

# Ukesoppdatering

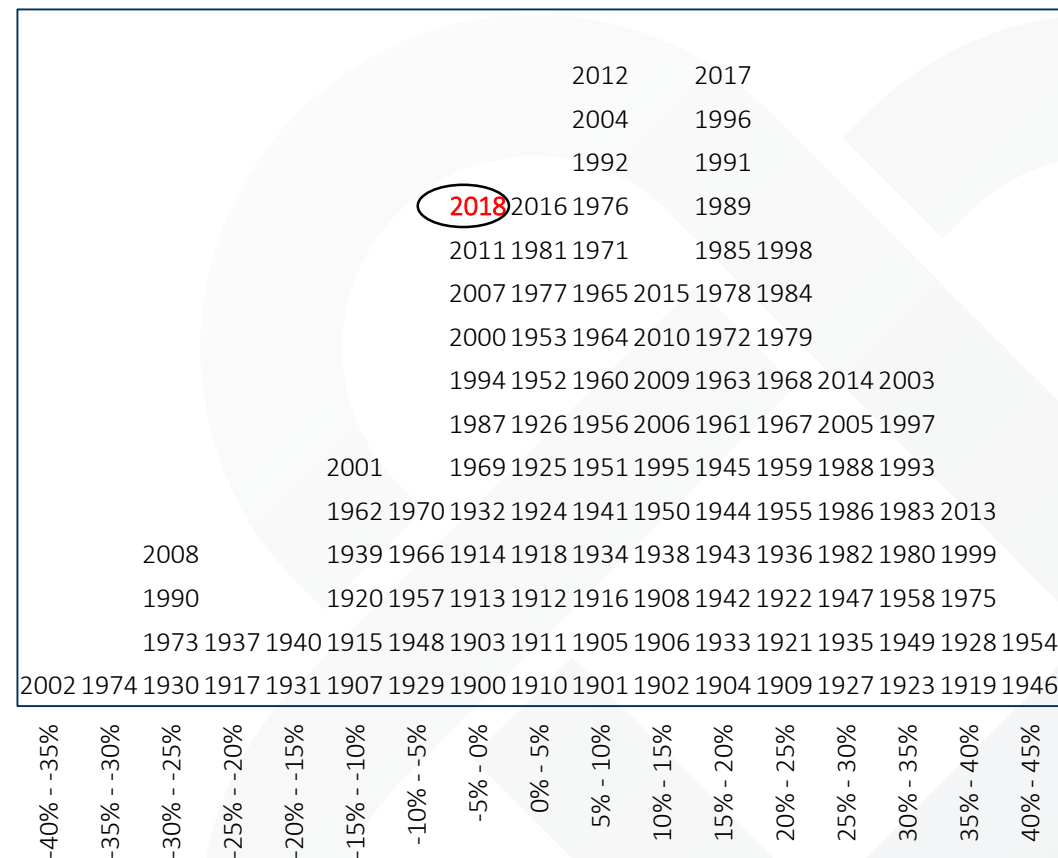
Uke 2

7. januar 2019



# Ukens figur: 2018 var godt innenfor normalen

- Etter den svake avslutningen på 2018 har pessimismen begynt å bite seg fast.
- Men det er hittil ingen grunn til å ta frem de store overskriftene.
- Forventet avkastning i globale aksjer er rundt fem prosent, og man må regne med svingninger rundt denne teoretiske avkastningsforventningen på 15 prosentpoeng.
- Det betyr at globale aksjer må stige med mer enn 20 prosent eller falle mer enn ti prosent i et kalenderår før man med rette kan si at utfallet havnet utenfor normalen.
- I ukens figur har vi plassert inflasjonsjustert realavkastning i globale aksjer målt i norske kroner for hver kalenderår siden 1900.
- Vi ser at 2018 havner på den venstre siden av histogrammet hvor realavkastningen har vært negativ.
- Kalenderåret 2018 er likevel godt innenfor de utfallene som må regnes som normale basert på over 100 års erfaring med aksjeinvesteringer.



Kilde: Dimson, Marsh og Staunton, R. Shiller og MSCI

# Økonomiske hendelser

Den siste uken før juleferien var en rekke sentralbanker på banen med de siste rentemøtene før utgangen av 2018.

Den amerikanske sentralbanken Federal Reserve hevet styringsrenten i desember med 0,25 prosentpoeng til intervallet 2,25-2,50 prosent. Fed signaliserte ytterligere to rentehevinger i 2019 og én i 2020. Rentehevingen i desember var den fjerde i rekken i 2018 og den niende på rad siden 2008. Fed viste til at svakere global vekst kan utgjøre en trussel, men generelt vurderer de risikobildet som balansert. Etter at det langsiktige, nøytrale rentenivået har blitt justert ned, så er dagens renter tett på det nøytrale rentenivået og Fed vil gå mer varsomt frem med innstrammingene enn tidligere. Fredag sist uke uttalte Fed-sjef Jerome Powell at de vil være tålmodige og se an hvordan økonomien utvikler seg.

I likhet med Fed hevet den svenske Riksbanken styringsrenten i desember, men justerte samtidig ned rentebanen noe. Svensk styringsrente er nå på minus 0,25 prosent. Riksbanken begrunnet rentehevingen med at inflasjonen har stabilisert seg rundt to prosent til tross for at

den har avtatt noe den siste tiden. I tillegg har inflasjonsforventningene stabilisert seg rundt to prosent. Dermed anser Riksbanken behovet for en særlig ekspansiv finanspolitikk for noe redusert.

Bank of England (BoE) holdt styringsrenten som ventet uendret på 0,75 prosent på det siste rentemøtet i 2018. Alle ni medlemmer av den pengepolitiske komitéen stemte for uendret rente. Det er mye usikkerhet rundt brexit-prosessen og en hard brexit kan ifølge den britiske sentralbanken få utslag begge veier; med andre ord vil utfallet av brexit være avgjørende for pengepolitikken fremover.

Den amerikanske innkjøpssjefindeksen ISM hadde det største månedlige fallet siden finanskrisen i desember. ISM-indeksen falt med 5,2 poeng til 54,1 i desember, mens det var ventet av konsensus en nedgang til 57,5. Stemningen blant industriens innkjøpssjefer indikerer fortsatt god vekst i den amerikanske økonomien til tross for det store fallet.

Fredagens arbeidsmarkedsrapport fra USA viste at sysselsettingen utenom jordbruket økte med 312 000 i desember. Etter en svak utvikling i november var det på

forhånd ventet av konsensus en vekst på 184 000 sysselsatte, ifølge tall fra Bloomberg. Arbeidsledigheten steg imidlertid fra 3,7 til 3,9 prosent. På forhånd var det ventet at arbeidsledigheten ville holde seg uendret. Timelønningene økte med 0,4 prosent fra november til desember, hvilket gir en årsvekst på 3,2 prosent.

Norske boligpriser falt med 0,2 prosent fra november til desember. Det viser bruktboligprisstatistikken fra Eiendom Norge. Korrigert for sesongvariasjoner var boligprisene opp 0,7 prosent. Årsveksten i boligprisene endte på 2,8 prosent på landsbasis. Dataene viser imidlertid at det er store regionale forskjeller. I Oslo falt boligprisene med 0,2 prosent fra november til desember, men steg med 6,3 prosent i 2018. I motsatt ende av skalaen finner vi Trondheim, hvor boligprisene falt med 2,0 prosent i desember, og har falt med 0,8 prosent i 2018.

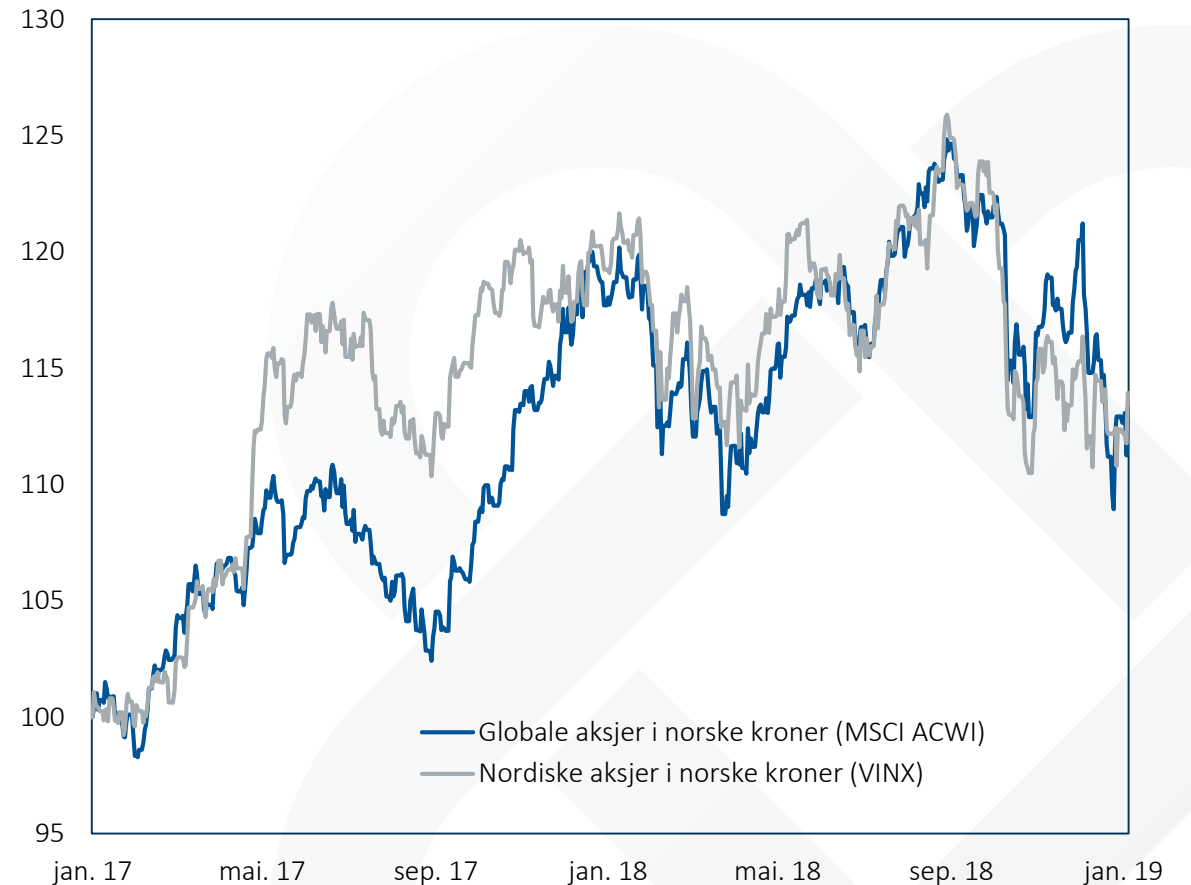
# Aksjemarkedet

Etter en meget volatil romjul for verdens aksjemarkeder, der store oppganger den ene dagen endte med store nedganger dagen etter, endte den første uken av 2019 med en god oppgang. Verdensindeksen MSCI ACWI endte uken opp 1,6 prosent. Alle hovedregioner, endte i pluss og av store enkeltland var det kun Japan som startet året negativt. Nikkei 225-indeksen falt betydelige 2,3 prosent.

Børsene i USA hadde, som verdensindeksen, en god start på året. Alle de relevante hovedindeksene endte solid opp. Den teknologitunge Nasdaq-indeksen samt småselskapsindeksen Russell 2000, endte særlig mye opp, med henholdsvis 2,3 og 3,2 prosent. Risikoappetitten tiltok sist uke, noe som blant annet ses ved at fryktindeksen VIX falt hele 24,6 prosent.

Som i USA, utviklet de europeiske børsene seg meget positivt den første uken av året. MSCI Europe-indeksen steg 2,2 prosent. Alle deler av det europeiske kontinentet viste positiv utvikling, dog med Madrid-børsen samt Oslo Børs og Helsinki-børsen som særlig positive bidrag. De to sistnevnte markeder var best med en oppgang for 3,6 prosent for de respektive hovedindekser. Oslo Børs ble særlig positivt påvirket av at prisen på nordsjøoljen steg med over ni prosent. Dette satte i gang investeringsviljen i oljeservice og oljeaksjer etter en begredelig utvikling i fjerde kvartal 2018 for disse sektorene.

Børsene i de fremvoksende økonomier hadde også en positiv start på børsåret og MSCI Emerging-indeksen steg med 0,3 prosent. Det var børsmerkene utenfor den asiatiske regionen som var spesielt positive. Det brasilianske aksjemarkedet fortsatte utviklingen fra 2018 med en solid oppgang. Ibovespa-indeksen i Sao Paulo steg hele 4,5 prosent i årets første uke. Den andre indeksvinneren fra 2018, MOEX i Moskva, startet også 2019 på en positiv måte, med en oppgang på to prosent.

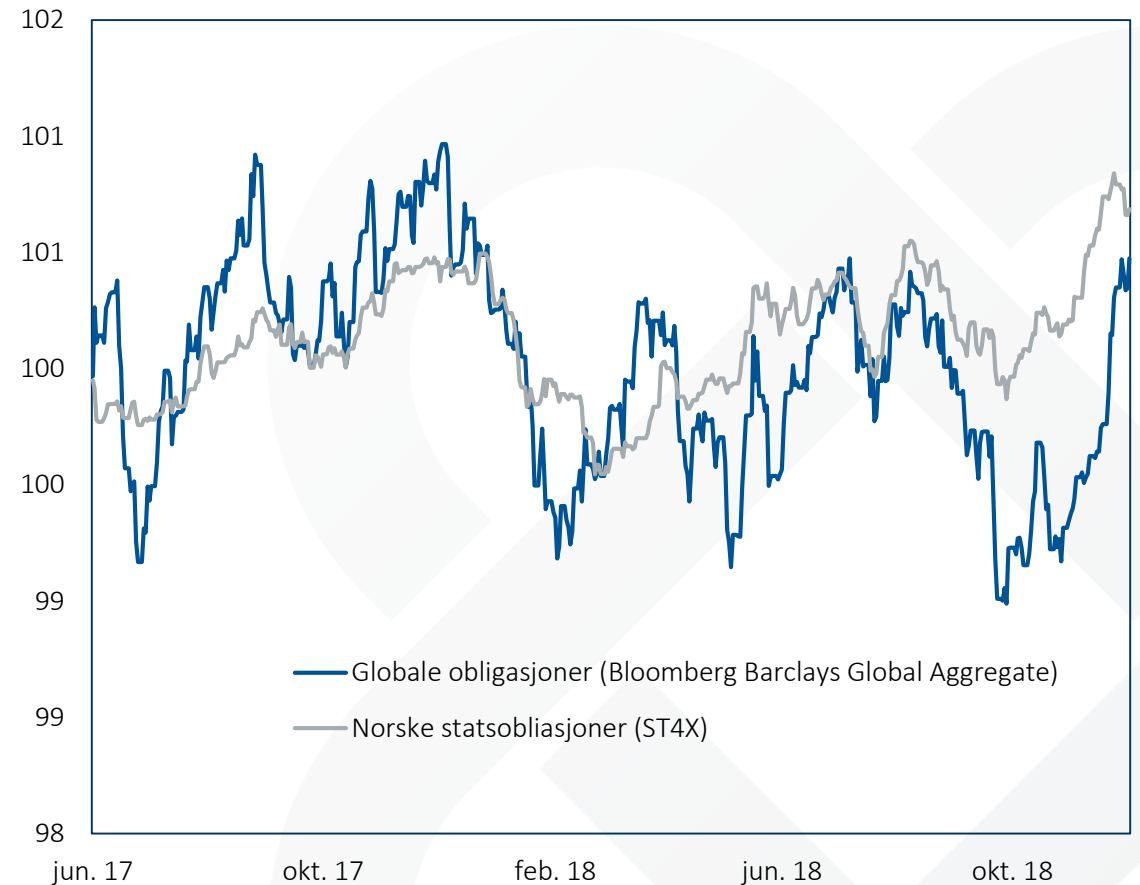


# Rentemarkedet

Sist uke var hovedfokuset på økonomiske nøkkeltall i USA. Det ble rapportert sterke sysselsettingstall og sterkere lønnsvekst. I tillegg var den amerikanske sentralbanken Fed ute med signaler om at de vil være tålmodige med pengepolitikken. Basert på dette og mindre positive konjunkturutsikter har rentemarkedet nå totalt endret syn på fremtidige rentehevinger fra Fed. Markedet priser nå uendrede renter gjennom 2019 med omtrent 25 prosents sannsynlighet for rentekutt innen årsslutt 2019. Dette er stikk motsatte forventninger fra kun en til to måneder siden hvor rentehevinger var priset inn.

De fleste internasjonale rentemarkeder var preget av fallende renter i årets første uke. I USA og Tyskland falt renten på ti års statsobligasjoner med henholdsvis 0,05 og 0,03 prosentpoeng til henholdsvis 2,67 og 0,21 prosent. I Sverige og Norge falt også renten; her med 0,06 og 0,08 prosentpoeng til henholdsvis 0,40 og 1,67 prosent. Etter mye svingninger de siste ukene har tiårsrenten i Italia igjen steget med 0,16 prosentpoeng til 2,89 prosent; her er det fortsatt bekymringer rundt fremtidig utvikling i statsfinansene og italiensk økonomi som preger markedssentimentet.

Første uken av 2019 var en relativt stabil uke i de globale kredittmarkedene i forhold til de siste ukene av 2018. I USA falt kredittpåslagene i markedet for dårligere kredittkvalitet med 0,26 prosentpoeng til 4,96 prosent, mens i markedet for god kredittkvalitet steg kredittpåslaget med 0,02 prosentpoeng til 1,49 prosent. I Europa steg kredittpåslagene videre for god og dårligere kredittkvalitet med henholdsvis 0,05 og 0,15 prosentpoeng til henholdsvis 0,99 og 4,68 prosent. I det nordiske og norske kredittmarkedet har det vært en rolig jul og nyttår samt inngang til 2019 med lite omsetning og marginale prisendringer. Imidlertid vil reprisingen i de fleste kredittpåslag i det norske og nordiske markedet fortsette basert på utviklingen i de globale kredittmarkeder.



# Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HiÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	1940,5	0,3 %	-3,6 %	0,6 %	-4,2 %	20,9 %
MSCI World Index AC	Lokal	214,8	1,3 %	-5,3 %	0,7 %	-8,7 %	23,8 %
MSCI World Index	Lokal	4177,7	1,5 %	-5,5 %	0,9 %	-8,2 %	22,9 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	526,2	-0,3 %	-3,8 %	-0,6 %	-12,6 %	31,5 %
Vinx (Norden)	NOK	374,9	1,4 %	0,3 %	1,5 %	-5,4 %	13,6 %
OSEFX (Norge)	NOK	803,0	3,6 %	-3,5 %	3,6 %	0,2 %	34,3 %

Renteindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HiÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	251	0,2 %	0,7 %	0,1 %	-0,7 %	10,8 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	352	0,9 %	-0,9 %	0,8 %	-1,7 %	23,6 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	222	0,3 %	1,1 %	0,2 %	3,2 %	8,8 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	359	1,0 %	1,6 %	1,0 %	-3,7 %	15,9 %
Kort stat Norge (ST1X)	NOK	3452	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,6 %	1,6 %
5 års stat Norge(ST5X)	NOK	6694	0,7 %	0,9 %	0,7 %	1,0 %	3,2 %

Valuta og råvarer		Siste	1 uke	1 mnd	HiÅ	12 mnd	36 mnd
USD/NOK		8,61	-1,1 %	1,3 %	-0,4 %	6,8 %	-3,2 %
EUR/NOK		9,82	-1,5 %	1,7 %	-0,9 %	0,8 %	1,9 %
Handelsvektet kronekurs (I44)		107,68	-0,7 %	2,0 %	-0,6 %	0,3 %	-2,5 %
European Crude Dated Brent Spot	USD	56,58	9,0 %	-6,6 %	6,4 %	-17,2 %	56,2 %
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.

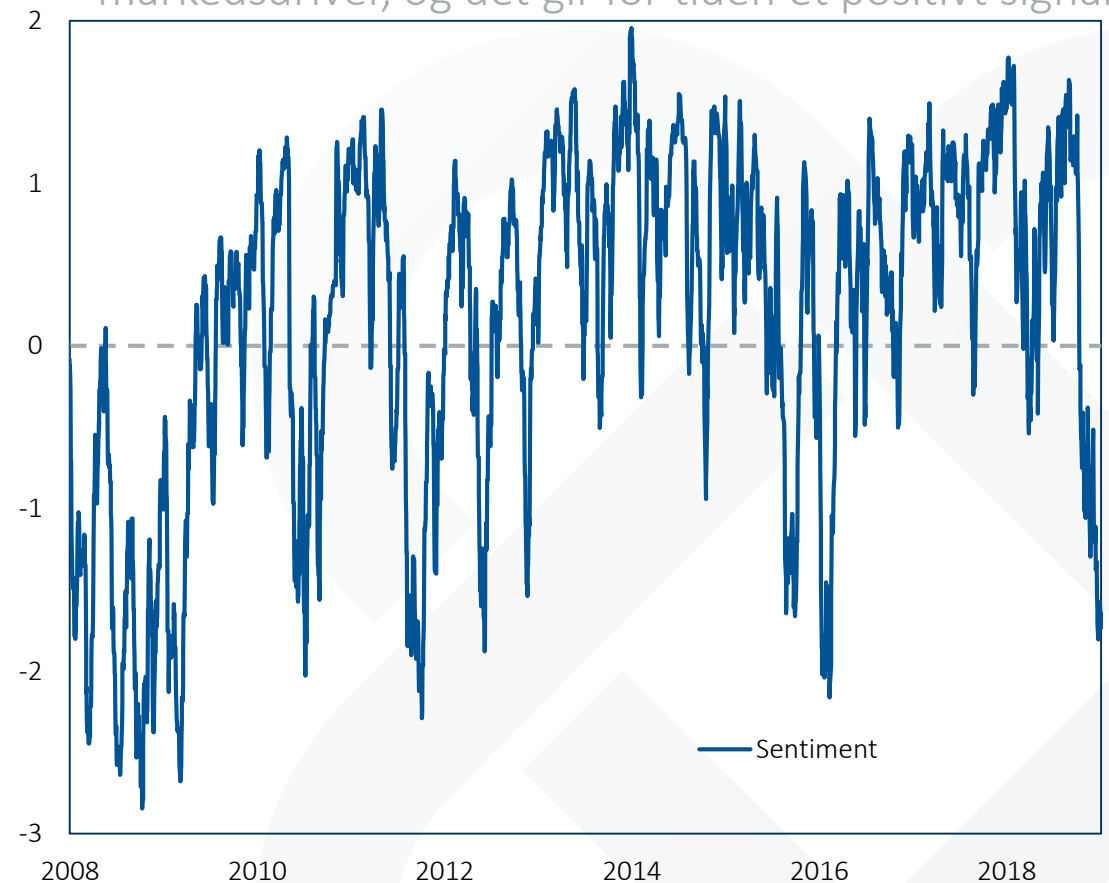
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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		5,8 %
Årlig realavkastning når sentimentet er høyt (over 0)	57 %	4,9 %
Årlig realavkastning når sentimentet er lavt (under 0)	43 %	7,0 %
		<b>Siste måling</b>
Andel av tiden sentimentet har vært høyere enn i dag	92 %	-1,6

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.

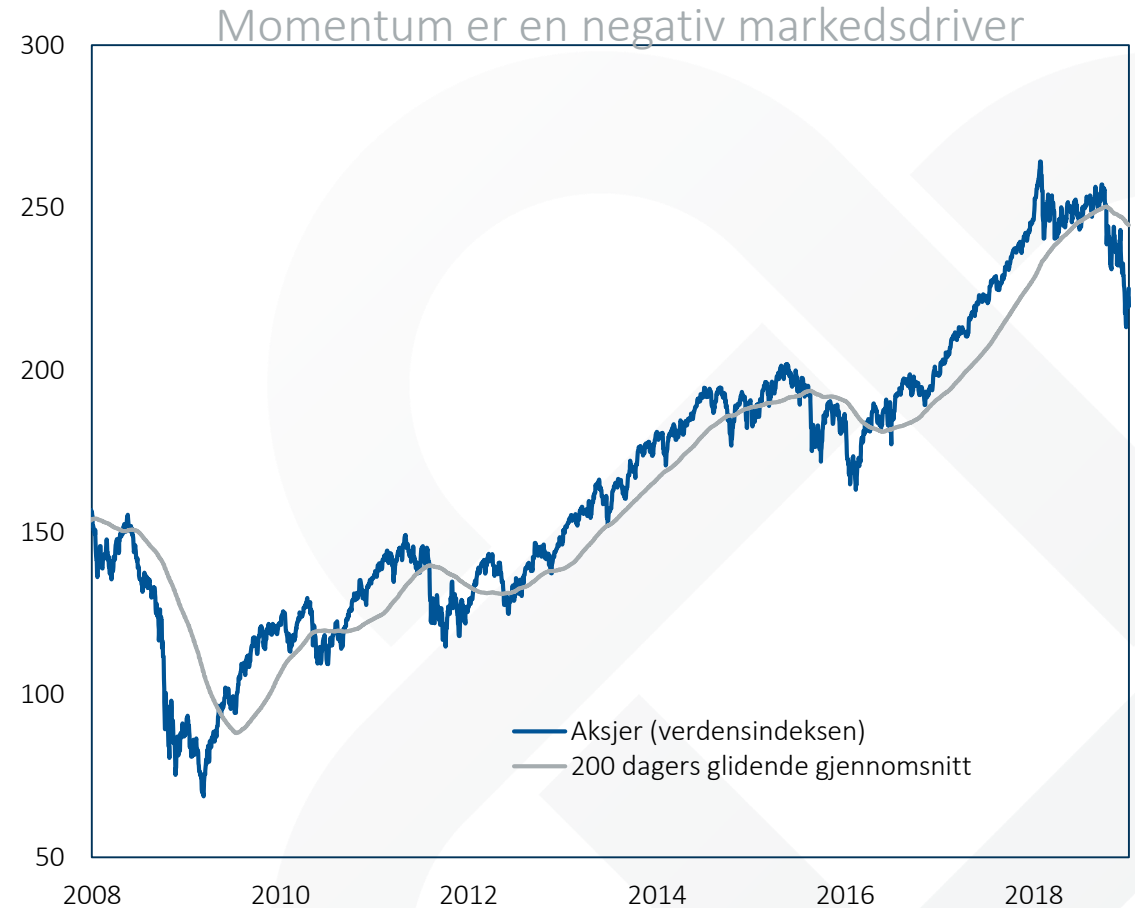
Når momentum har vært positivt, har verdensindeksen fra 1997 og frem til i dag gitt en annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning på 5,5 prosent. I perioder med negativt momentum har markedet gitt en annualisert, gjennomsnittlig realavkastning på -9,0 prosent

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 desember 2018

	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 %	-8,5 %



# Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

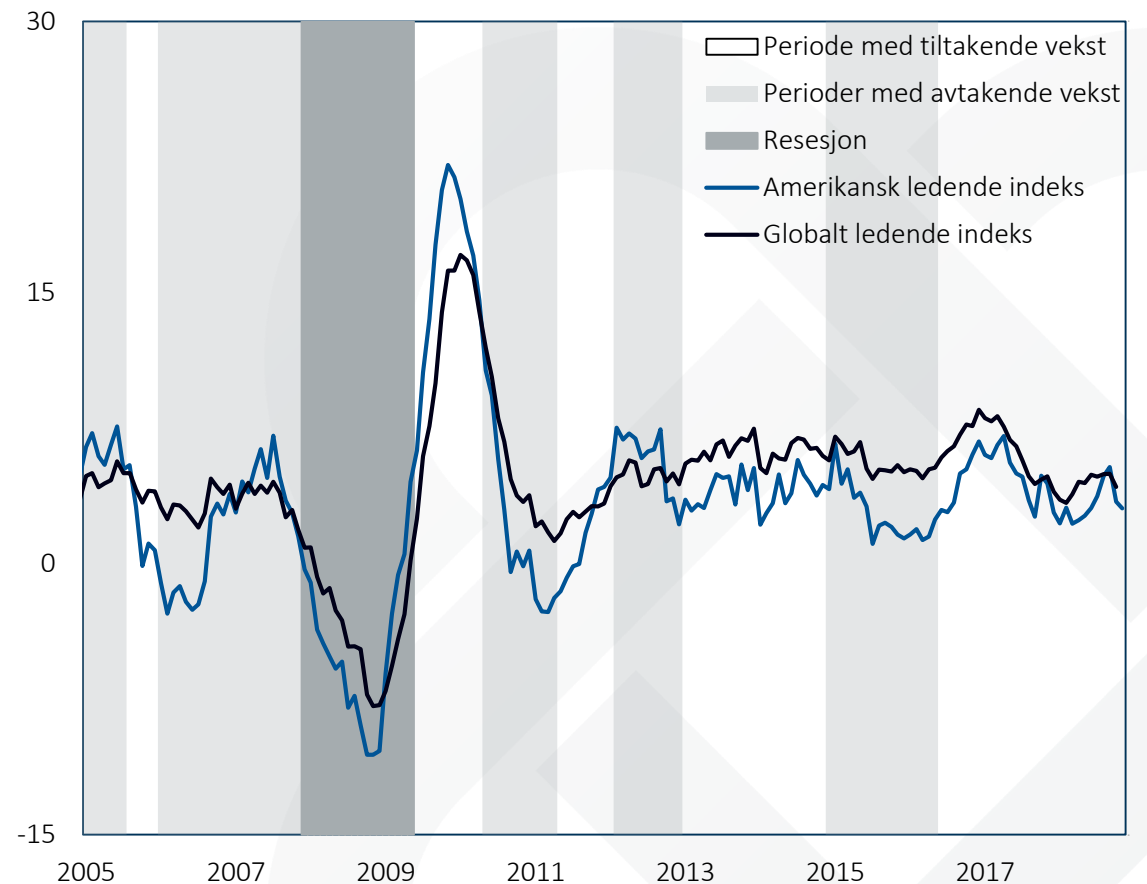
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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

