

Ukesoppdatering

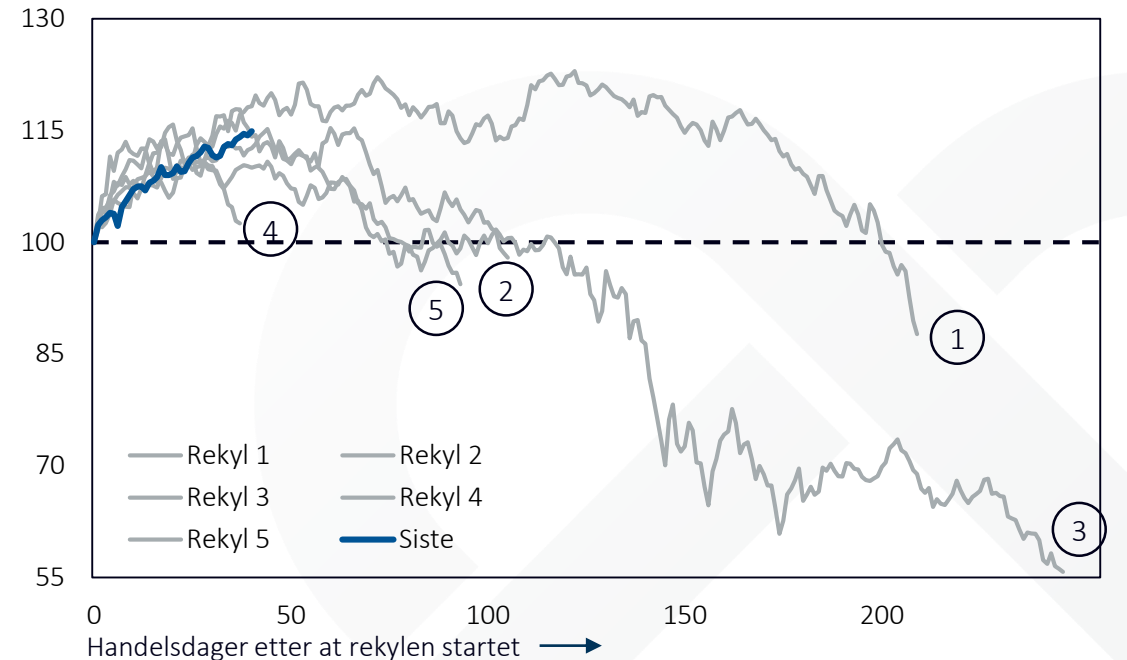
Uke 9

25. februar 2019



Ukens figur: Sentimentdrevne rekyls siden 2000

- Globale aksjer representert ved MSCI ACWI-indeksen steget nesten 15 prosent på 42 handelsdager, uten så mye som én korreksjon på tre prosent.
- De siste 20 årene har det vært fem tilsvarende perioder med oppgang som vi har opplevd i 2019, der globale aksjer har steget med minst ti prosent – som har startet når trenden i markedet pekte ned.
- Trenden i det globale aksjemarkedet er målt ved 200 dagers glidende gjennomsnittskurs snudde til negativt i oktober i fjor jf. markedsdriveren momentum på side 9.
- De kraftige oppgangsperiodene har blitt etterfulgt av perioder med endra kraftigere fall i aksjeprisene.
- Rekylene har én ting til felles – de er alle drevet av sentimentet.
- Ved rekylstartene har det vært utbredt pessimisme i markedet og sentimentindikatoren vi følger har vært mer enn 1,5 standardavvik under normalen hver gang.
- Median oppgangsperiode de siste 20 årene har hatt en varighet på 45 dager og gitt en avkastning på 15 prosent siden bunnen.
- I perioden etter at oppgangsperioden toppet ut, har globale aksjer i mediantilfellet falt med over 15 prosent over en periode på 86 dager.
- Globale aksjer har i fire av fem oppgangsperioder etterfulgt av kraftig fall endt på et lavere nivå enn før oppgangsperioden startet.
- Optimismen har funnet veien tilbake til aksjemarkedet; sentimentet på side 8 er nå ett standardavvik over normalen.
- Men all erfaringen med tilsvarende oppgangsperioder, som den perioden vi har lagt bak oss i 2019, tilsier at optimismen kan bli kortvarig; nedsiderisikoen i globale aksjer har derfor økt på kort sikt.



	Dato	Fra rekyltopp	Endelig bunn	Sentiment			
	rekylstart	til endelig	% over/under	ved rekyl-			
	Rekyltopp	bunn i %	rekylstart	start			
	Rekyl i %	etter rekyl					
1	21.09.2001	06.12.2001	21,4 %	23.07.2002	-27,8 %	-12,3 %	-1,93
2	09.10.2002	06.11.2002	15,8 %	12.03.2003	-15,4 %	-2,0 %	-1,89
3	17.03.2008	19.05.2008	15,2 %	09.03.2009	-51,6 %	-44,2 %	-2,44
4	04.10.2011	28.10.2011	13,8 %	25.11.2011	-9,9 %	2,5 %	-2,24
5	29.09.2015	01.12.2015	10,8 %	11.02.2016	-14,9 %	-5,6 %	-1,67
Siste	24.12.2018	22.02.2019	14,9 %	??	??	??	-1,81
Median			15,0 %		-15,4 %	-5,6 %	-1,91

Kilde: Ned Davis Research og Formuesforvaltning

Økonomiske hendelser

Oljeselskapene på norsk sokkel anslår investeringene innen olje, gass og rørtransport til å bli 172,7 milliarder kroner i inneværende år og 158,5 i 2020. Det viser den siste av Statistisk sentralbyrås investeringsundersøkelse. Rapporten utgis hvert kvartal og viser samlede investeringer for norske oljerelaterte bedrifter og hvor mye de forventer å investere fremover. Anslaget for 2019 har blitt nedjustert med 1,4 prosent siden forrige rapport etter å ha blitt justert opp med ti milliarder kroner i hver av de to foregående kvartalene. Oljeinvesteringene på norsk sokkel nådde en topp i 2014 før de falt 33,7 prosent gjennom 2015 til og med 2017; så tok investeringene seg opp i fjor. Samlede oljeinvesteringer i 2018 endte på 151,8 milliarder kroner, opp to prosent siden 2017. Anslaget for 2019 innebærer en nominell investeringsvekst på om lag 14 prosent i 2019. Til sammenlikning ventet Norges Bank en vekst i oljeinvesteringene på 10,5 prosent i Pengepolitisk rapport publisert i desember 2018. Imidlertid er det ventet at Norges Bank vil oppjustere sine anslag på oljeinvesteringer. Investeringstallene, lagt frem av SSB torsdag, tyder på at oljeinvesteringene er på vei opp og vil være en viktig driver

for veksten i den norske økonomien kommende år.

Onsdag offentliggjorde den amerikanske sentralbanken Federal Reserve (Fed) sitt referat fra rentemøtet i januar. Referatet inneholdt få overraskelser, men det var knyttet spenning til hva rentekomiteéen vurderte rundt Feds noe overraskende raske endring i pengepolitikken den siste måneden. Referatet viste en bred oppslutning om å ta en pause i rentehevingene, og mange av deltakerne mener en videre renteoppgang er avhengig av at inflasjonen tar seg opp. Markedet priser inn at styringsrenten vil holde seg uendret gjennom 2019. Referatet viste også at et flertall i Fed ønsker å stanse nedbyggingen av sentralbankens balanse i andre halvår i år. Nedbyggingen av balansen ble satt i gang høsten 2017 ved tidligere sentralbanksjef Janet Yellen. Feds balanse hadde i 2017 steget til 4500 milliarder dollar siden finanskrisen gjennom kvantitative lettelser.

Referatet fra rentemøtet i Den europeiske sentralbanken ESB i januar viste sentralbankens bekymring for at en eskalerende handelskonflikt skal ha negativ innvirkning på verdensøkonomien. De siste ukene har USA truet med

handelsrestriksjoner rettet mot europeiske land, og da med spesielt fokus mot den tyske bilindustrien. På rentemøtet endret ESB vurderingen rundt de økonomiske utsiktene fra at risikoen var «bredt balansert» til at det er større nedsiderisiko. Veksten i eurosonen er på det laveste siden 2015 med en kvartalsvekst på 0,2 prosent de siste to kvartalene og det er ventet at veksten er svakere enn ventet i kvartalene som kommer. Med andre ord kan det føre til at sentralbanken må utsette normaliseringen av pengepolitikken.

Tidligere i februar varslet svenske Riksbanken gode utsikter for inflasjonen i 2019. Svensk kjerneinflasjon uten rentekostnader overrasket på nedsiden. Årsveksten i svenske priser målt ved KPIF falt 0,1 prosentpoeng siden desember og endte på 1,9 prosent i januar. Det var 0,3 prosentpoeng lavere enn ventet av konsensus.

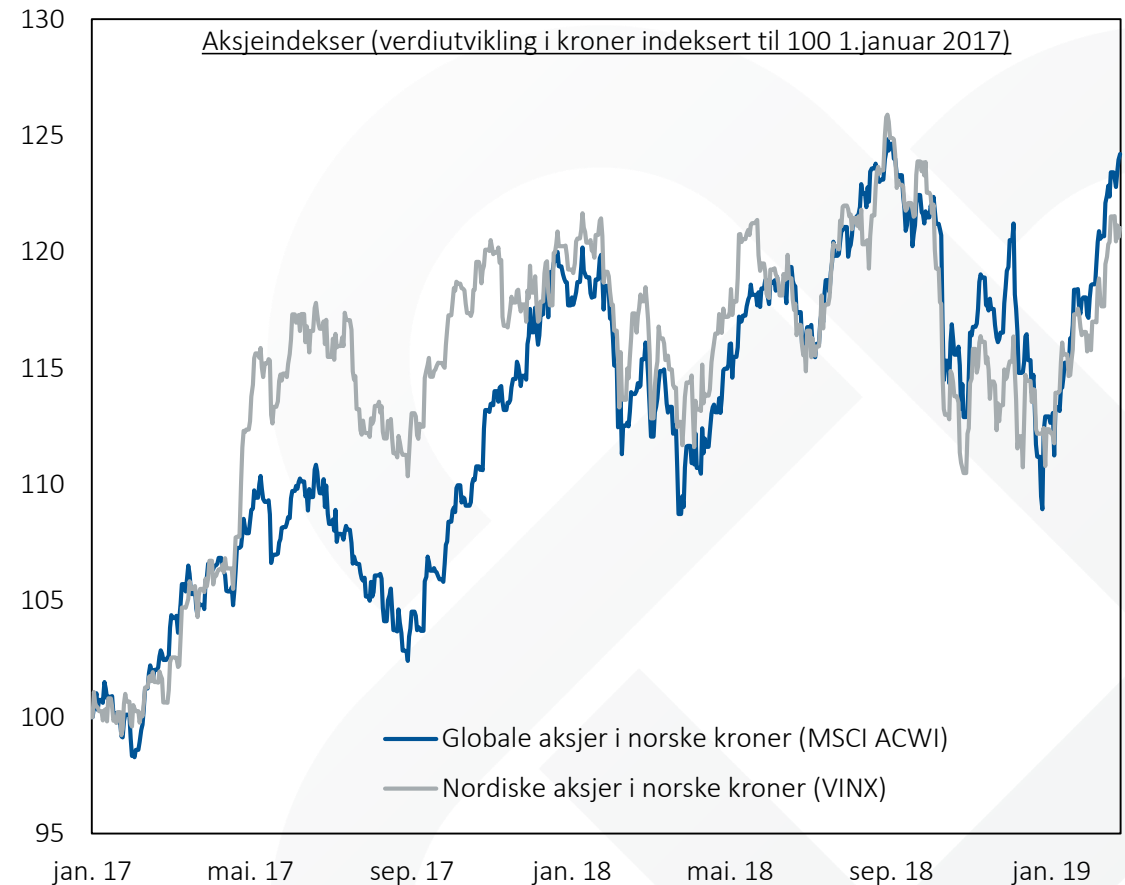
Aksjemarkedet

De globale aksjemarkeder fortsetter sin svært sterke utvikling. Sist uke steg verdens aksjemarkeder, målt ved MSCI ACWI, ytterligere 1,2 prosent, og er dermed opp 10,9 prosent hittil i 2019. Alle de store regioner og langt de fleste enkeltmarkeder utvikler seg sterkt hittil i 2019, dog med noen styrkeforskjeller. Børsene i de modne økonomier har hittil i år gått noe bedre enn børsmerkene i de fremvoksende økonomier, men sist uke var utviklingen i favør av sistnevnte.

Som nevnt over utviklet børsene i de fremvoksende økonomier seg sterkt sist uke. MSCI Emerging-indeksen steg hele 2,8 prosent og er dermed opp 9,8 prosent for året. Enkelte latinamerikanske markeder, herunder Brasil samt børsene i Hong Kong og Shanghai, er særlig sterke hittil i år. Alle disse tre er opp rundt 12 prosent så langt i 2019. Sist uke ledet Shanghai Composite-indeksen an med en oppgang på 4,5 prosent. Hovedindeksen MOEX i Moskva har relativt sett hatt en svak start på året, med en oppgang på fem prosent. Også det indiske børsmarkedet har en svak start på året, hvilket formodes å skyldes usikkerhetene i forbindelse med det kommende statsministervalget senere på våren.

Børsene i USA fortsatte sin positive utvikling sist uke. Dow Jones-indeksen er nå kun tre prosent under sin historisk høyeste notering som ble satt den 3. oktober i fjor, hvilket betyr at mer eller mindre all nedgang fra fjerde kvartal 2018 er hentet tilbake. Best utvikling så langt i 2019 har indeksen for små og mellomstore selskaper, Russel 2000, hatt. Denne er opp nesten 18 prosent i løpet av årets åtte første uker, fulgt av den vekst- og teknologitunge Nasdaq-indeksen, som er opp 13,5 prosent i samme periode.

De europeiske børsmerkene hadde en noe mer moderat utvikling sist uke og MSCI Europe-indeksen steg 0,6 prosent. London-børsen er fortsatt svakest av de store markeder i Europa hittil i år, med sine 6,7 prosent, etter et fall sist uke på 0,8 prosent.



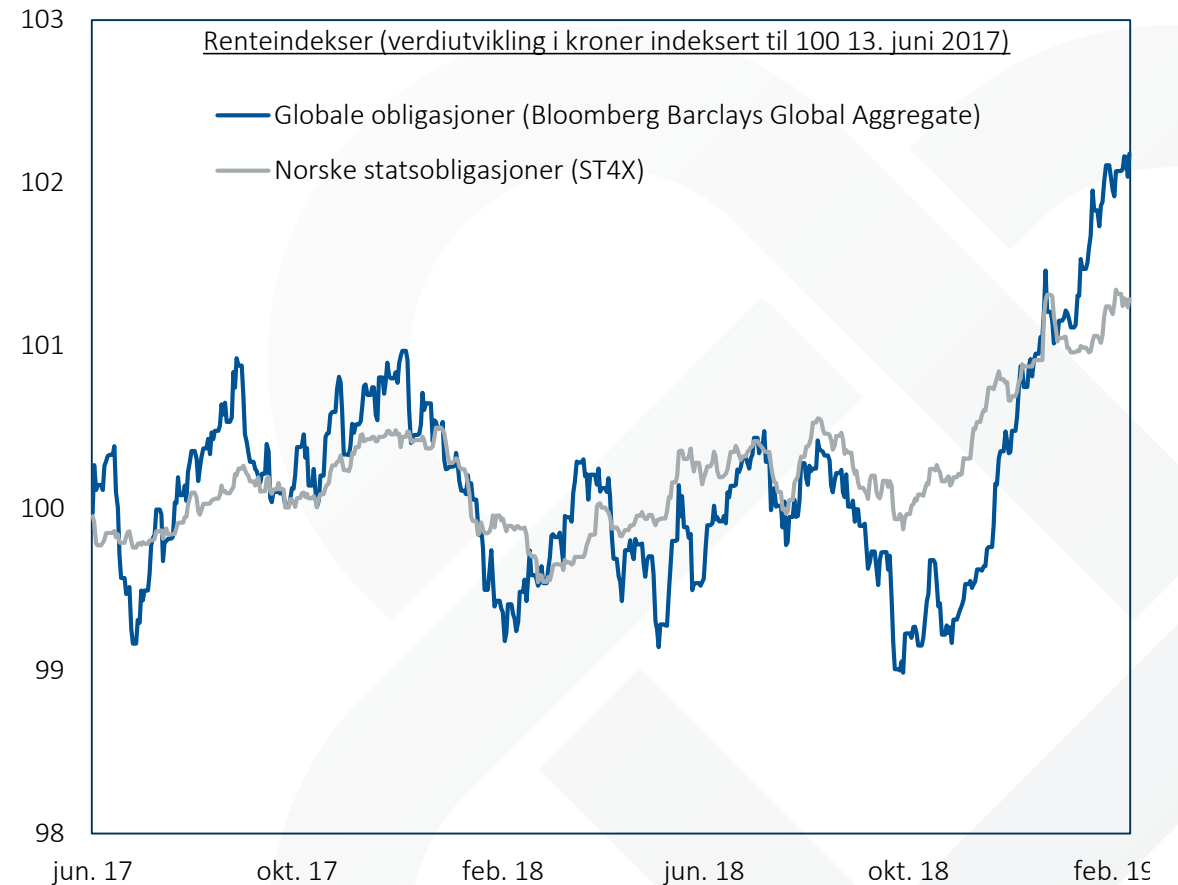
Rentemarkedet

Sentimentet i de globale rentemarkedene i forrige uke var preget av et brokete nyhetsbilde. Den europeiske sentralbanken ESB indikerte i referatet fra sitt siste rentemøte at de fortsatt tror det er mulig å heve renten mot slutten av 2019, men dette avhenger av hvordan veksten og makroøkonomiske nøkkeltall utvikler seg fremover. Brexit-prosessen fortsetter å forstyrre markedsbildet med sin særdeles rotete og politisk «ustabile» fremdrift med potensielle store og alvorlige konsekvenser for den britiske økonomien. Dette påvirker nå både det britiske pundet, samtidig som at den britiske realøkonomien synes å være negativt påvirket på noen områder.

Den amerikanske sentralbankens halvårslige rapport til Kongressen hvor de ikke forventer å redusere sin beholdning av obligasjoner (fra støttkjøp) til nivåer fra før finanskrisen. Dette er et positiv signal til rentemarkedet om at innstramningen av pengepolitikken ikke vil gå for fort.

Tendensen i de globale rentemarkedene i forrige uke var fallende renter utenfor Norge, hvor ti års statsrente steg med 0,04 prosentpoeng til 1,64 prosent. I Sverige falt tilsvarende tiårsrente med 0,06 prosentpoeng til 0,31 prosent, mens det var uendrede renter i England (på 1,15 prosent). I USA og Tyskland falt ti års statsobligasjonsrenten med 0,01 til henholdsvis 0,10 og 2,65 prosent.

Også i forrige uke var det en positiv uke i de globale kredittmarkedene, hvor kredittpåslagene falt eller var stabile i markedene for god og dårligere kredittkvalitet i USA og eurosone. I markedet for god kreditt økte kredittpåslagene i USA svakt med 0,02 prosentpoeng til 1,22 prosent, mens i EU var kredittpåslaget stabilt på 0,79 prosent. I markedet for dårligere kreditt i USA og EU falt kredittpåslaget med 0,02 og 0,11 prosentpoeng (til henholdsvis 4,19 og 3,98 prosent).



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	2126,7	0,6 %	5,8 %	10,3 %	8,7 %	42,9 %
MSCI World Index AC	Lokal	236,1	1,0 %	5,5 %	10,7 %	2,1 %	42,5 %
MSCI World Index	Lokal	4594,7	0,8 %	5,7 %	11,0 %	3,0 %	42,0 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	577,3	2,5 %	4,5 %	9,0 %	-4,8 %	46,8 %
Vinx (Norden)	NOK	398,1	-0,4 %	3,6 %	7,8 %	2,4 %	27,3 %
OSEFX (Norge)	NOK	847,4	0,9 %	3,9 %	9,3 %	7,9 %	51,5 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,1 %	0,1 %	1,4 %	2,5 %	3,2 %	12,8 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,2 %	0,4 %	2,0 %	5,2 %	3,7 %	31,8 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,1 %	0,6 %	1,1 %	4,7 %	6,8 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,0 %	0,4 %	1,1 %	4,5 %	2,6 %	17,9 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	1,1 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge (ST5X)	NOK	1,4 %	-0,1 %	0,5 %	0,9 %	2,6 %	2,8 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd	
USD/NOK	8,61	-0,3 %	0,5 %	-0,4 %	9,7 %	0,1 %	
EUR/NOK	9,78	0,2 %	0,1 %	-1,3 %	0,9 %	3,0 %	
Handelsvektet kronekurs (I44)	106,88	-0,3 %	0,2 %	-1,3 %	0,8 %	-0,6 %	
European Crude Dated Brent Spot	USD	66,52	0,8 %	9,8 %	25,1 %	0,7 %	95,4 %
Industrielle råvarepriser (JoC-ECRI)	USD	96,34	1,8 %	1,1 %	2,8 %	-14,3 %	21,4 %

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.

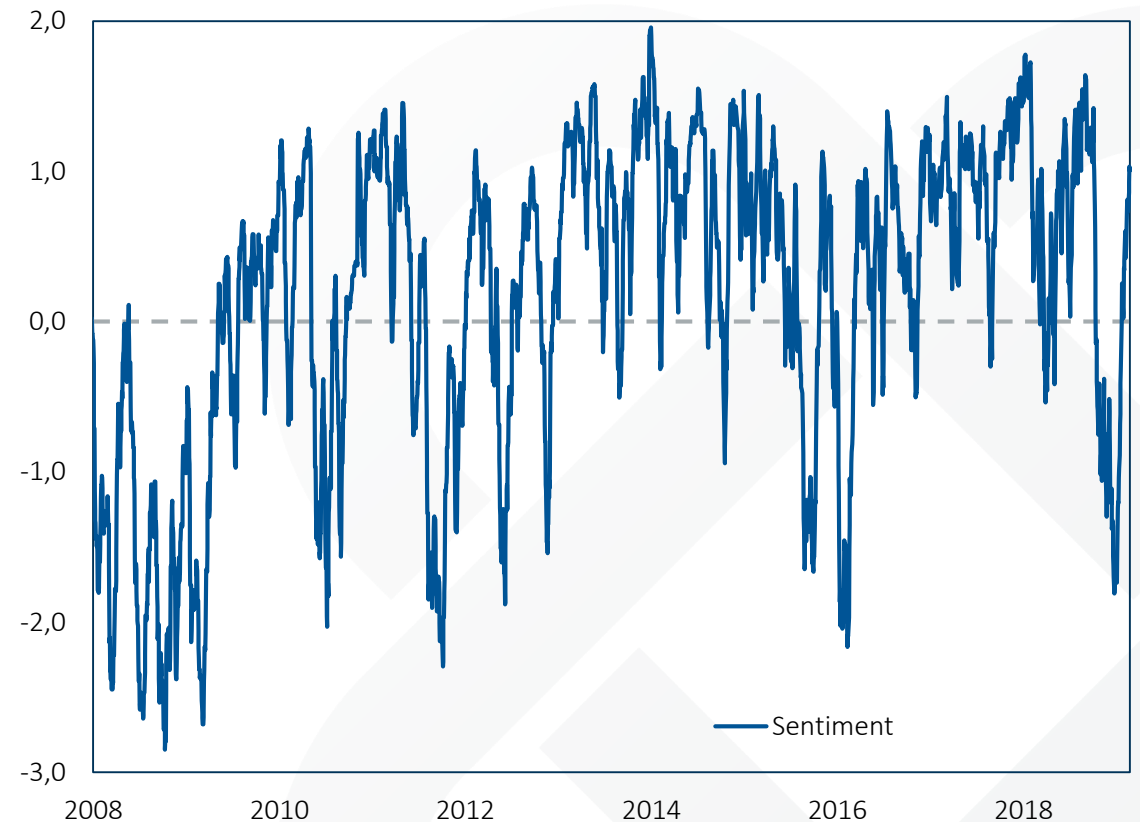
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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		6,3 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	5,3 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	7,5 %
		Siste måling
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	14 %	1,0

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 -6,6 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 februar 2019

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

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

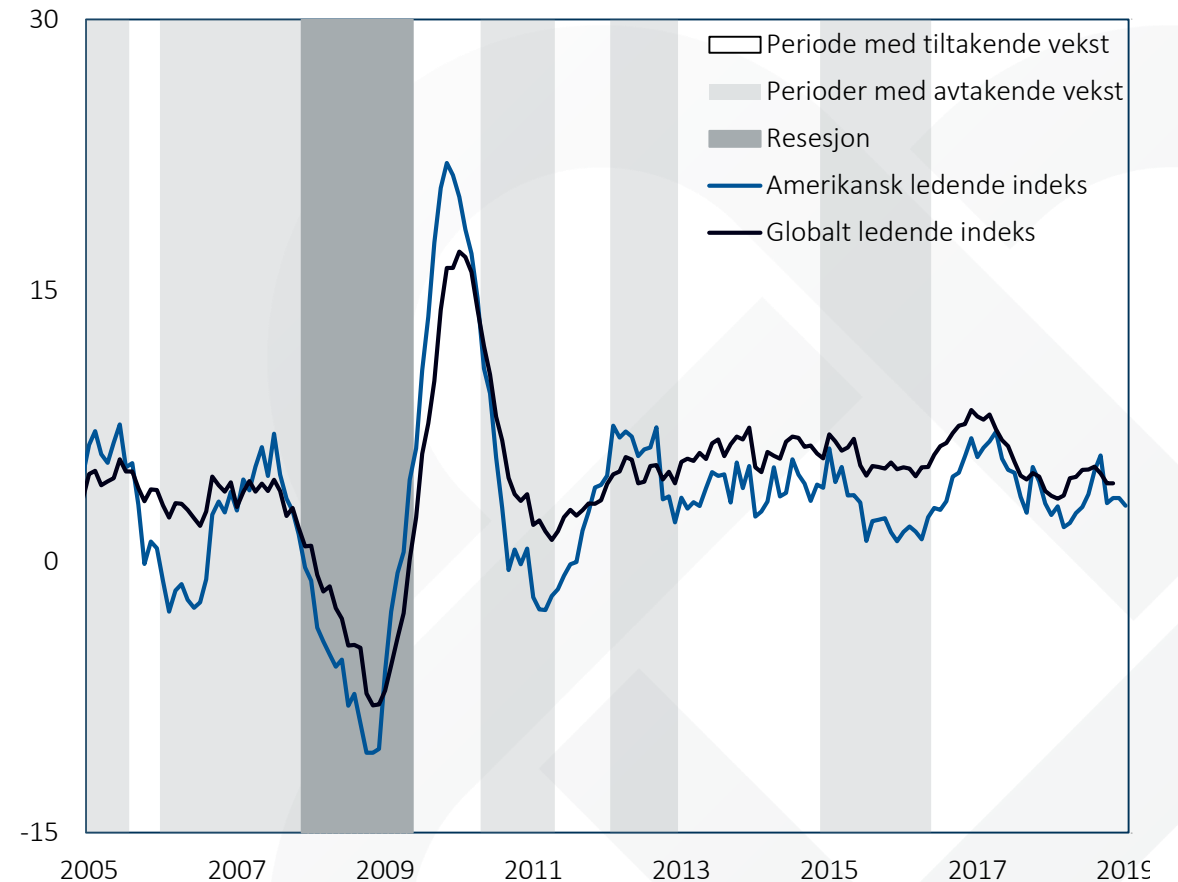
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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

