

Ukesoppdatering

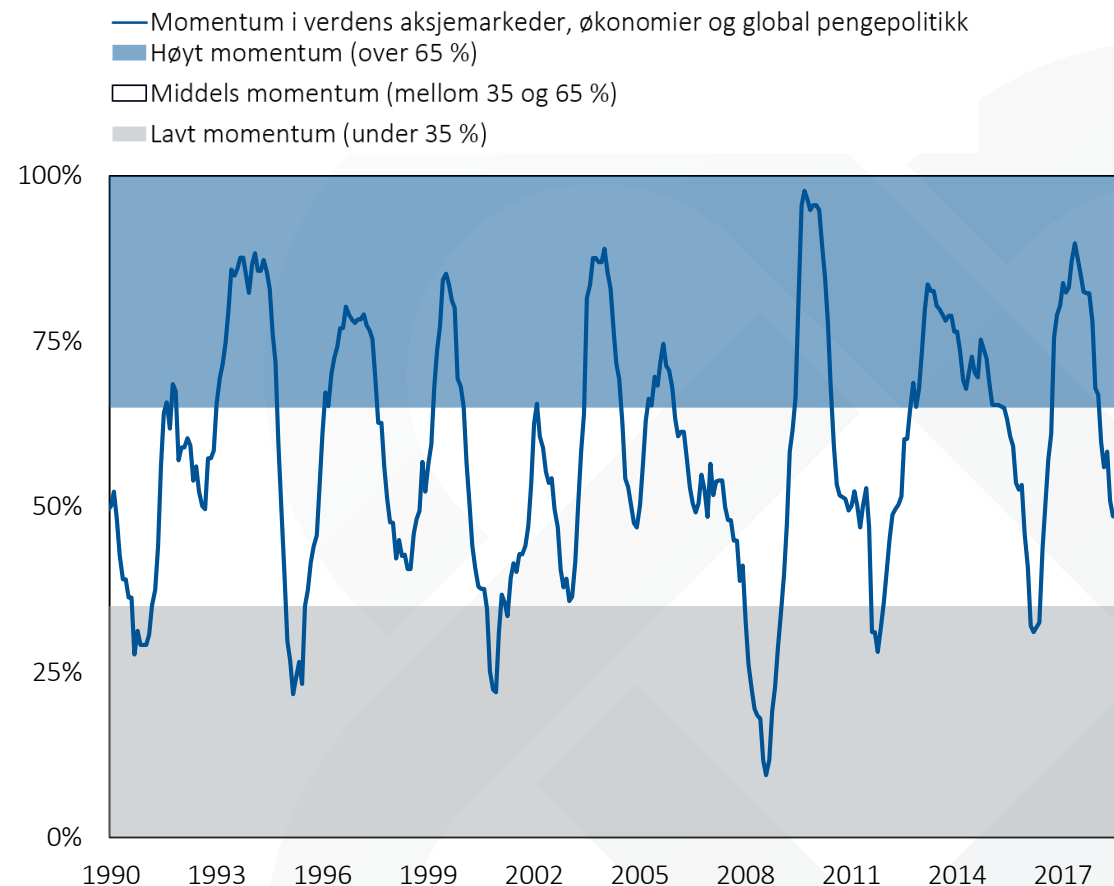
Uke 3

14. januar 2019



Ukens figur: Det viktige skiftet i momentum på tvers av markedsdrivere

- I ukens figur har vi illustrert momentum i verdens aksjemarkeder, økonomier og global pengepolitikk (blå linje).
- Momentumlinjen representerer gjennomsnittet av andelen land med tiltakende momentum i aksjemarkedet, andelen land med tiltakende økonomisk veksttakt og andelen sentralbanker med stimulerende pengepolitikk.
- Det blåskraverte feltet indikerer høyt momentum, det vil si når gjennomsnittlig momentum i verdens aksjemarkeder, økonomier og global pengepolitikk er over 65 prosent.
- Det gråskraverte feltet indikerer lavt momentum, det vil si når gjennomsnittet er under 35 prosent.
- I perioder med høyt momentum (over 65 prosent) har globale aksjer gitt en realavkastning på 19 prosent.
- I perioder med lavt momentum (under 35 prosent) har globale aksjer gitt en realavkastning på minus 13 prosent.
- I perioder med middels momentum (mellom 35 og 65 prosent) har globale aksjer gitt en realavkastning på 3 prosent.
- Gjennom 2017 begynte å nå momentum i verdens økonomier, aksjemarkeder og global pengepolitikk en viktig topp; deretter har momentum mattet av og signalisert økt risiko.
- I november 2018 falt momentum i verdens aksjemarkeder, økonomier og global pengepolitikk under 35 prosent.



Økonomiske hendelser

I starten av 2018 fyrte den globale økonomien på alle sylindere, men farten avtok i løpet av året som gikk. Økte handelsspenninger, svakere produksjon og stigende renter i økonomier i vekst trekkes frem som årsaker til svakere veksttakt i den globale økonomien. Det skriver Verdensbanken i sin siste utgave Global Economic Prospects. Stigende renter vil føre til ytterligere press på finansmarkedene, spesielt for land med en voksende økonomi og selskaper som lånte mye penger da rentene var lave etter finanskrisen. Flere av disse lånene må refinansieres med høyere rente. Ifølge Verdensbanken vil verdens samlede bruttonasjonalprodukt vokse med 2,9 prosent i år og 2,8 prosent i 2020. Det er noe lavere enn tidligere anslått. I juni-rapporten ventet Verdensbanken en vekst på 3,0 prosent i 2019. Amerikansk økonomi er ventet å vokse med 2,5 prosent inneværende år, nedjustert fra 2,9 prosent. Neste år svekkes veksten ytterligere til 1,7 prosent, ifølge prognosene fra Verdensbanken. Prognosene for den kinesiske økonomien er nedjustert fra 6,5 til 6,2 prosent, mens prognosene for eurosonen er nedjustert fra 1,9 til 1,6 prosent.

Referatet fra Federal Reserves rentemøte den 18. og 19. desember, da de hevet styringsrenten til 2,25-2,50 prosent, ble publisert sist uke. Referatet bekreftet at sentralbanken ønsker å gå mer forsiktig frem med pengepolitikken som følge av den siste tids uro i finansmarkedene og økt usikkerhet globalt, samt fravær av et betydelig inflasjonspress. Siste tall for amerikansk inflasjon, som ble offentliggjort den 11. januar, viste at kjerneinflasjonen i USA steg med 0,2 prosent i desember, noe som gir uendret årsvekst på 2,2 prosent. Dollarstyrkelsen gjennom fjoråret og lavere energipriser har lagt et negativt press på amerikansk prisvekst, som igjen kan gi Federal Reserve rom til å utsette fremtidige rentehevinger om det skulle bli nødvendig.

Årsveksten i norske konsumpriser endte på 3,5 prosent fra desember 2017 til desember 2018. Det viser tall fra Statistisk sentralbyrå som ble publisert torsdag. De siste tolv månedene var det strømprisene som bidro mest til oppgangen med en økning på nesten 30 prosent inkludert nettleie. Uten energivarer og justert for avgiftsendringer

endte prisveksten på 2,1 prosent i året som gikk. Den siste tiden har inflasjonen utviklet seg sterkere enn ventet av Norges Bank, som anslo en årsvekst i underliggende priser på 1,9 prosent i desember.

Nedstengingen av det amerikanske statsapparatet, som ble iverksatt den 22. desember, ble sist uke den lengste i amerikansk historie. 800 000 offentlige ansatte er rammet av nedstengingen, som er et resultat av at president Donald Trump ikke har kommet til enighet med kongressen om å inkludere 5,7 milliarder dollar til bygging av mur på grensen til Mexico. Sentralbanksjef Jerome Powell advarte mot at den amerikanske økonomien kan ta skade av nedstengingen dersom den fortsetter fremover. Offentlig ansatte utgjør om lag 1,5 prosent av arbeidsstyrken i USA og de 800 000 arbeiderne som ikke fikk lønn utbetalt sist uke, utgjør ca. en tredjedel av disse.

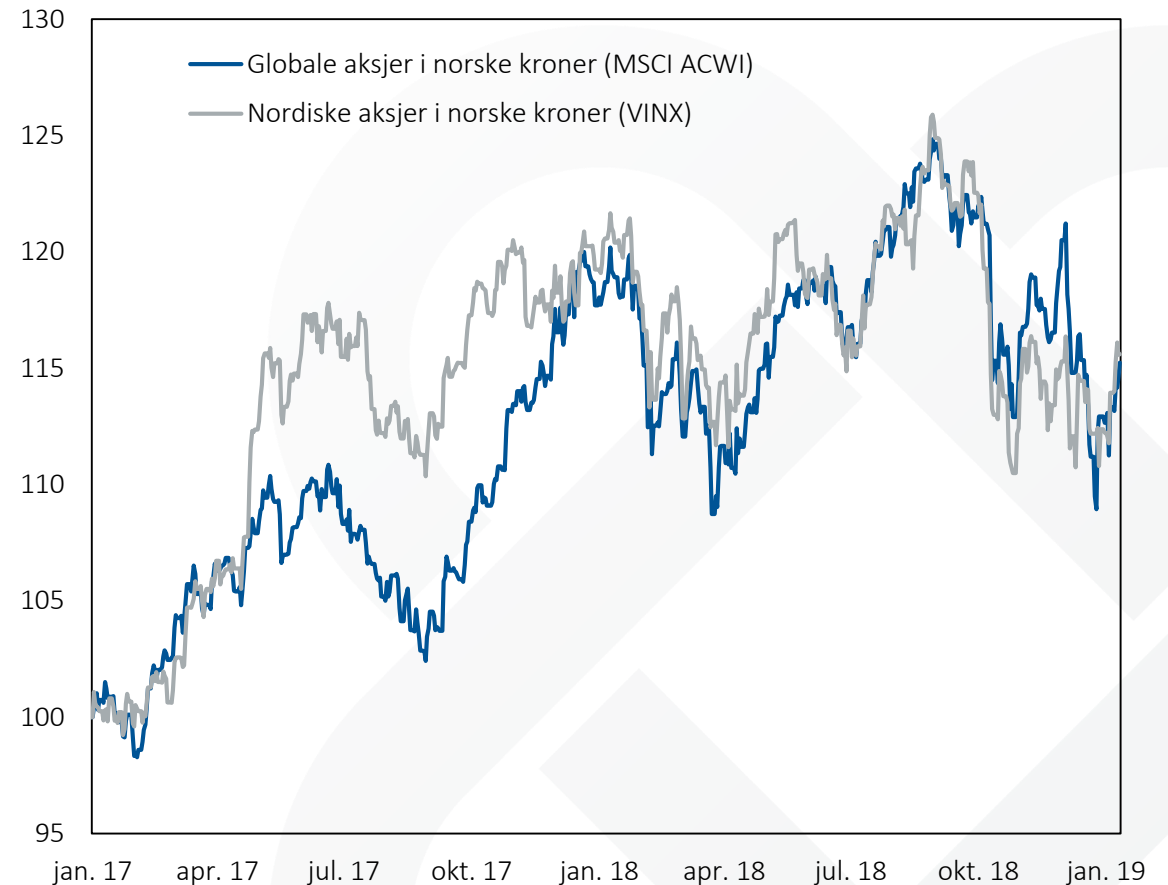
Aksjemarkedet

Verdens børsmarkeder fortsatte sin oppgang sist uke og har dermed hatt en solid start på året. Verdensindeksen MSCI ACWI er opp nesten fire prosent på to uker. Oppgangen er nesten like stor i alle regioner og alle de store enkeltmarkeder er i pluss.

Børsene i USA har, som det meste annet, hatt en solid oppgang hittil i år og sist uke var intet unntak. Småselskapsindeksen Russell 2000 ledet an med en oppgang på 4,8 prosent, mens den brede S&P 500-indeksen steg 2,5 prosent. Den store interessen for aksjeinvesteringer og den økte risikoappetitten vises ved at fryktindeksen VIX falt ytterligere sist uke og er nå ned mer enn 28 prosent på to uker.

De europeiske børsmarkedene viste også god utvikling sist uke, med en oppgang for MSCI Europe-indeksen på 1,5 prosent. Alle de store børsene var i pluss, men oppgangen var jevnt over noe sterkere i den nordiske regionen. Stockholmsbørsen ledet an i Norden, med en oppgang på 2,5 prosent. Hittil i år er det derimot Helsinki-børsen og Oslo Børs som leder an med oppgang på henholdsvis 5,7 og 5,4 prosent. For sistnevnte er det nærliggende å tro at en oppgang for prisen på Nordsjøoljen på over 12 prosent hittil i år er faktoren som driver markedet mest. Olje- og oljeserviceaksjene har utviklet seg best innen OSEFX-indeksen.

Børsene innen de fremvoksende økonomier viser også styrke. MSCI Emerging-indeksen steg 3,8 prosent sist uke og er opp omtrent tilsvarende for året. Etter et meget svakt 2018 er det særlig positivt å se at også hovedindeksen i Shanghai henger bra med hittil i år, med en oppgang på 2,4 prosent. Best er igjen Ibovespa-indeksen i Sao Paulo, som fortsetter sin meget solide utvikling fra andre halvår i 2018 og er opp hele 6,6 prosent i løpet av årets første 2 uker. Vi går nå inn i en periode med selskapsrapporteringer og det er sannsynlig at dette samt en fortsatt fragil geopolitisk situasjon globalt, vil kunne skape noe mer usikkerhet.

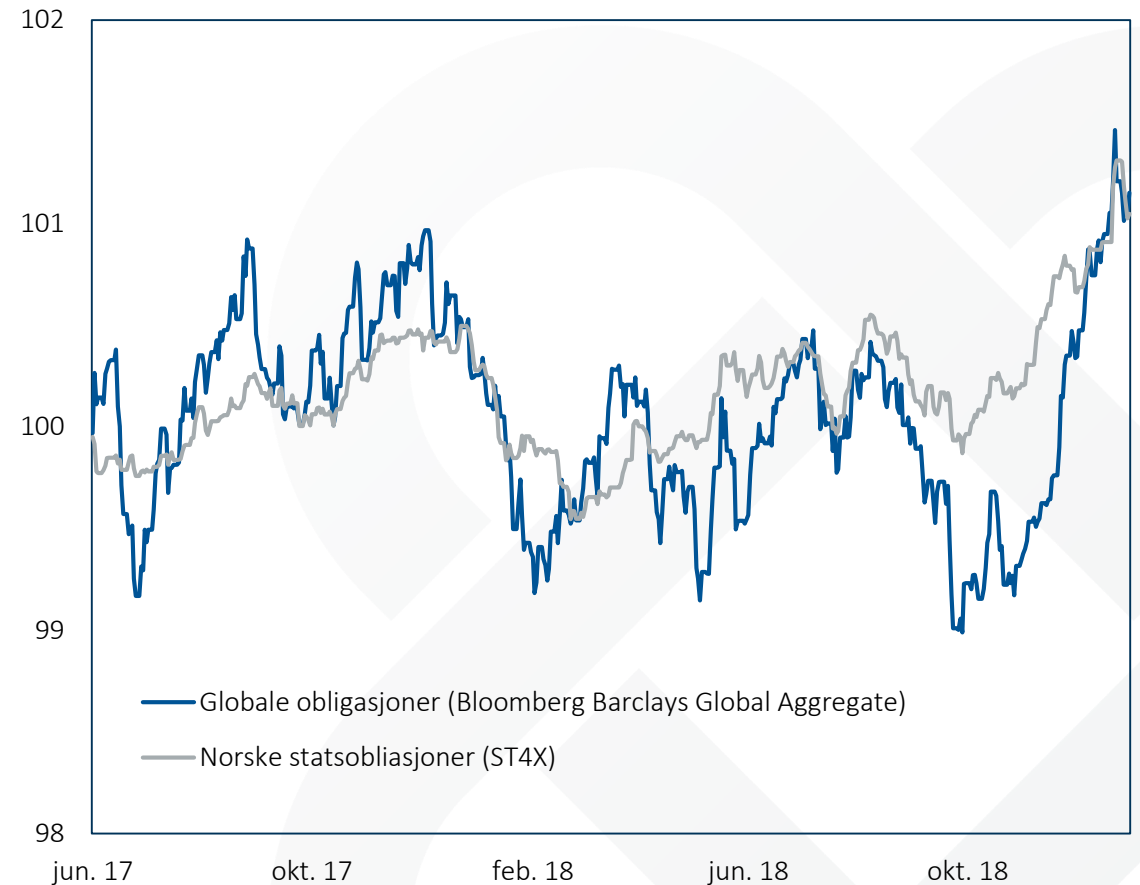


Rentemarkedet

Gjennom forrige uke fortsatte bekymringene i rentemarkedet rundt svakere global økonomisk vekst, strammere finansielle forhold samt fravær av likviditet i markedene; alt dette gir fallende forventninger om normalisering av rentenivå fra sentralbankene samtidig som det gir grobunn for resesjonsfrykt. Av økonomiske nøkkeltall ble det rapportert kjerne-KPI i USA i forrige uke på 0,2 prosent på månedlig basis og totalt 2,2 prosent på årlig basis. Dette er fortsatt nokså lav inflasjon, noe som også understøtter forventninger til at den amerikanske sentralbanken Federal Reserve holder rentene uendret gjennom 2019. Markedet priser fortsatt uendrede til fallende styringsrenter gjennom 2019 med omtrent 89 prosents sannsynlighet, basert på Bloombergs beregninger. Ellers ble norske inflasjonstall for desember også rapportert i forrige uke; disse var høyere enn ventet på 2,1 prosent på årsbasis, og vil nok gi Norges Bank grunn til å heve rentene i mars.

Ellers var det ikke så store bevegelser i de fleste internasjonale rentemarkedene gjennom forrige uke. I USA og Tyskland økte renten på ti års statsobligasjoner med 0,03 prosentpoeng, til henholdsvis 2,70 og 0,24 prosent. I Sverige og England var rentene uendrede, mens i Norge steg renten med 0,09 prosentpoeng til 1,76 prosent.

Det var først og fremst i de globale kredittmarkedene at markedsbevegelsene var relativt store. De store økningene i kredittpåslag i markedet for dårligere kredittkvalitet de siste ukene av 2018 ble mye reversert i forrige uke. I USA falt kredittpåslagene i markedet for dårligere kredittkvalitet med 0,44 prosentpoeng til 4,52 prosent, mens for god kredittkvalitet falt kredittpåslaget med 0,07 prosentpoeng til 1,42 prosent. Også i Europa falt kredittpåslagene for dårligere kredittkvalitet; her med 0,28 prosentpoeng til 4,41 prosent. I det nordiske og norske kredittmarkedet var det mindre endringer i de fleste kredittpåslag.



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	1973,2	1,7 %	-1,0 %	2,3 %	-3,2 %	28,5 %
MSCI World Index AC	Lokal	220,6	2,7 %	-1,1 %	3,5 %	-7,3 %	33,1 %
MSCI World Index	Lokal	4287,5	2,6 %	-1,4 %	3,6 %	-7,0 %	32,1 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	544,4	3,5 %	1,5 %	2,9 %	-10,1 %	42,6 %
Vinx (Norden)	NOK	380,3	1,4 %	0,8 %	3,0 %	-4,4 %	19,1 %
OSEFX (Norge)	NOK	817,0	1,8 %	-0,1 %	5,4 %	0,3 %	48,2 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,4 %	0,2 %	0,6 %	0,3 %	-0,4 %	11,3 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,8 %	1,7 %	1,3 %	2,5 %	-0,1 %	26,0 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,0 %	0,8 %	0,1 %	3,3 %	8,4 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,4 %	0,1 %	1,8 %	1,6 %	-2,7 %	17,7 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	0,9 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,4 %	-0,3 %	0,7 %	0,3 %	1,1 %	2,8 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd	
USD/NOK	8,54	-0,9 %	-0,3 %	-1,3 %	6,5 %	-4,4 %	
EUR/NOK	9,79	-0,3 %	0,5 %	-1,2 %	1,4 %	0,8 %	
Handelsvektet kronkurs (I44)	106,34	-1,2 %	0,4 %	-1,8 %	-0,2 %	-3,5 %	
European Crude Dated Brent Spot	USD	59,81	5,7 %	1,1 %	12,5 %	-13,8 %	101,8 %
Industrielle råvarepriser (JoC-ECRI)	USD	92,41	-1,1 %	-6,1 %	-1,4 %	-16,5 %	13,9 %

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 inn 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

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.

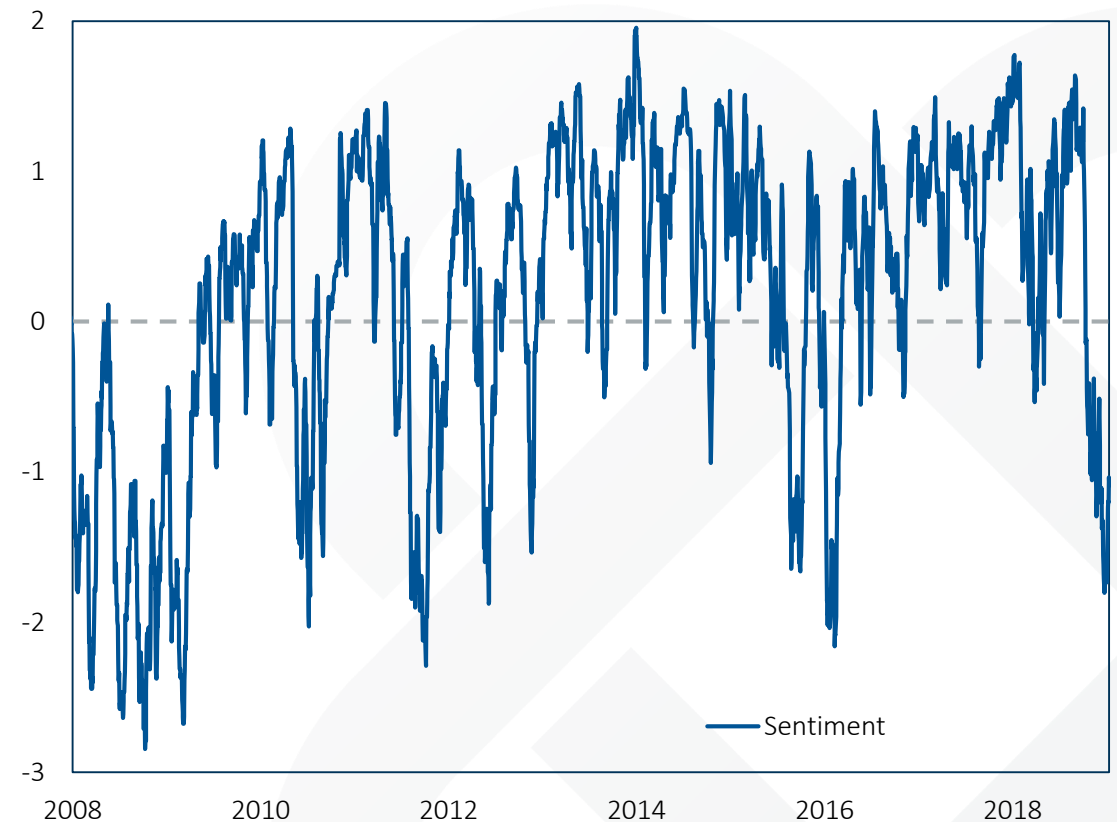
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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.

Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til januar 2019

	Prosent av tiden	Årlig realavkastning
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		5,9 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,7 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	8 %
		Siste måling
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	82 %	-1,1

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



Våre markedsdrivere - MOMENTUM

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 -8,1 prosent

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

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

Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1998 til januar 2019

	Prosent av tiden	Realavkastning
Årlig realavkastning i globale aksjer		2,4 %
Årlig realavkastning når momentum er tiltakende	79 %	5,5 %
Årlig realavkastning når momentum er avtagende	21 %	-8,1 %

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

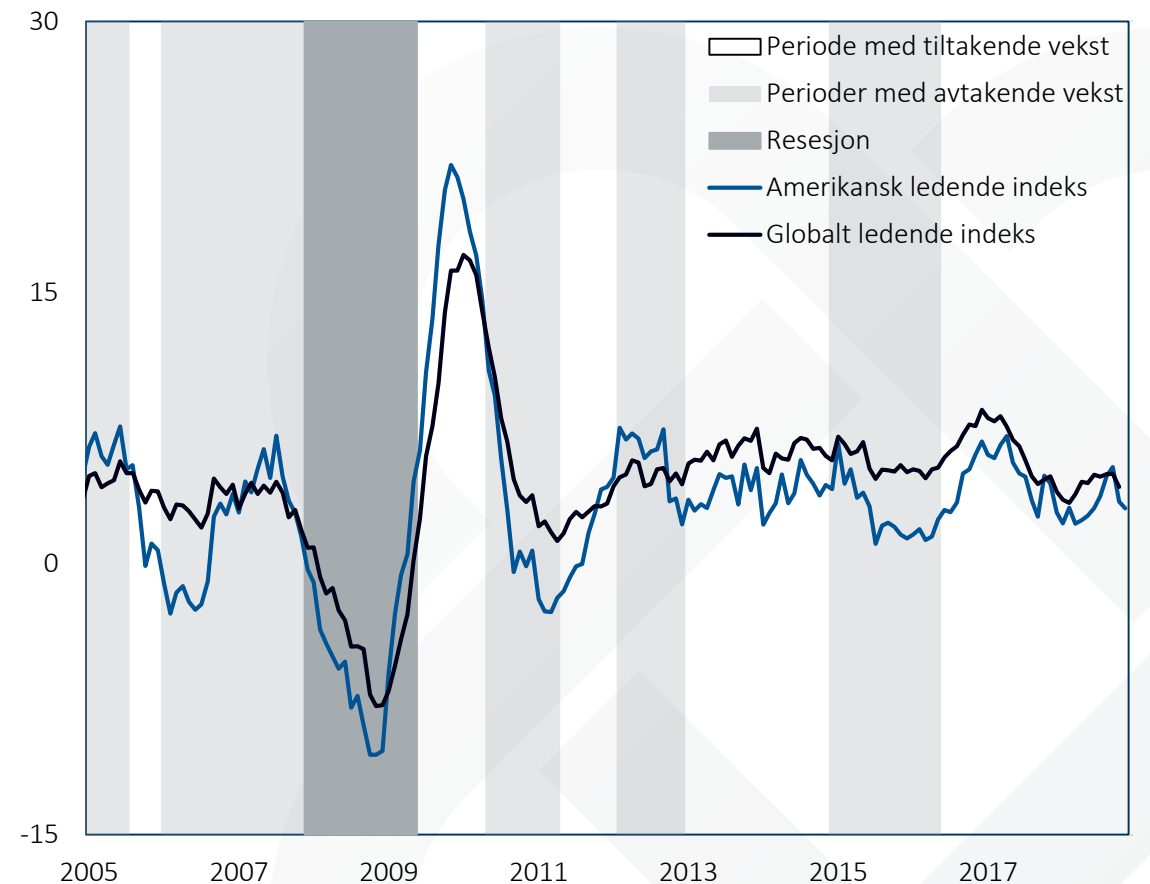
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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

Gjennomsnittlig årlig realavkastning fra januar 1920 til januar 2019

	Prosent av tiden	Realavkastning
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		3,3 %
Årlig realavkastning i perioder med avtakende veksttakt	57 %	-5,5 %
Årlig realavkastning i perioder med tiltakende veksttakt	43 %	16,4 %



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.

