

Ukesoppdatering

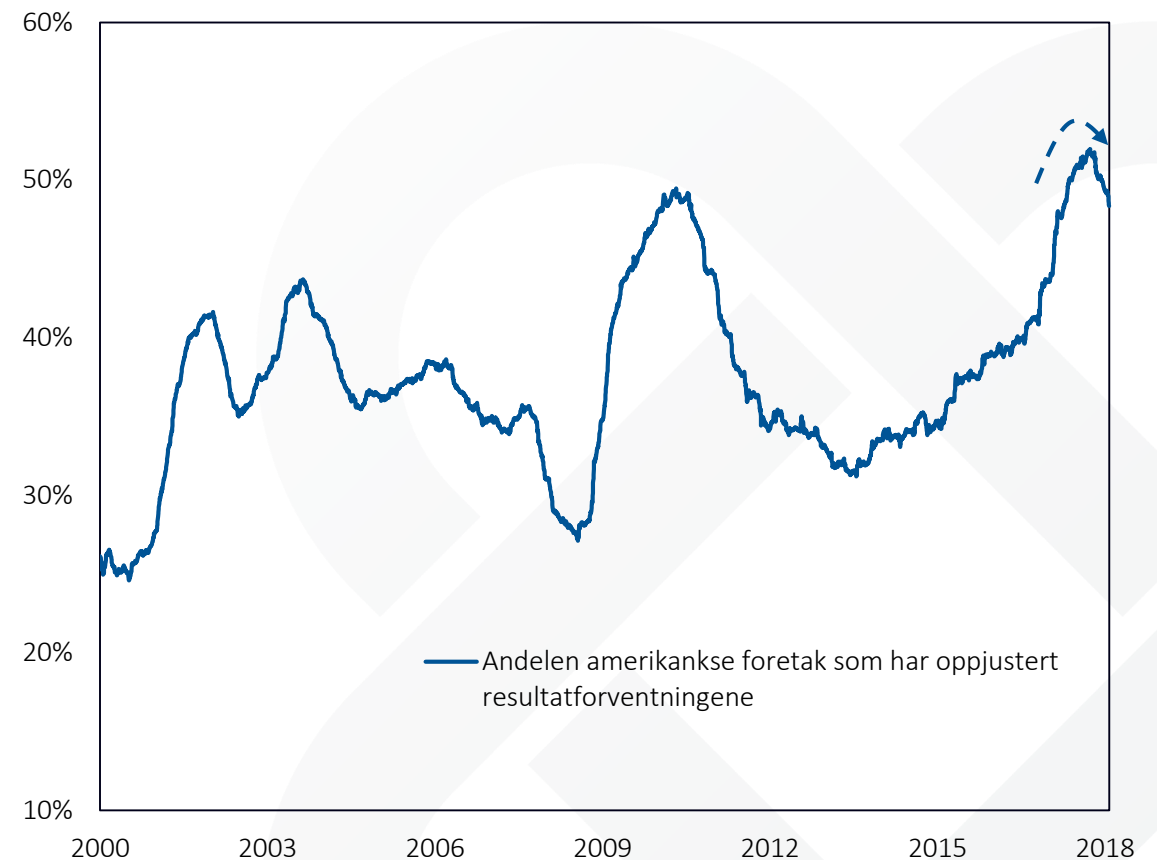
Uke 5

28. januar 2019



Ukens figur: Amerikanske foretak guider litt mindre positivt enn før

- Rapportert resultatvekst i amerikanske selskaper i S&P 500-indeksen har vært sjeldent høy over lengre tid.
- Årsveksten i fire kvartalers resultat pr aksje (EPS) for selskapene i S&P 500-indeksen var i tredje kvartal i fjor på 24,3 prosent og 26,5 prosent i fjerde kvartal.
- For fjerde kvartal i fjor har vi brukt foreløpig resultat fra de 53 av selskapene som har rapportert fjerdekvartalsresultater.
- Ser man på resultatveksten hos S&P 500-selskapene, er det enda ingen tegn til at veksten har toppet ut, til tross for den siste tidens avmatning i økonomisk vekst.
- I ukens figur ser vi på hvor stor andel av endringene i amerikanske foretaks guiding (fremtidsutsikter), som har vært positive (oppjustering av resultatforventningene).
- Fra figuren ser vi at andelen selskaper med oppjustering av guiding toppet ut på slutten av tredje kvartal i 2018.
- Konseptuelt leder guiding faktisk rapportert resultatvekst.
- I tillegg peker ledende indekser, som er ledende på offisielle rapporterte tall, nedover.
- Med andre ord kan man stå overfor en periode med et klart skifte i veksten i amerikanske foretak.



Økonomiske hendelser

Tirsdag publiserte Det internasjonale pengefondet (IMF) oppdaterte prognoser for utviklingen i verdensøkonomien. De ferske prognosene viser at fondet venter svakere vekst enn tidligere anslått de neste to årene sammenliknet med deres prognoser fra oktober i fjor. I 2019 venter IMF at den globale økonomien vil vokse med 3,5 prosent. I oktober var anslaget 3,7 prosent. Forventet vekst i 2019 er dermed kuttet med 0,2 prosentpoeng. Organisasjonen viser til at prognosene har blitt revidert ned gjennom 2018 blant annet som følge av handelskonflikten mellom USA og Kina. Siden oktober har prognosene blitt justert mer ned som følge av et svakere momentum i andre halvdel av 2018. Vekstanslagene for fremvoksende økonomier har blitt mest redusert, særlig for Saudi-Arabia og Russland. I industrilandene er det eurolandene som trekker ned vekstanslagene, i hovedsak Tyskland og Italia.

Den europeiske sentralbanken ESB holdt renten uendret på torsdagens rentemøte, samtidig varslet sentralbanken at styringsrenten ikke vil bli endret før sommeren. Nettokjøpene av verdipapirer gjennom kvantitative lettelser

ble avsluttet ved årsskiftet. Sentralbanksjef Mario Draghi fremsto mer forsiktig og viste til at nedsiderisikoen for økonomien var blitt større. I sentralbankens styre var det noe uenighet om vurdering av størrelsen på nedsiderisikoen og hva som er midlertidig faktorer og mer langvarige faktorer. Styret vil fremover vurdere mulige effekter nedsiderisikoen vil ha for økonomisk vekst og utvikling i inflasjonen.

Norges Bank holdt styringsrenten uendret på 0,75 prosent på torsdagens rentemøte. Dette rentemøtet var uten Pengepolitisk rapport og uten prognoser. I pressemeldingen etter rentemøtet uttalte sentralbanksjef Øystein Olsen at renteutsiktene for den nærmeste tiden er lite endret siden siste Pengepolitiske rapport i desember. På rentemøtet i desember uttalte sentralbanken at renten mest sannsynlig vil bli satt opp på rentemøtet i mars. Utsiktene og risikobildet tilsier en gradvis oppgang i styringsrenten, skriver sentralbanken i pressemeldingen. Veksten i den globale økonomien har siden forrige møte vært litt svakere enn ventet, mens norsk økonomi har utviklet seg omtrent som

anslått. I tillegg har prisveksten vært høyere enn ventet.

Den japanske sentralbanken, Bank of Japan, besluttet å holde styringsrenten uendret på negative 0,1 prosent. Det er ikke ventet at Bank of Japan vil heve rentene i den nærmeste tiden og den videreførte målet om at lange statsrenter med ti års løpetid skal være nær null. Den japanske sentralbanken har som mål å kjøpe verdipapirer for 80 000 milliarder yen i året, men så lenge tiårsrenten er nær null, vil de ikke kjøpe for fullt så mye. Sentralbanken justerte samtidig ned inflasjonsanslagene fra 1,4 prosent til 0,9 prosent for inneværende år.

Fredag ble den midlertidige nedstengingen av deler av offentlig sektor i USA avsluttet etter 35 dager. President Donald Trump skrev under på et vedtak som sikrer midler til drift av statsapparatet frem til midten av februar. 800 000 offentlige ansatte kan dermed gjenoppta arbeidet samtidig som de to partiene skal gjøre enda et forsøk på å komme til enighet om en budsjettavtale.

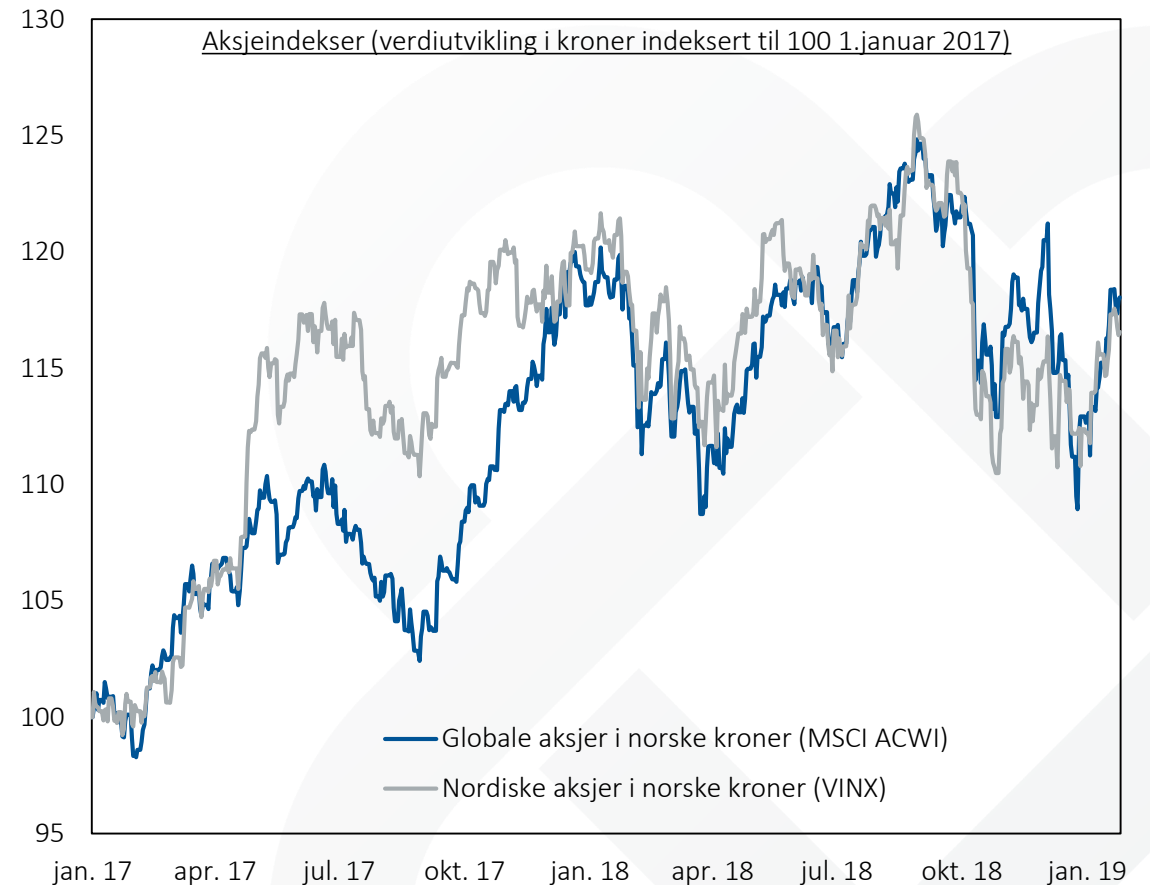
Aksjemarkedet

Det ble en positiv uke for de globale aksjemarkeder, dog av mindre omfang enn de foregående uker. MSCI ACWI-indeksen steg 0,2 prosent sist uke og er dermed opp 6,4 prosent hittil i år. Børsene i de fremvoksende økonomier utviklet seg bedre enn verdensindeksen sist uke og er nå litt foran verdensindeksen hittil i år.

Som nevnt over, var utviklingen for børsene i de fremvoksende økonomier god sist uke. MSCI Emerging-indeksen steg 1,4 prosent og er nå opp 6,9 prosent for året, cirka 0,5 prosent mer enn for verdensindeksen. Det er i år, som i fjor, særlig hovedindeksen i Sao Paulo, Ibovespa, som stiger kraftig. Denne er opp 11,1 prosent hittil i år. Særlig drevet av fortsatt store forventninger og høy tillit til hva den nye Presidenten skal skape for økonomien og virksomhetene. Sang Heng-Indeksen i Hong Kong har også hatt en solid oppgang med sine 6,7 prosent.

Det europeiske aksjemarkedet utviklet seg omtrent som verdensindeksen sist uke og steg 0,1 prosent. Oppgangen hittil i år er cirka 5,7 prosent, hvilket tyder på at investor tilliten i det europeiske aksjemarkedet er langt bedre ved inngangen i 2019 enn det var igjennom hele 2018. FTSE 100-indeksen i London har hatt enn relativt sett svak start og var ned 2,3 prosent sist uke. Det er fortsatt de uforutsigbare risikoforholdene rundt brexit-turbulensen som preger markedet der. Den Nordiske børsregionen var svakere enn resten av Europa sist uke og alle børsene i regionen, foruten Helsinki, viste negativ utvikling, Oslo Børs var mest negativ og OSEFX falt tilbake 1,9 prosent, sannsynligvis påvirket av at oljeprisen falt tilbake 1,7 prosent.

Børsmarkedet i USA var marginalt svakere enn verdensindeksen sist uke. Intet spesielt å skrive om av hendelser, men fra og med denne uken er det fjerdekvartals rapportene som vil prege markedet. Spørsmålet er i hvilken grad forventningene er kalibrert med realitetene.

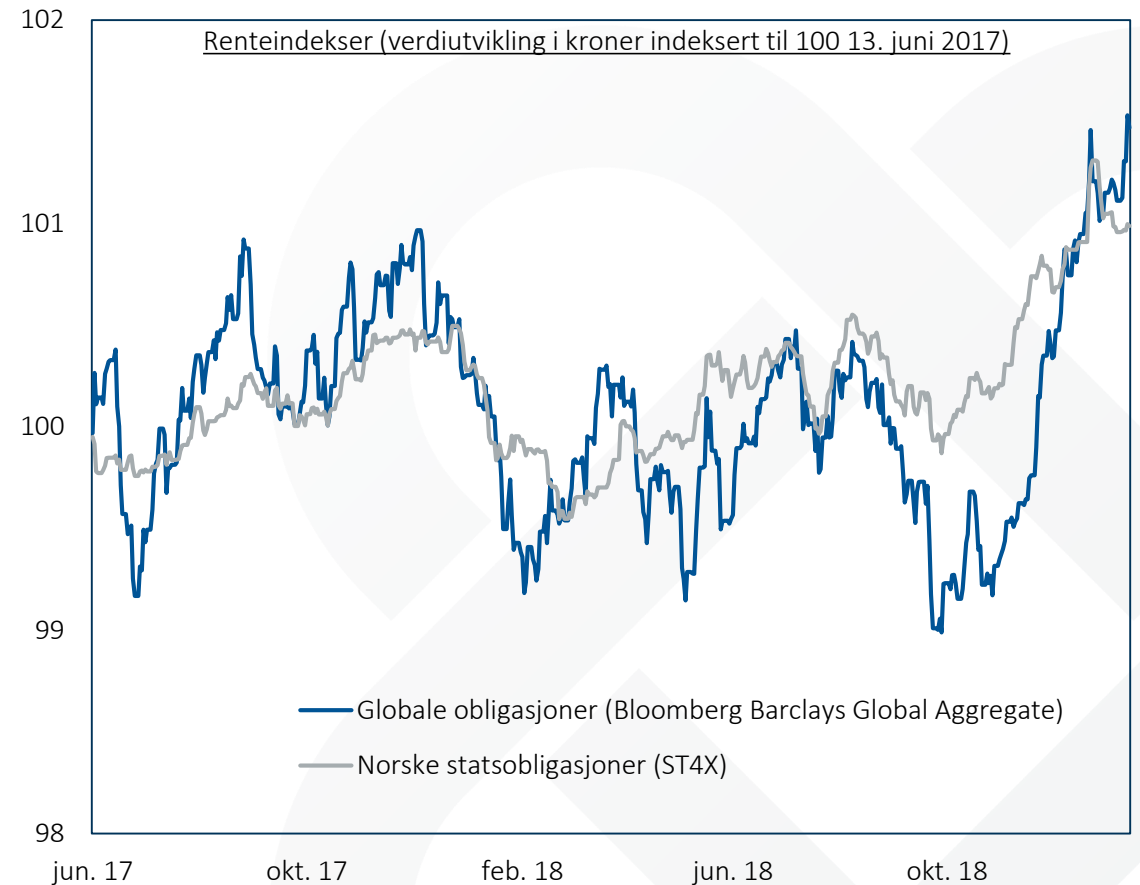


Rentemarkedet

Forrige uke var preget av brokete bilde av informasjon og nyheter. Blant de større tingene som påvirket rentemarkedene var spekulasjoner rundt mulighetene for at den amerikanske sentralbanken Fed vurderer å avslutte balansenedbyggingen av obligasjoner tidligere enn antatt. Fed har kommunisert et behov for å være tålmodig med å heve rentene samt basere sin rentestyring ut ifra løpende økonomisk data – dette for å kunne se hvordan det makroøkonomiske bildet utvikler seg fremover med henhold til inflasjon og vekst. I tillegg vil diskusjonene rundt handelen mellom USA og Kina fortsette å bidra med usikkerhet, samtidig som gjengangeren brexit og utfallet av den politisk behandlingen vil forstyrre helhetsbildet. I Norge kommuniserte Norges Bank at «Samlet sett tilsier ny informasjon at renteutsiktene for den nærmeste tiden er lite endret». Dette synes å tilsa at de vil komme med sin forventede renteøkning i mars, og dette henger mye på høyere inflasjon og boligprisvekst.

Renter flest falt i de internasjonale rentemarkedene i forrige uke – i Norge og Sverige falt 10 års statsrenter med henholdsvis 0,05 og 0,04 prosentpoeng (til henholdsvis 1,73 og 0,42 prosent). I Tyskland og USA falt også rentene med 0,07 og 0,03 prosentpoeng (til henholdsvis 0,19 og 2,76 prosent).

I de globale kredittmarkedene var det blandede markedsbevegelser i forrige uke. I markedet for god kredittkvalitet falt kredittpåslagene i EU og USA med henholdsvis 0,04 og 0,06 prosentpoeng (til henholdsvis 0,90 og 1,27 prosent). I markedet for dårligere kredittkvalitet steg imidlertid kreditt-påslagene både i EU og USA med henholdsvis 0,02 og 0,06 prosentpoeng (til henholdsvis 4,24 og 4,36 prosent).



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	2021,3	-0,3 %	5,2 %	4,8 %	0,4 %	37,3 %
MSCI World Index AC	Lokal	226,1	0,1 %	7,8 %	6,1 %	-6,7 %	39,1 %
MSCI World Index	Lokal	4390,2	-0,1 %	7,8 %	6,0 %	-6,1 %	38,0 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	562,0	1,4 %	7,6 %	6,2 %	-10,9 %	48,3 %
Vinx (Norden)	NOK	383,5	-0,6 %	3,7 %	3,9 %	-1,8 %	23,5 %
OSEFX (Norge)	NOK	813,2	-1,9 %	7,1 %	4,9 %	1,2 %	49,7 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,3 %	0,6 %	1,3 %	1,1 %	0,6 %	12,2 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,7 %	0,1 %	3,8 %	3,3 %	0,5 %	29,3 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,4 %	0,6 %	0,5 %	3,8 %	8,1 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,1 %	0,9 %	3,5 %	3,4 %	-0,9 %	18,8 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,5 %	0,2 %	0,3 %	0,3 %	1,8 %	2,9 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd	
USD/NOK	8,51	-0,6 %	-3,0 %	-1,6 %	11,0 %	-2,7 %	
EUR/NOK	9,71	-0,2 %	-2,6 %	-2,0 %	1,4 %	2,5 %	
Handelsvektet kronekurs (I44)	106,53	0,1 %	-2,1 %	-1,6 %	1,3 %	-1,0 %	
European Crude Dated Brent Spot	USD	61,16	-1,5 %	12,9 %	15,0 %	-12,5 %	113,2 %
Industrielle råvarepriser (JoC-ECRI)	USD	95,35	0,1 %	1,8 %	1,8 %	-17,5 %	20,8 %

Oppsummering av ledende markedsdrivere

Pro	Konklusjon	Kontra
	Undervekt	Konjunktur Verdi Sentiment 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.

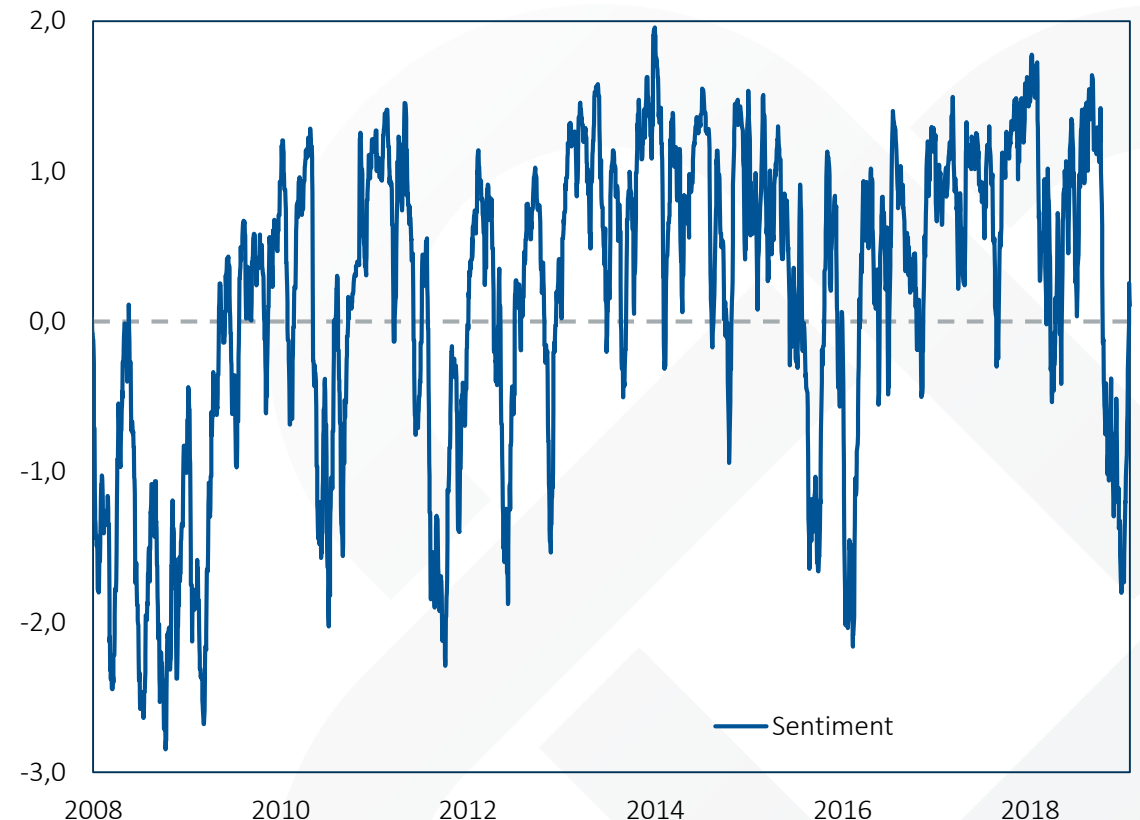
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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		6,0 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,8 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	7,7 %
		Siste måling
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	51 %	0,1

Sentimentet er en kortsiktig, kontrær markedsdriver, og det gir for tiden et negativt 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 -7,6 prosent

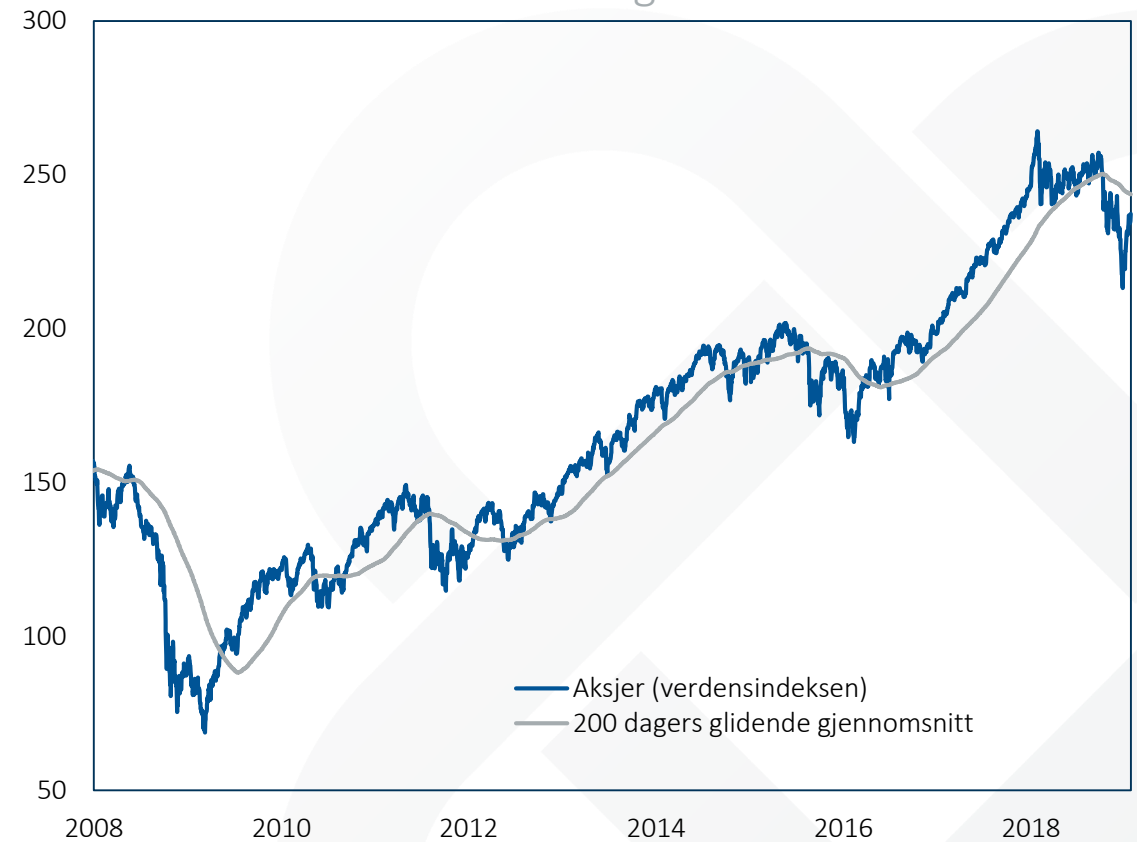
I figuren har vi benyttet MSCIs verdensindeks og definert momentum som 200 dagers glidende gjennomsnittskurs.

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		2,5 %
Årlig realavkastning når momentum er tiltakende	79 %	5,5 %
Årlig realavkastning når momentum er avtagende	21 %	-7,6 %

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

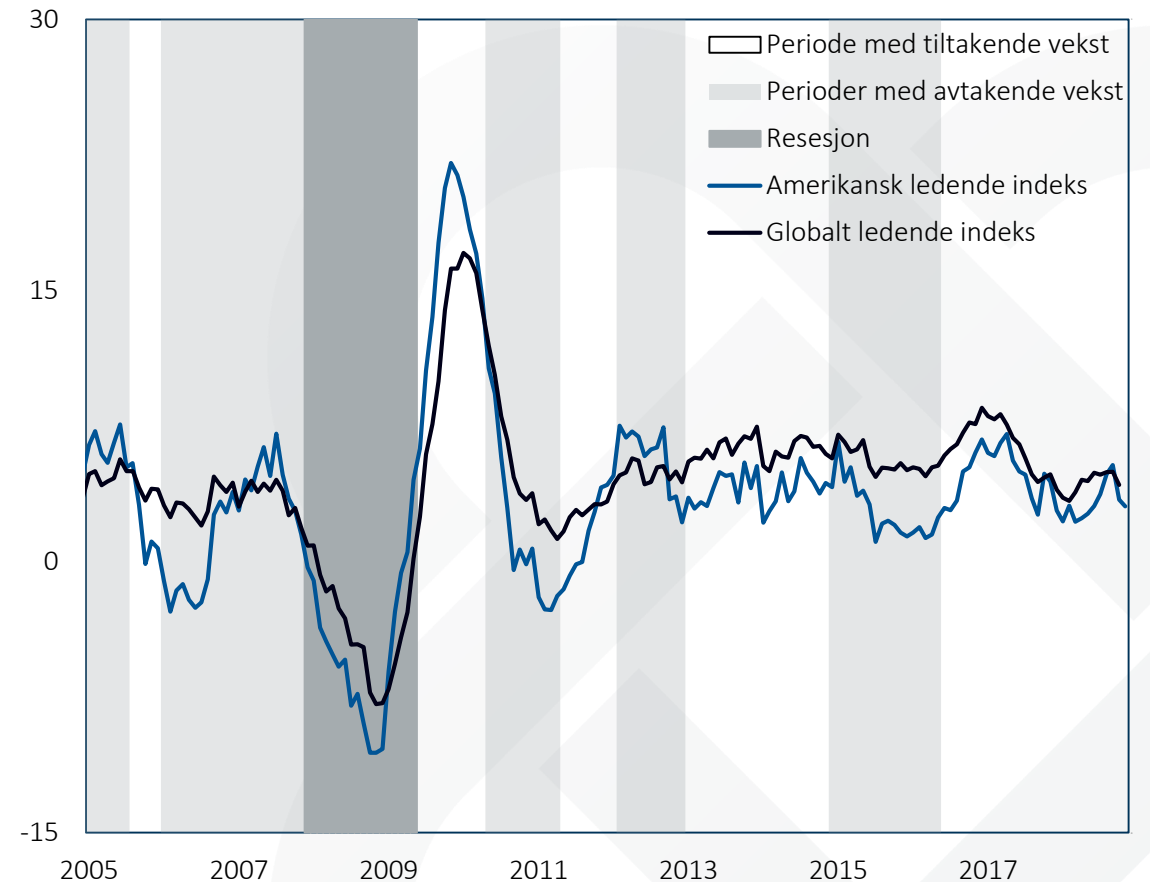
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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

