

Ukesoppdatering

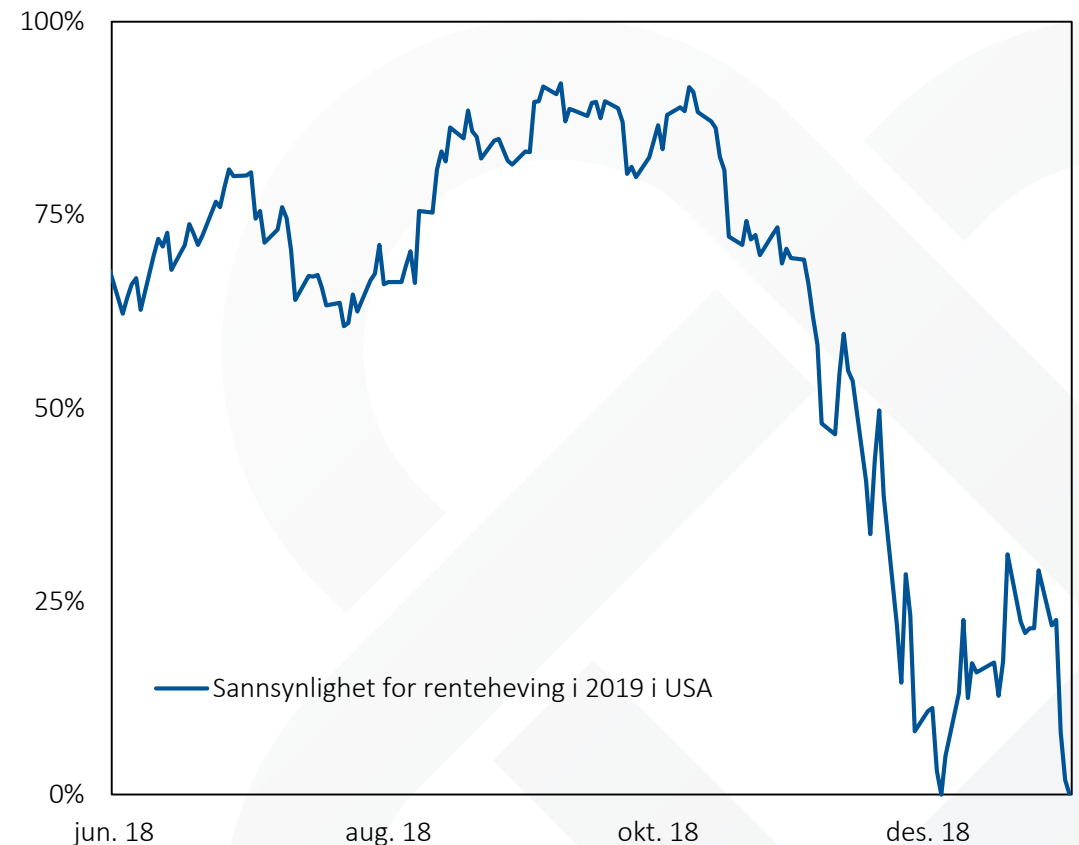
Uke 6

4. februar 2019



Ukens figur: Ingen tro på renteheving i USA lenger

- I den saueflokken som utgjøres av verdens sentralbanker er det spesielt én bjellesau folk holder et spesielt øye med; nemlig den amerikanske sentralbanken Federal Reserve System.
- I ukens figur har vi illustrert implisitt sannsynlighet for renteheving i USA i kalenderåret 2019 basert på priser på fremtidskontrakter i rentemarkedet.
- Vi ser at aktørene i markedet var nesten 100 prosent overbevist om at Federal Reserve ville heve renten i USA i 2019 ved inngangen til fjerde kvartal i 2018.
- Gjennom fjerde kvartal i fjor – i kjølvannet av markedsuroen og fallende aksjeverdier – var det som om troen på renteheving fordunstet.
- I dag er det ikke lenger priset inn renteheving i USA i 2019.
- Med andre ord har folks syn på en relevant markedsdriver endret seg i løpet av noen få måneder i kjølvannet av svekkede markeder og konjunkturer.
- Sånn sett kan man argumentere for at det ligger en fundamental støtte bak markedsoppgangen opplevd januar 2019.
- Likevel mener vi er det prematurt å spekulere i kommende rentekutt fra verdens sentralbanker.



Økonomiske hendelser

Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve ga signaler om at de vil gå mer forsiktig frem i rentesettingen enn tidligere lagt til grunn. Fed holdt som ventet styringsrenten uendret på onsdagens rentemøte. Sentralbanksjef Jerome Powell la til grunn en svakere global vekst, særlig i Kina og Europa, samt fortsatt usikkerhet tilknyttet handelspolitikk og utfallet av brexitprosessen. Jobbveksten har vært sterk og arbeidsledigheten har holdt seg lav. I tillegg har inflasjonspresset i USA dempet seg den siste tiden. På pressekonferansen etter rentemøtet uttalte Powell at varigheten på rentehevingspausen bestemmes av utviklingen i økonomien og finansmarkedene fremover.

Amerikansk sysselsetting utenfor jordbruket økte med 304 000 i januar. Det viser den amerikanske arbeidsmarkedsrapporten for januar, som ble offentliggjort på fredag. Dermed har det amerikanske arbeidsmarkedet vokst 100 måneder på rad. Konsensus på forhånd spådde en vekst på 165 000 sysselsatte. Samtidig viste arbeidsmarkedsrapporten at timelønningene økte med 0,1 prosent fra desember til januar, mens årsveksten i lønninger

falt med 0,1 prosentpoeng til 3,2 prosent. Arbeidsledigheten økte fra 3,9 til 4,0 prosent, hvilket var én tidel høyere enn ventet av konsensus.

Den økonomiske veksten i eurosonen var uendret på 0,2 prosent fra tredje til fjerde kvartal i 2018. Årsveksten avtok imidlertid fra 1,6 til 1,2 prosent. Veksten i eurosonen har vært svak de siste kvartalene og har blitt påvirket av nye utslippskrav til dieselbilprodusenter, svakere global vekst og økt usikkerhet i eurosonen. I tillegg har høye energipriser lagt en demper på forbruket. Tyskland, eurosonens største økonomi, er drevet av eksport verdt om lag 1 600 milliarder euro og svært eksponert mot svakere global vekst.

Italias økonomi gikk inn i en teknisk resesjon på slutten av 2018 etter et år preget av politisk uro, finanspolitisk uenighet med Europakommisjonen og strammere finansielle vilkår. Italiensk BNP falt 0,2 prosent i fjerde kvartal i fjor etter å ha falt 0,1 prosent i tredje kvartal. Årsveksten i den italienske økonomien har siden fjerde kvartal 2017 vært marginale 0,1 prosent. Både det internasjonale pengefondet IMF og den italienske sentralbanken, Bank of Italy, venter en

BNP-vekst på 0,6 prosent i 2019. Det er under halvparten av ventet vekst for de 19 landene som inngår i eurosonen. For eurosonen samlet venter IMF en økonomisk vekst på 1,6 prosent inneværende år.

På den andre siden av var den økonomiske veksten i Frankrike noe høyere enn ventet. Fra tredje til fjerde kvartal 2018 steg fransk BNP med 0,3 prosent. Dermed er det mulig at effektene av streikene fra de «gule vestene» ikke har rammet den franske økonomien så mye som ventet.

Årsveksten i generelle priser i eurosonen avtok videre til det laveste nivået siden april i fjor. Foreløpige tall fra Eurostat, EUs statistikkontor, viser at inflasjonen falt fra 1,6 til 1,4 prosent i januar. På mellomlang sikt ønsker den europeiske sentralbanken å holde inflasjonen under, men nær 2,0 prosent. Justert for matvare- og energipriser var inflasjonen 1,1 prosent i januar.

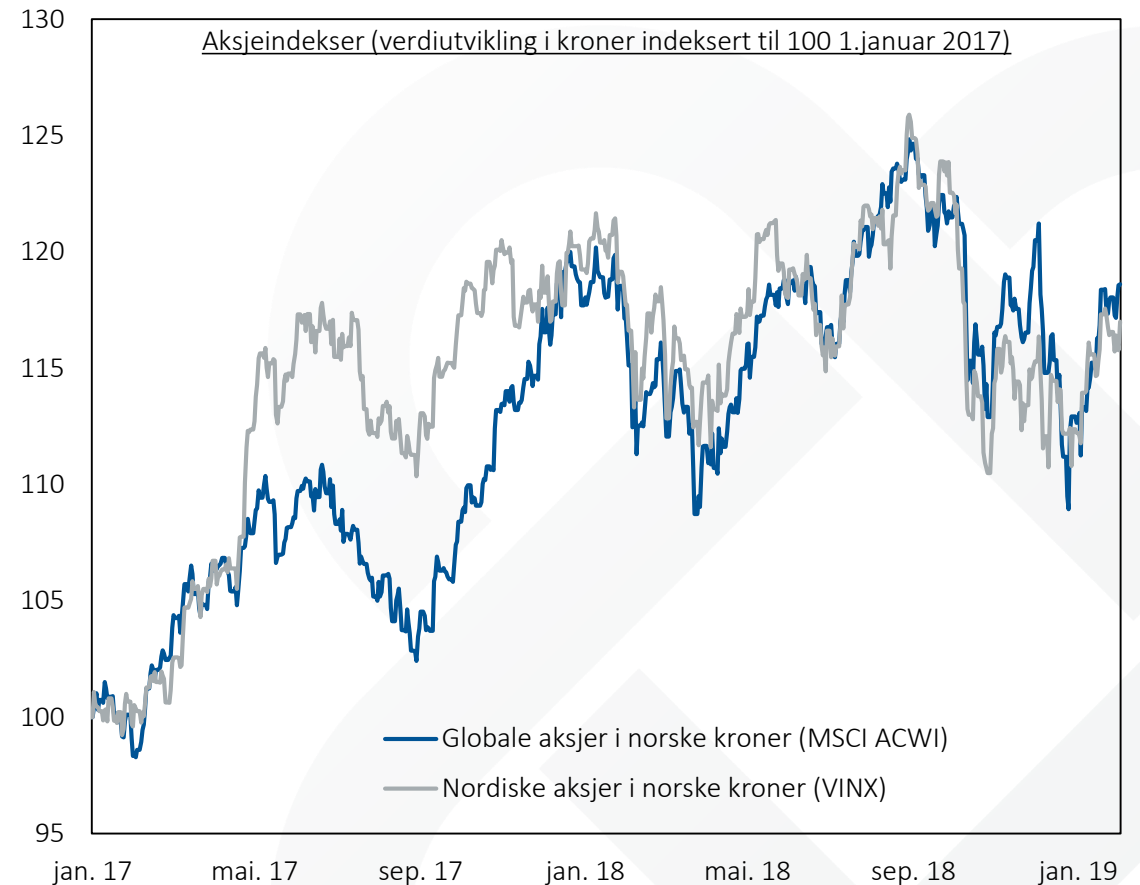
Aksjemarkedet

Det ble en positiv avslutning på januar, med oppgang for alle hovedregioner. Verdensindeksen MSCI ACWI steg ytterligere 1,5 prosent sist uke og januar endte opp nesten åtte prosent. Vi skal helt tilbake til januar 1987 for å finne en sterkere start på børsåret. Det som særlig kjennetegner årets start på børsåret, er at alle hovedregioner viser omtrent samme sterke utvikling, dog med den latin-amerikanske regionen som sterkere og Europa som noe svakere.

Som nevnt over utviklet børsene i Latin-Amerika seg spesielt sterkt i januar, og MSCI-indeksen for regionen steg nesten 15 prosent. Ibovespa-indeksen i Sao Paulo ga sitt bidrag til dette og steg cirka 11 prosent i januar. Shanghai-indeksen hang litt etter verdensindeksen i januar, men en oppgang på 3,7 prosent lar seg likevel høre etter den begredelige utviklingen i 2018. Hang Seng-indeksen i Hong Kong viser derimot mer styrke og var opp over åtte prosent i januar.

Børsene i USA leverte en god utvikling sist uke og hele januar ble råsterk. Sist uke var preget av endrede signaler fra Fed hva gjelder renteutviklingen fremover. Markedet har nå fått troen på at det vil komme langt færre, om noen, rentehevinger i 2019. Dette oppfattes som å være positivt for risikofylte aktiva, inkludert aksjer. Alle de største indeksene steg 1,3-1,7 prosent sist uke og den brede S&P-indeksen endte opp cirka åtte prosent for måneden. Best gikk det for Russell 2000-indeksen, som steg over 11 prosent i januar. Fryktindeksen VIX falt hele 34 prosent i januar, hvilket sier mye om det sterke sentimentet for risikotaking i januar.

Som andre regioner hadde Europa en solid utvikling i januar. MSCI Europe steg seks prosent, jevnt fordelt utover alle enkeltmarkeder.

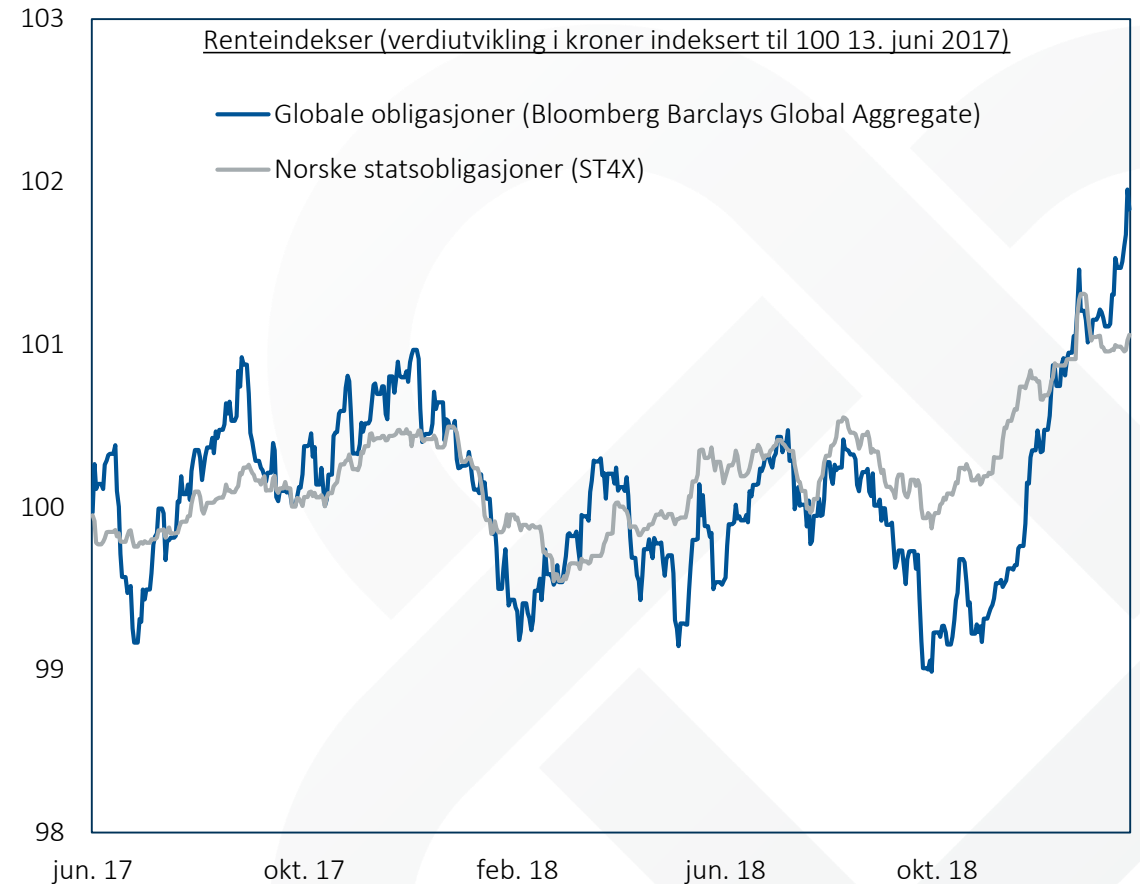


Rentemarkedet

Også forrige uke resulterte nyhetsbildet og informasjonsflyten i et sammensatt makroøkonomisk bilde – mye relatert til amerikansk økonomi. Relative sterke sysselsettings- og industriproduksjonstall fra USA ga et inntrykk av et fortsatt solid økonomisk utvikling, mens tall for lønnsvekst var under forventning. I tillegg kom den amerikanske sentralbanken Fed med et svært balansert budskap på renteutviklingen fremover – de er svært tålmodig med tanke på å øke renten fordi de rett og slett ser færre grunner til å øke renten i 2019. Når det gjelder nedbyggingen av støttekjøpsprogram av obligasjoner, kommuniserte Fed at de er forberedt på å justere nedbyggingstakten dersom dette er nødvendig ut fra økonomiske forhold eller av hensyn til finansmarkedene. Samtidig har markedsforventninger til rentehevinger i USA falt helt sammen – i dag er det vurdert som 95 prosent sannsynlig fra markedet at renten forblir urørt eller settes ned før januar 2020.

Rentene falt generelt i de internasjonale rentemarkedene i forrige uke. I Tyskland og USA falt rentene med 0,02 og 0,07 prosentpoeng (til henholdsvis 2,68 og 0,17 prosent, mens i Norge og Sverige falt 10 års statsrenter med henholdsvis 0,04 og 0,03 prosentpoeng (til henholdsvis 1,71 og 0,39 prosent).

Det var en god uke i de globale kredittmarkedene i forrige uke. Kredittpåslagene falt i både markedet for god og dårligere kredittkvalitet i EU og USA. I førstnevnte falt kredittpåslagene med henholdsvis 0,03 og 0,05 prosentpoeng til henholdsvis 0,87 og 1,22 prosent, mens i sistnevnte falt kredittpåslagene i EU og USA begge med 0,05 prosentpoeng til henholdsvis 4,19 og 4,31 prosent.



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	2031,0	0,5 %	4,9 %	5,3 %	2,0 %	34,3 %
MSCI World Index AC	Lokal	229,0	1,3 %	7,5 %	7,4 %	-4,7 %	36,8 %
MSCI World Index	Lokal	4446,4	1,3 %	7,4 %	7,4 %	-4,1 %	35,7 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	568,5	1,2 %	8,5 %	7,4 %	-9,2 %	45,8 %
Vinx (Norden)	NOK	384,9	0,4 %	4,4 %	4,2 %	-0,6 %	23,6 %
OSEFX (Norge)	NOK	812,9	0,0 %	3,8 %	4,9 %	2,6 %	47,2 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,2 %	0,7 %	1,8 %	1,9 %	2,1 %	12,8 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,5 %	0,7 %	4,1 %	4,1 %	1,6 %	29,4 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,2 %	0,5 %	0,7 %	4,6 %	7,6 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,0 %	1,1 %	3,2 %	4,2 %	0,7 %	19,2 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,4 %	0,2 %	-0,2 %	0,5 %	2,3 %	2,8 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
USD/NOK	8,44	-0,9 %	-3,1 %	-2,4 %	10,1 %	-3,2 %
EUR/NOK	9,67	-0,5 %	-2,0 %	-2,4 %	1,1 %	1,8 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	105,72	-0,8 %	-2,4 %	-2,4 %	0,9 %	-1,2 %
European Crude Dated Brent Spot	USD	62,54	2,3 %	16,2 %	17,6 %	-10,4 %
Industrielle råvarepriser (JoC-ECRI)	USD	95,59	0,2 %	2,1 %	2,0 %	-16,9 %

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.

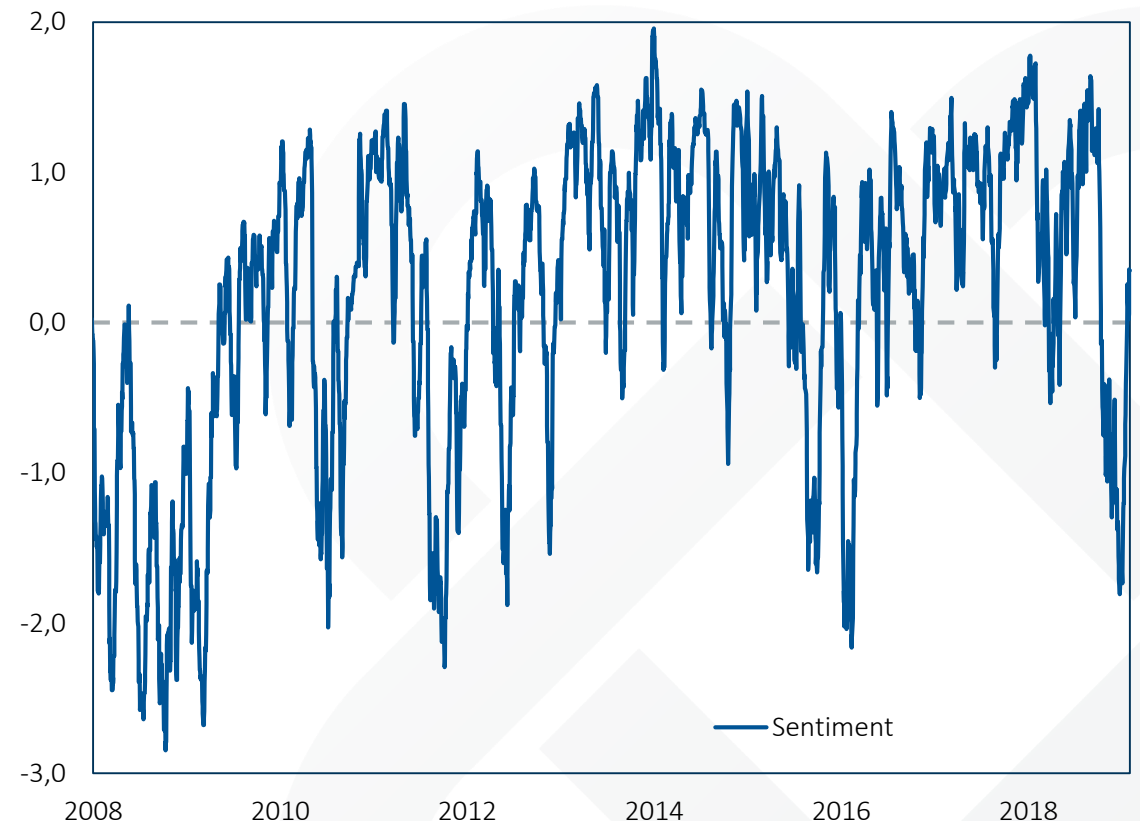
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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 februar 2019

	Prosent av tiden	Årlig realavkastning
Årlig realavkastning i amerikanske aksjer		6,1 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,9 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	7,7 %
		Siste måling
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	41 %	0,3

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 -7,4 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 februar 2019

	Prosent av tiden	Realavkastning
Årlig realavkastning i globale aksjer		2,6 %
Årlig realavkastning når momentum er tiltakende	78 %	5,5 %
Årlig realavkastning når momentum er avtagende	22 %	-7,2 %

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

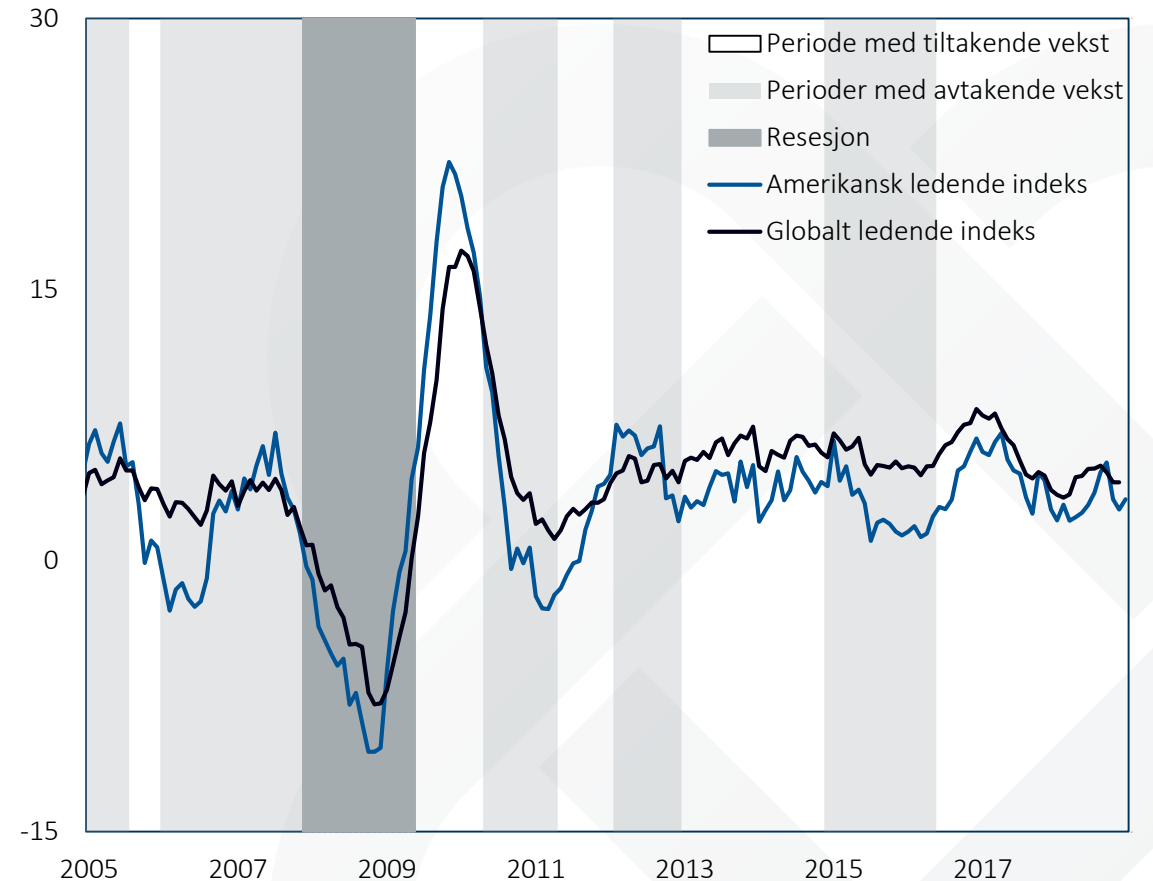
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i 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 februar 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 54 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.

