

Ukesoppdatering

Uke 7

11. februar 2019

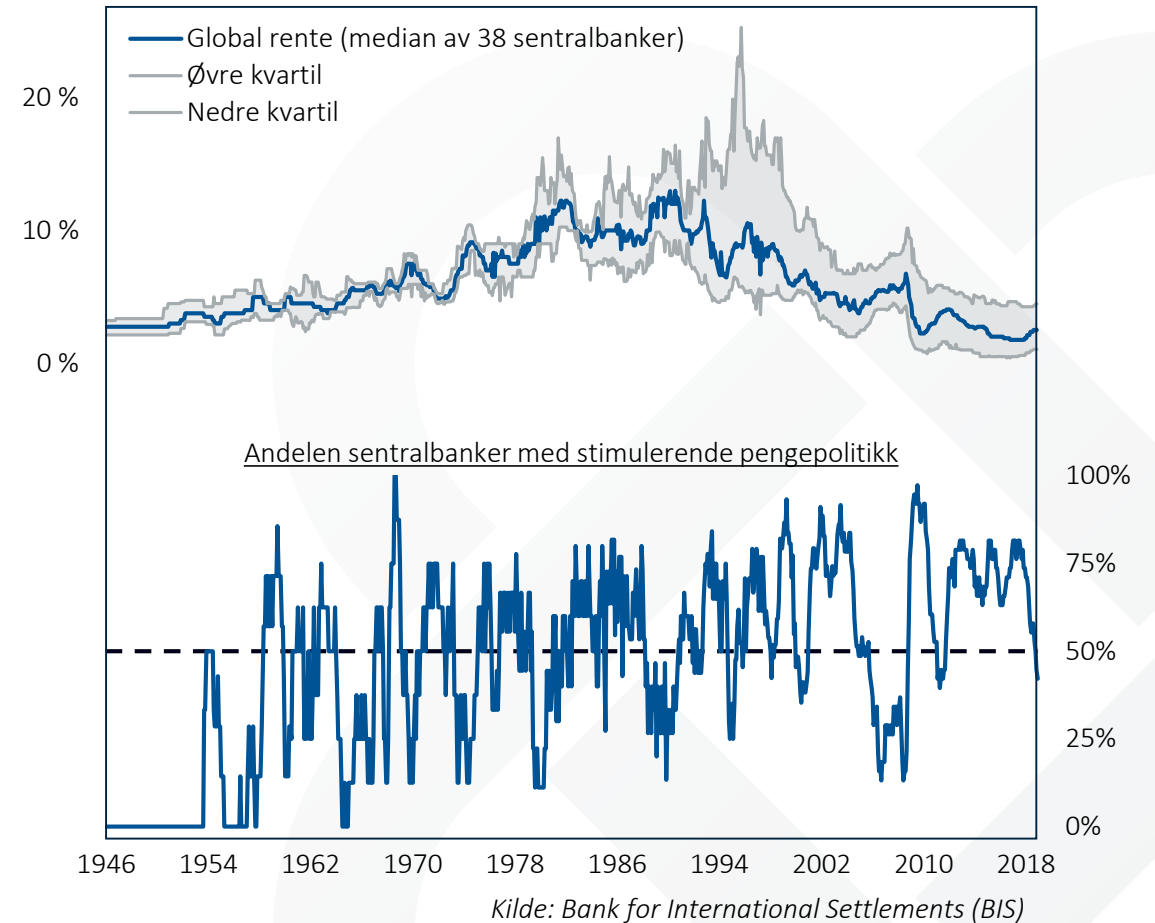


FORMUES-
FORVALTNING



Ukens figur: Mindre handlingsrom for sentralbankene

- Etter årevis med kvantitative lettelser snudde trenden blant verdens sentralbanker på tampen av 2017.
- I november 2018 bikket andelen sentralbanker (totalt 38 sentralbanker) med stimulerende pengepolitikk under 50 prosent og for første gang siden 2011 fører majoriteten av verdens sentralbanker en innstrammende pengepolitikk.
- Sentralbankenes rolle i den moderne økonomien og i dagens kapitalmarkeder oppsummeres i det mye brukte uttrykket «don't fight the Fed»; med andre ord bør man ikke stå i veien for de markedsbevegelsene som sentralbankene forsøker å skape.
- Pengepolitikken i verdens sentralbanker, med Federal Reserve i spissen, har tidligere skapt et sterk momentum i risikofylte aktiva.
- Så å si all aksjeavkastning siden 1946 har kommet i perioder hvor majoriteten av verdens sentralbanker har ført en stimulerende pengepolitikk.
- Amerikanske aksjer har gitt en årlig gjennomsnittlig realavkastning på over 12 prosent når andelen sentralbanker med stimulerende pengepolitikk har vært over 50 prosent.
- Når andelen sentralbanker med stimulerende pengepolitikk har vært under 50 prosent har amerikanske aksjer gitt en årlig gjennomsnittlig realavkastning på 0,8 prosent.
- Men verdens sentralbanker har ikke lenger det store handlingsrommet gjennom styringsrentene som de har hatt tidligere.
- Det globale rentenivået, her representert ved median styringsrente blant 38 av verdens sentralbanker, er rekordlavt.
- Vi følger pengepolitikk som markedsdriver tett, men det er ennå for tidlig å konkludere med at pengepolitikk har blitt en positiv markedsdriver.



Økonomiske hendelser

Europakommisjonen har foretatt betydelige nedjusteringer i sine vekstanslag for de toneangivende økonomiene i eurosonen. Det viser kommisjonens siste vekstestimat, som ble offentliggjort torsdag. De siste prognosene viser at samlet vekst for eurosonen i 2019 ventes å bli 1,3 prosent, hvilket er 0,6 prosentpoeng lavere enn tidligere estimer. Samtidig ventes veksten i eurosonens største økonomi, Tyskland, å bli 1,1 prosent i år. Her var tidligere anslag 1,8 prosent.

Visepresident i europakommisjonen, Valdis Dombrovskispeker, peker på handelskonflikt og svakere vekst i Kina for å underbygge kuttet i vekstestimatene. «Den globale handelskonflikten og oppbremsinger i veksten til fremvoksende økonomier, inkludert Kina, vil påvirke økonomier som i står grad avhenger av eksport. Tyskland er med god margin den største eksportavhengige økonomien i EU», uttalte Dombrovskispeker i et intervju med nyhetskanalen CNBC.

Bank of England holdt styringsrenten uendret på 0,75 prosent ved forrige ukes rentemøte. Dette var i tråd med

anslaget til konsensus. Vekstprognosene til sentralbanken ble imidlertid kraftig barbert. Sentralbanken venter nå en vekst på 1,2 prosent for britisk økonomi i inneværende år, en nedjustering på 0,5 prosentpoeng fra tidligere anslag. Sentralbanken begrunner de nye prognosene med svakere global vekst og økt brexit-usikkerhet. Samtidig ble inflasjonsforventningene nedjustert på kort sikt, men holdt uendret på lengre sikt. Her ventes det at inflasjonen vil marginalt overskyte målet på to prosent frem mot 2022. Bank of England uttalte fortsatt at renten skal opp «gradvis og begrenset» i tiden fremover.

Denne uken er USAs handelsrepresentant Robert Lighthizer og finansminister Steven Mnuchin i Kina for å fortsette forhandlingene om en handelsavtale mellom stormaktene. Partene har en frist på tre uker for å få på plass en avtale. Skulle partene ikke komme til enighet, har USA varslet at de i første rekke vil øke tollene på en rekke varer med 200 milliarder dollar.

Torsdag denne uken skal Storbritannias statsminister Theresa May etter planen legge frem en ny brexit-plan for

parlamentet. EUs standpunkt er at det forrige avtaleutkastet, som ble nedstemt av det britiske parlamentet, er den eneste avtalen på bordet. Samtidig jobber May for å få endret punktet i avtaleutkastet som omhandler den irske grensen. Tidligere avtaleutkast inneholder en forsikring som skal hindre en fysisk grense mellom Irland og Nord-Irland, men som i praksis betyr at hele Storbritannia skal inngå i en tollunion med EU frem til en endelig avtale er på plass. Brexit-tilhengere frykter at dette vil føre til at Storbritannia forblir i EUs tollunion permanent. May jobber derfor for å få på plass en tidsbegrensning på denne forsikringen, for å sikre støtte fra brexit-tilhengere i det konservative partiet og gjennom dette få avtalen godkjent av parlamentet.

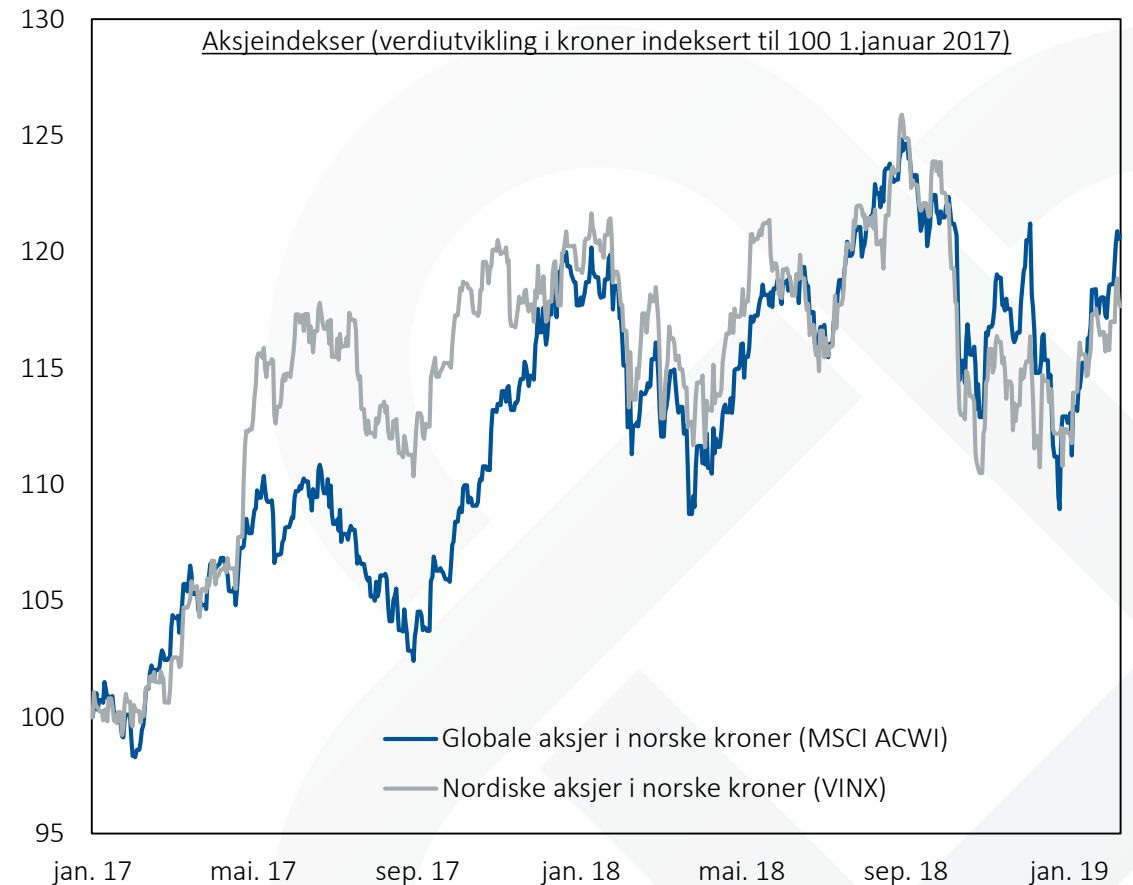
Aksjemarkedet

Sist uke bar preg av noe mer usikkerhet i de globale aksjemarkeder. Verdensindeksen, målt ved MSCI ACWI-indeksen, endte uken ned 0,5 prosent. Starten på året er likevel fortsatt meget sterk med en global oppgang på 7,4 prosent. Europa og fremvoksende økonomier var blant de svakere regioner sist uke, mens børsene i USA leverte små positive tall.

Som nevnt over var børsene i USA positive sist uke, dog med relative små tall. Den brede S&P-indeksen endte nesten 0,1 prosent opp, mens Dow Jones-indeksen endte opp 0,2 prosent. Best av indeksene sist uke var den vekst- og teknologitunge Nasdaq, som var opp i underkant av 0,5 prosent. Denne er dermed ti prosent opp så langt i år. Fryktindeksen VIX fortsatte sin nedgang og er nå ned med solide 38 prosent siden årets start, hvilket sier mye om risikoviljen på USA børsene hittil i år.

Børsene i Europa hang ikke helt med USA sist uke og MSCI Europe-indeksen endte uken ned 0,4 prosent. Oppgangen hittil i år er allikevel solide seks prosent. Svakest av de store markedene i Europa sist uke var igjen Frankfurt-børsen, som falt nesten 2,5 prosent. Usikkerheten for den eksportrettede tyske økonomien i relasjon til urolighetene vedrørende global handel, er det som påvirker markedet negativt. Frankfurtbørsen er da også den svakeste av hovedmarkedene i Europa hittil i år med en oppgang på mer moderate 3,3 prosent. De nordiske børser handlet litt i begge retninger sist uke, med Oslo Børs som svakeste, mens Helsinki-børsen skilte seg positivt ut med en oppgang på 1,6 prosent. Den sistnevnte er nå opp over ti prosent hittil i 2019.

Børsene i de fremvoksende økonomier hadde jevnt over en svak uke. Shanghai-børsen var stengt hele uken som følge av kinesisk nyttårsfeiring. MSCI Emerging-indeksen endte uken ned 1,3 prosent, men er fortsatt like mye opp som verdensindeksen hittil i år.



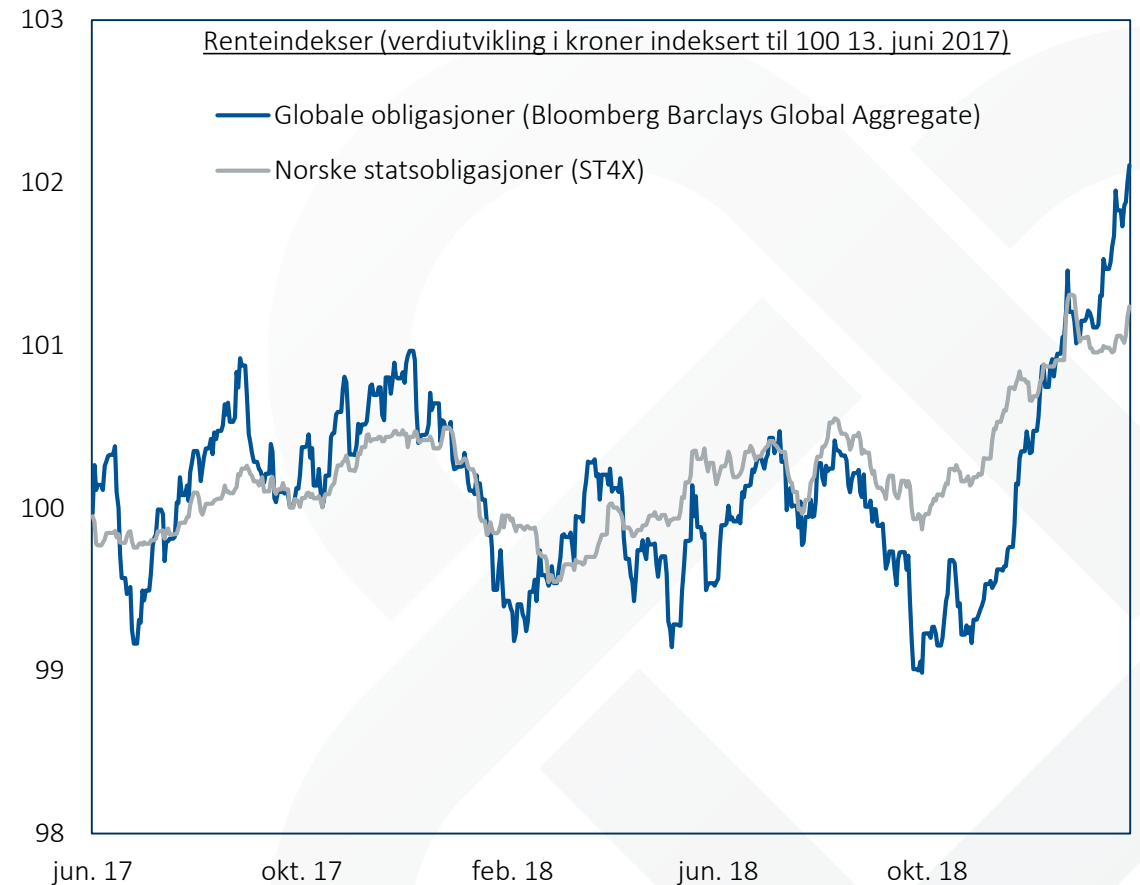
Rentemarkedet

Generelt sett var de internasjonale rentemarkedene i «risk-off»-modus i forrige uke. Blant de tingene som det ble fokusert på, var at det er ingen løsning i sikte på handelskonflikten mellom USA og Kina. Negative nyheter om at Donald Trump og Xi Jinping ikke vil møtes innen begynnelsen av mars trakk stemningen ned fordi de amerikanske tollsatsene på kinesiske importvarer vil øke fra 10 til 25 prosent hvis ikke en eller annen form for avtale mellom partene kommer i havn før begynnelsen av mars.

Samtidig kom det lavere vekstanslag for EU-sonen fra Europakommisjonen; dette understreker de negative makroøkonomiske utsiktene for Europa. I sum resulterte denne vekstfrykten og handelskonflikten i fall i statsobligasjoner - rentemarkedet forventer nå kutt i styringsrenten i USA med en sannsynlighet på 30 prosent innen januar 2020 (implisitt prising gjennom finansinstrumenter). På brexit-fronten holdt Bank of England renten i ro på 0,75 prosent i påvente av en avklaring mellom statsminister Theresa May og EU.

Som uken før så man også sist uke generelt fallende markedsrenter i de fleste internasjonale rentemarkeder. I England falt ti års statsobligasjonsrenter med 0,09 prosentpoeng til 1,15 prosent, mens i Norge og Sverige falt ti års statsrenter med henholdsvis 0,06 og 0,07 prosentpoeng (til henholdsvis 1,63 og 0,31 prosent). I Tyskland og USA falt rentene med 0,08 og 0,05 prosentpoeng (til henholdsvis 2,64 og 0,08 prosent).

I de globale kredittmarkedene var det en blandet og relativt stabil markedsutvikling i forrige uke. Kredittpåslagene var uforandret til fallende i markedet for god kredittkvalitet i USA og EU. I førstnevnte region holdt kredittpåslaget seg på 1,22 prosent, mens i EU falt kredittpåslaget med 0,05 prosentpoeng til 0,83 prosent. Innenfor markedet for dårligere kreditt i EU holdt kredittpåslaget seg uforandret på 4,19 prosent, mens i USA steg kredittpåslaget med 0,04 prosentpoeng til 4,34 prosent.



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	2066,2	1,7 %	5,7 %	7,1 %	8,4 %	44,3 %
MSCI World Index AC	Lokal	228,7	-0,1 %	4,0 %	7,3 %	2,2 %	43,3 %
MSCI World Index	Lokal	4445,2	0,0 %	4,0 %	7,4 %	3,1 %	43,0 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	563,4	-0,9 %	4,1 %	6,4 %	-4,4 %	46,1 %
Vinx (Norden)	NOK	387,1	0,6 %	1,3 %	4,8 %	3,4 %	33,4 %
OSEFX (Norge)	NOK	806,4	-0,8 %	-1,3 %	4,0 %	4,8 %	52,1 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,1 %	0,5 %	2,0 %	2,3 %	3,0 %	13,1 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,4 %	0,2 %	2,4 %	4,3 %	2,7 %	31,9 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,3 %	0,9 %	1,0 %	4,7 %	7,1 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,1 %	-0,2 %	2,3 %	4,0 %	2,4 %	19,9 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	1,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,4 %	0,4 %	0,5 %	0,8 %	2,4 %	2,5 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd	
USD/NOK	8,64	2,4 %	2,0 %	-0,1 %	9,0 %	0,5 %	
EUR/NOK	9,78	1,2 %	0,1 %	-1,3 %	0,7 %	1,9 %	
Handelsvektet kronekurs (I44)	106,99	1,2 %	0,0 %	-1,2 %	0,7 %	-1,0 %	
European Crude Dated Brent Spot	USD	61,86	-1,1 %	2,2 %	16,3 %	-3,5 %	88,6 %
Industrielle råvarepriser (JoC-ECRI)	USD	95,25	-0,4 %	1,8 %	1,7 %	-15,7 %	18,6 %

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.

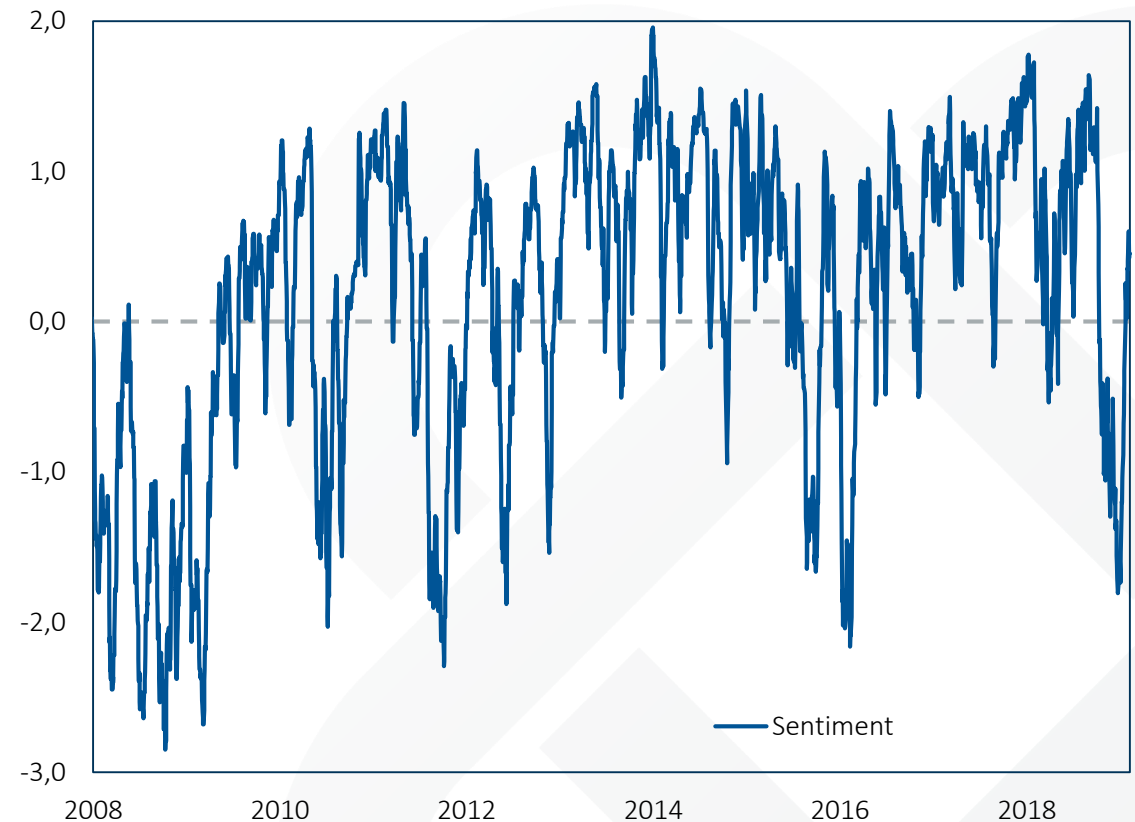
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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	36 %	0,5

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 -7,3 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 %	-7,3 %

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

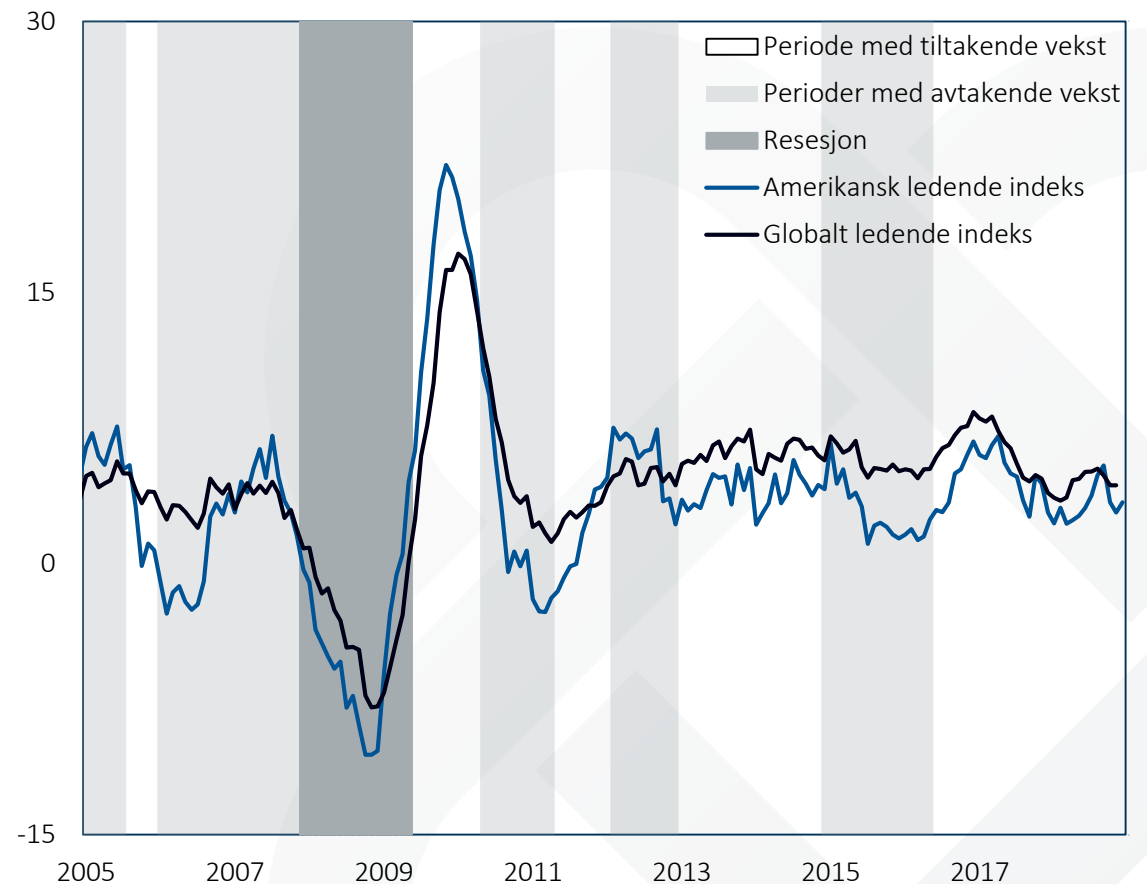
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i 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 avkastningen på sju til 20 års sikt.

