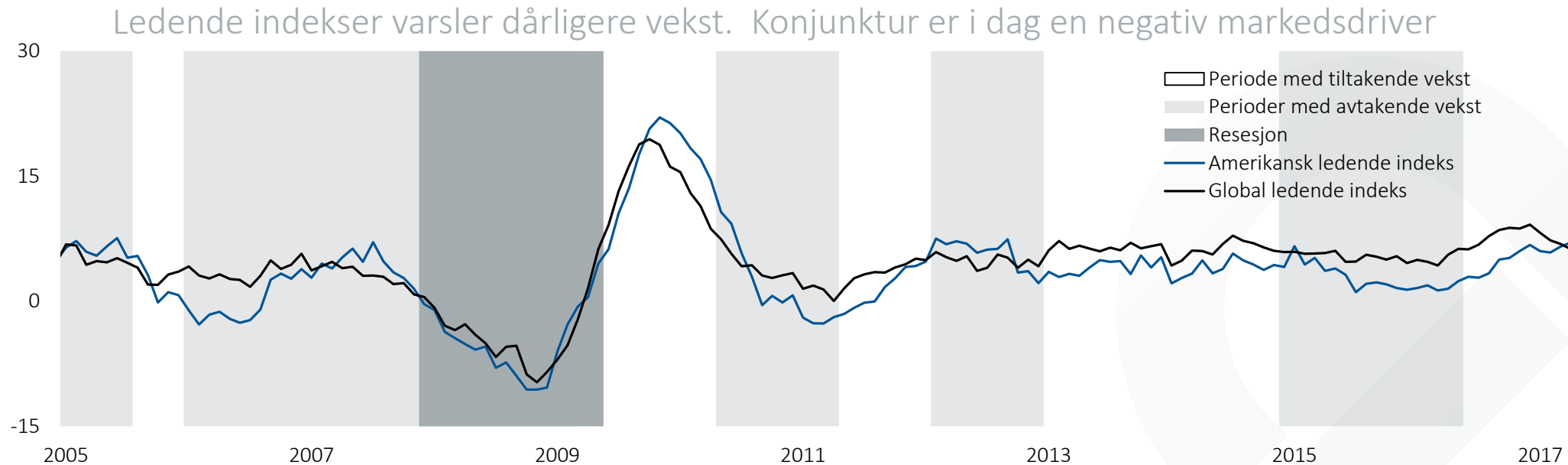
Når momentum har vært positivt, har verdensindeksen fra 1997 og frem til i dag gitt en annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning på 5,5 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på -7,4 prosent

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 %	-8,5 %

Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR



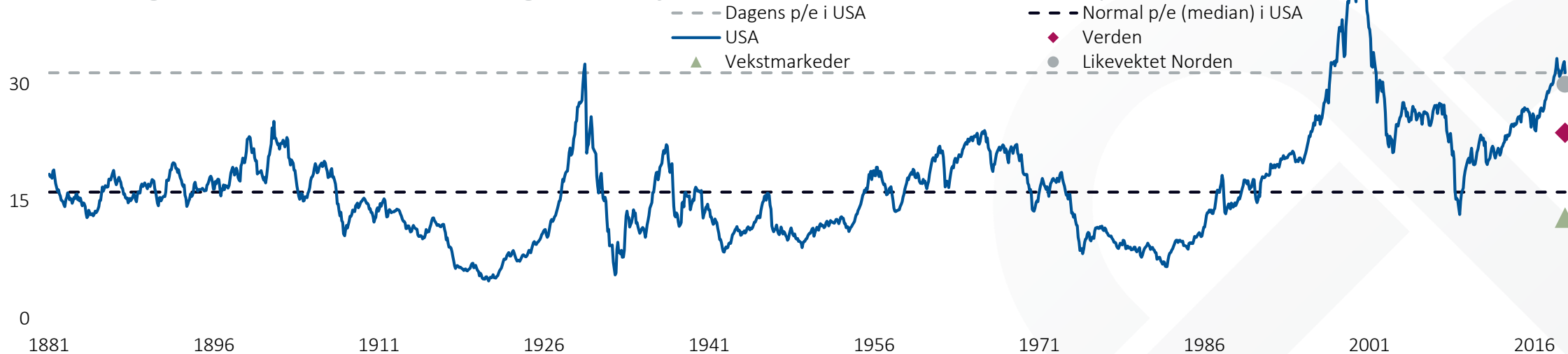
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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