

Ukesoppdatering

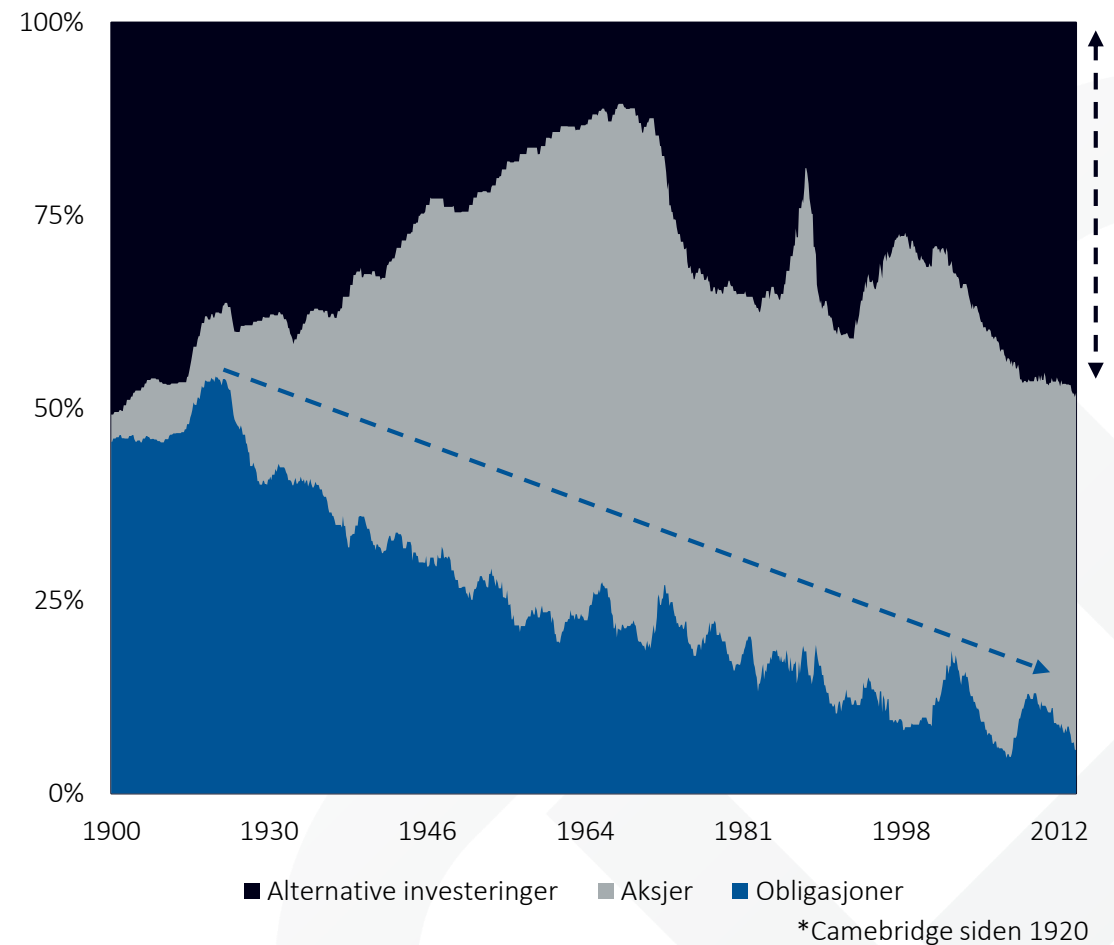
Uke 8

18. Februar 2019



Ukens figur: Aktivaallokering i universitetsstiftelser siden 1900

- Universitetsstiftelser er interessante å studere fordi det gir oss innsikt i sofistikerte investeringsstrategier.
- I tillegg har universitetsfond tilgang til spesielt god fagkompetanse om finansielle investeringer.
- Denne ukens figur tar for seg gjennomsnittlig aktivaallokering i de fire store universitetsstiftelsene; Harvard, Princeton og Yale siden 1900 og Camebridge siden 1920.
- Fra figuren ser vi at risikoen har økt kontinuerlig siden 1920-tallet, jf. den stadig fallende renteandelen.
- Andelen alternative aktiva har økt siden 1970-tallet til å utgjøre nesten 50 prosent av allokeringen i de fire store universitetsstiftelsene ved utgangen av 2018.
- På begynnelsen av 1920-tallet var andelen «alternative aktiva» høy fordi eiendom inngår i den moderne definisjonen av «alternative aktiva»; det betyr at eiendom var en konvensjonell aktivaklasse for 100 år siden, mens aktivaklassen i dag regnes som «alternativ».
- Lærdommen vi kan lese ut fra universitetsfondenes allokering er at porteføljeskiftene delvis har kommet som en reaksjon på endringer i kapitalmarkedene.
- Samtidig ser vi se at disse langsiktige, kompetente og store fondene har gjort bevisst valg utover å reagere på endringer rundt seg; de har eksempelvis allokert langt mer inn i alternative investeringer enn dynamikken i kapitalmarkedet skulle tilsi.



Økonomiske hendelser

Torsdag holdt sentralbanksjef Øystein Olsen sin årstale. Her advarte han mot faren ved å holde styringsrentene for lave før en ny økonomisk nedtur. «Rentenivået i Europa er fortsatt lavt, og en normalisering av pengepolitikken vil ta tid. I denne situasjonen vil nye, negative sjokk til økonomiene være svært ubeleilig. Innholdet i verktøykassen for å stå imot en ny nedgang er begrenset», sa sentralbanksjefen. Norges Bank satte opp styringsrenten for første gang på syv år i september i fjor. Olsen peker på at de fortsatt er bekymret for mulige følger av en uordnet britisk uttredelse av EU og handelskonflikten mellom USA og Kina. Risikobildet internasjonalt preges av svakere vekst og dersom utviklingstrekkene svekkes ytterligere vil det ha ringvirkninger til norsk økonomi og følgelig pengepolitikken.

Den svenske Riksbanken foretok ingen endringer i sin pengepolitikk ved rentemøtet sist uke. Både styringsrenten og rentekurven ble holdt uforandret. Dette innebærer at styringsrenten på minus 0,25 prosent videreføres, etter en noe overraskende renteheving i desember. Dette til tross for at vekstanslagene for økonomien ble nedjustert. Den svenske sentralbanken venter en vekst på 1,3 prosent

inneværende år, en nedjustering på 0,2 prosentpoeng fra tidligere anslag. I tillegg mener sentralbanken at det er gode utsikter for at inflasjonen, målt ved KPIF, når 2,0 prosent i 2019. Sentralbanksjef Ingves overrasket de fleste med sin uttalelse om at den svenske økonomien tåler en ytterligere renteheving i andre halvdel i år.

Statistisk sentralbyrå (SSB) la forrige uke frem inflasjonstallene for januar. Årsveksten i konsumprisene ble redusert fra 3,5 prosent i desember til 3,1 prosent i januar. Nedgangen skyldes i hovedsak priser på klør og sko. Kjerneinflasjonen (KPI-JAE) i januar var uendret på 2,1 prosent i januar.

Mens inflasjonen her hjemme avtok sist måned, var prisveksten høyere enn ventet i USA i januar. Årsveksten i amerikansk kjerneinflasjon var uendret på 2,2 prosent. Federal Reserve venter i hovedsak på at inflasjonen skal ta seg opp igjen før det blir aktuelt med ny renteheving. I Storbritannia falt samlet inflasjonen fra 2,0 i desember til 1,8 prosent i januar etter fall i energiprisene.

Den økonomiske veksten i Storbritannia avtok i fjerde

kvartal. Kvartalsveksten i britisk BNP falt fra 0,6 prosent i tredje kvartal til 0,2 prosent i fjerde kvartal. Årsveksten i den britiske økonomien endte på 1,4 prosent, noe som er den laveste veksten siden 2009. Bank of England varslet tidligere i år om at de ventet svakere vekst i 2019 som følge av svakere utsikter internasjonalt og økt usikkerhet som følge av brexit.

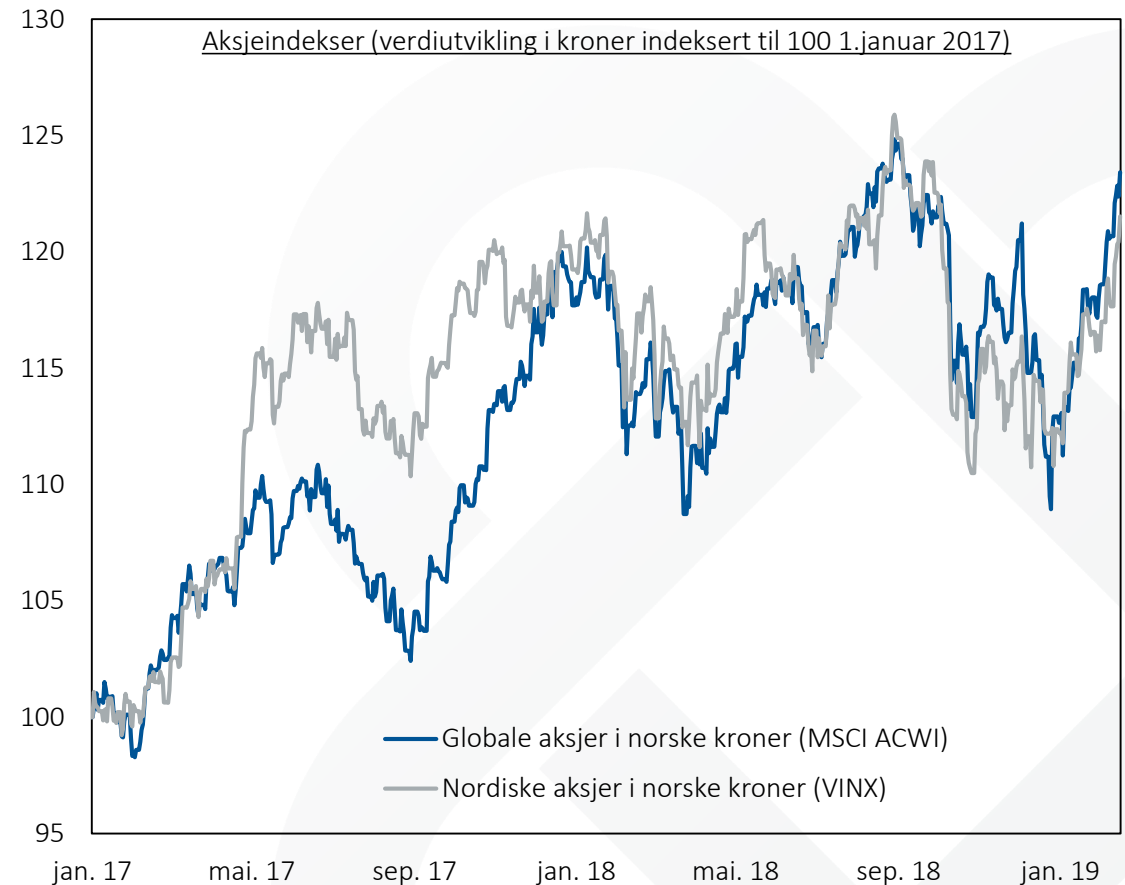
Den tyske økonomien unngikk en såkalt teknisk resesjon med negativ BNP-vekst i to eller flere påfølgende kvartaler. I fjerde kvartal i fjor var det nullvekst i tysk BNP etter flere midlertidige forhold, som for eksempel nye utslippstester på biler, har trukket ned den økonomiske veksten.

Aksjemarkedet

Det ble en sterk oppgang sist uke i de fleste modne markeder, mens innad i fremvoksende markeder var bildet noe mer blandet. Målt i lokal valuta endte MSCI World indeksen opp 2,5 prosent, mens MSCI Emerging Markets-indeksen endte marginalt ned. Europa og Norden endte begge opp over 3 prosent i lokal valuta sist uke, og er dermed for året opp henholdsvis cirka 8,9 og 11 prosent. Oppgangen i Europa står i kontrast til de svake makroøkonomiske tallene som har blitt rapportert i senere tid. Tyskland rapporterte i forrige uke null vekst for fjerde kvartal, og Italias økonomi har hatt negativ vekst to kvartaler på rad, som ofte brukes som definisjonen på en resesjon. Optimismen i markedene sist uke har vært knyttet til de pågående møtene mellom USA og Kina, og hvorvidt partene kan nærme seg en fremtidig løsning på en handelsavtale.

I USA endte S&P500 indeksen opp 2,5 prosent sist uke, noe mer enn den teknologitunge Nasdaq indeksen som endte opp 2,4 prosent. Største oppgang (+4,2 prosent) kom fra de minste selskapene på børsen, som også for året leder an med over 16 prosent avkastning (Russel 2000-indeks). Som nevnt ble utviklingen i fremvoksende markeder noe blandet sist uke. Målt i norske kroner ble India, Sør-Afrika og Kina de største negative bidragsyterne i MSCI Emerging Markets indeksen. Største positive bidrag sist uke kom fra Brasil, Taiwan og Sør-Korea.

De nordiske markedene utviklet seg også meget positivt sist uke. Oslo børs så den høyeste avkastningen (+4,2 prosent), hovedsakelig drevet av energisektoren, som endte opp over seks prosent. Stockholmsbørsen endte opp 3,5 prosent, mens børsene i Danmark og Finland endte opp henholdsvis 3 og 1,1 prosent. Den nordiske Vinx indeksen endte opp 3,3 prosent etter sterk oppgang i de tre største sektorene industri, finans og helse. Største bidragsytere i indeksen sist uke ble Novo Nordisk, Ericsson og Vestas Wind Systems.

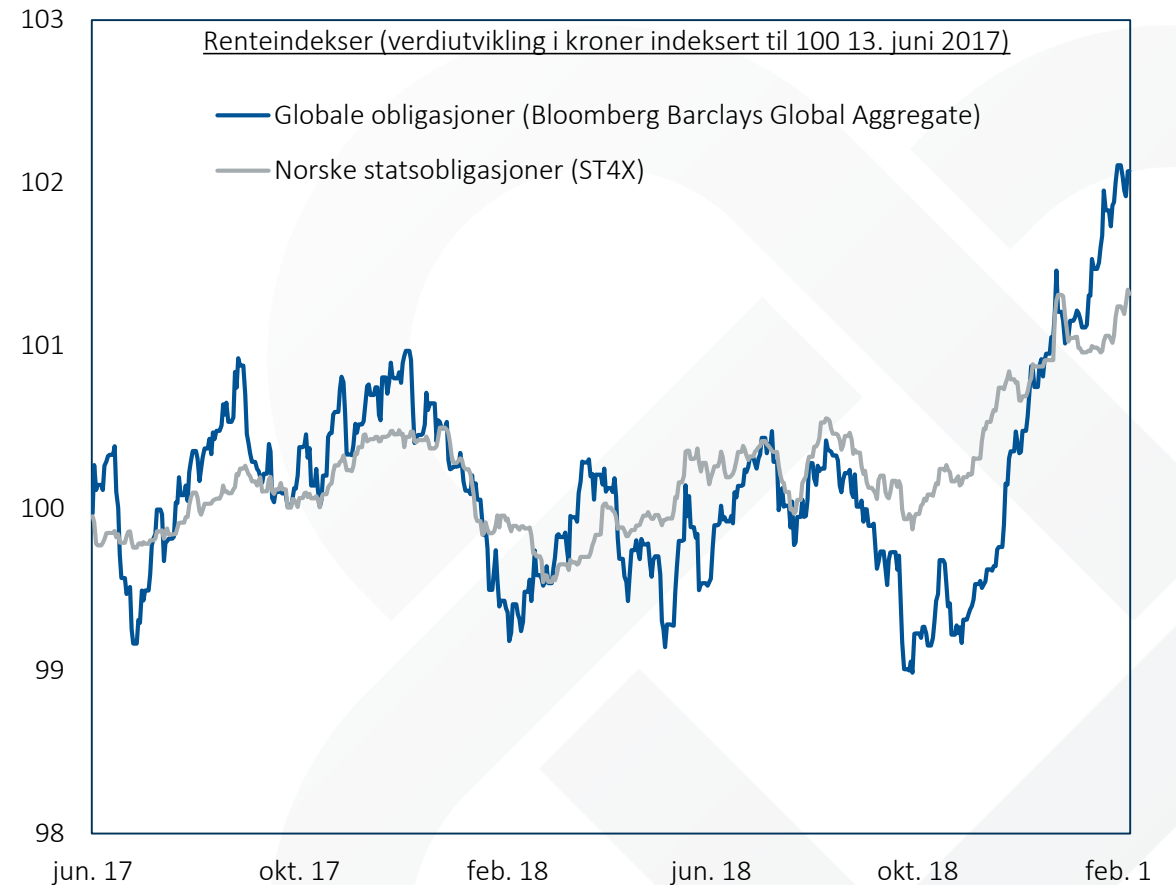


Rentemarkedet

Bakgrunnsbildet for de globale rentemarkedene var svært blandet i forrige uke. Det ble rapportert svake detaljhandelstall fra USA som førte til bekymring om at den globale veksten bremses opp. Toppen på veksten i Tyskland og eurosoneen synes å være bak oss, men handelskrig og usikkerhet rundt brexit ligger fortsatt som en brems på Tyskland og europeisk økonomi. Sentralbanken ECB signaliserte at de ikke lenger er sikre på at de svake veksttallene i Europa er midlertidige. I Norge holdt sentralbanksjefen Olsen sin sentralbanksjefs årstale i forrige uke, og den inneholdt lite nytt for rentemarkedet. Den pågående handelskrigen var et sentralt tema i talen, dette på grunn av viktigheten av handel for en liten åpen økonomi som Norge. Ellers vil Norges Bank sannsynligvis bekrefte en videre normalisering av renten i mars med å sette opp styringsrenten til 1%. En renteøkning i mars er priset inn med omkring 70% i markedet.

I motsetning til uken før, utviklet de globale rentene seg relativt flatt til svakt stigende i forrige uke. I USA og Tyskland steg 10 års statsobligasjonsrenten med 0,03 og 0,01 prosentpoeng (til henholdsvis 0,10 og 2,66 prosent). I Norge falt 10 års statsrenter med henholdsvis 0,06 til 1,60 prosent, mens i Sverige steg tilsvarende 10 års renten med 0,06 prosentpoeng til 0,38 prosent.

I forrige uke var det generelt et positivt uke i de globale kredittmarkedene. Det var en blandet og relativt stabil markedsutvikling i forrige uke. Kredittpåslagene falt i markedene for både god og dårligere kredittkvalitet i USA og Euro-sonen. I markedet for dårligere kreditt i USA og EU falt kredittpåslaget med 0,14 og 0,11 prosentpoeng (til henholdsvis 4,20 og 4,08 prosent). Også i markedet for god kreditt falt kredittpåslagene – i USA falt kredittpåslaget med 0,02 prosentpoeng til 1,20 prosent, mens i EU falt kredittpåslaget med 0,03 prosentpoeng til 0,80 prosent.



Markedsdata

Aksjeindekser	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
MSCI World Index AC	NOK	2113,3	2,3 %	6,2 %	9,6 %	8,3 %	46,8 %
MSCI World Index AC	Lokal	233,7	2,2 %	5,3 %	9,6 %	0,9 %	46,4 %
MSCI World Index	Lokal	4557,3	2,5 %	5,6 %	10,1 %	2,0 %	46,2 %
MSCI Emerging Markets	Lokal	563,0	-0,1 %	2,5 %	6,3 %	-6,9 %	47,6 %
Vinx (Norden)	NOK	399,8	3,3 %	5,4 %	8,3 %	4,5 %	32,1 %
OSEFX (Norge)	NOK	840,3	4,2 %	3,1 %	8,4 %	8,4 %	56,8 %

Renteindekser*	Valuta	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
Global IG Corporate Bond Index	USD	3,1 %	0,1 %	1,9 %	2,4 %	3,1 %	13,3 %
Global HY Corporate Bond Index	USD	6,3 %	0,5 %	2,2 %	4,8 %	3,5 %	33,6 %
Developed Sovereign Bond Index	USD	1,3 %	0,0 %	0,9 %	1,0 %	4,7 %	7,4 %
Emerging Markets Sovereign Bond Index	USD	6,1 %	0,2 %	1,6 %	4,1 %	2,1 %	18,3 %
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 %	0,2 %	0,8 %	0,9 %	2,6 %	3,1 %

*Siste: effektiv rente, øvrige: annualisert avkastning

Valuta og råvarer	Siste	1 uke	1 mnd	HIÅ	12 mnd	36 mnd
USD/NOK	8,64	0,0 %	1,1 %	-0,2 %	10,8 %	0,2 %
EUR/NOK	9,76	-0,2 %	0,2 %	-1,5 %	0,4 %	1,4 %
Handelsvektet kronekurs (I44)	107,15	0,1 %	0,3 %	-1,1 %	0,9 %	-1,2 %
European Crude Dated Brent Spot	USD	66,01	6,7 %	9,0 %	24,1 %	96,4 %

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.

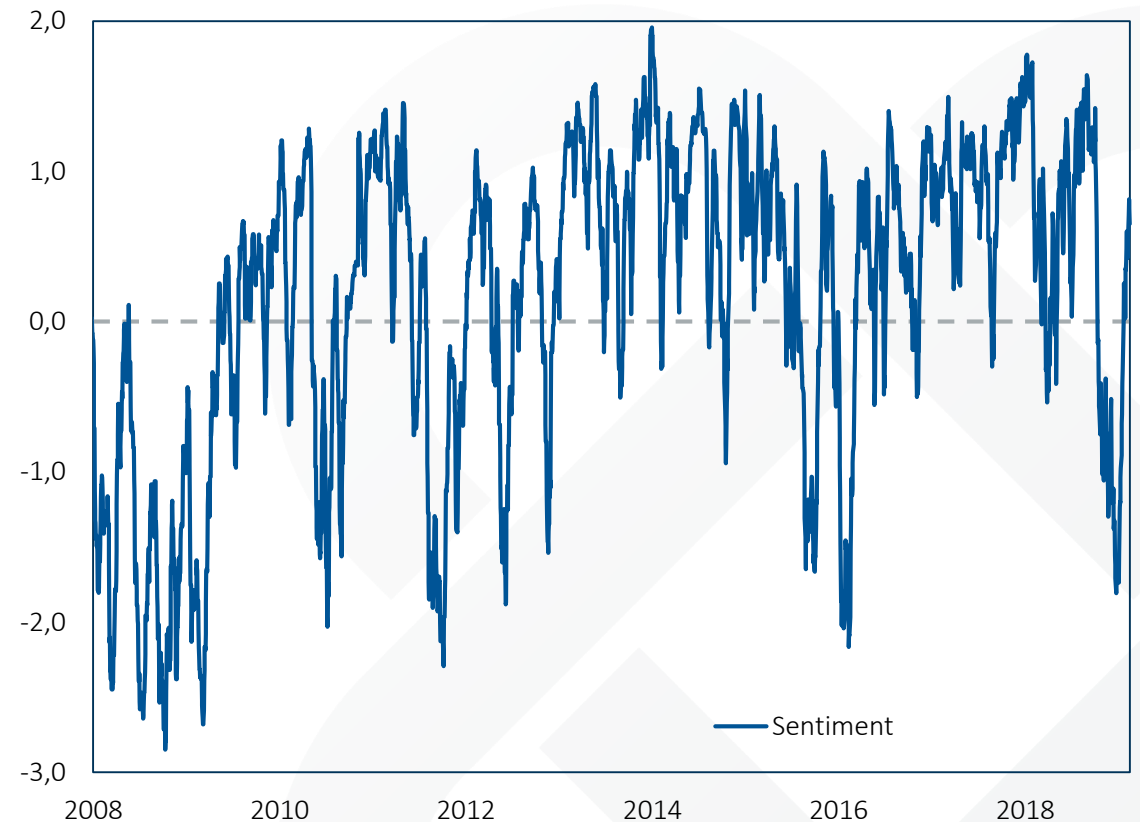
Sentiment er en kortsiktig markedsdriver og brukes primært for å sette den siste markedsutviklingen i kontekst og for å vurdere markedsrisikoen på omtrent tre til 26 ukers sikt.

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		6,2 %
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	28 %	0,7

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 -6,9 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 %	-6,9 %

Momentum er en negativ markedsdriver



Våre markedsdrivere - KONJUNKTUR

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

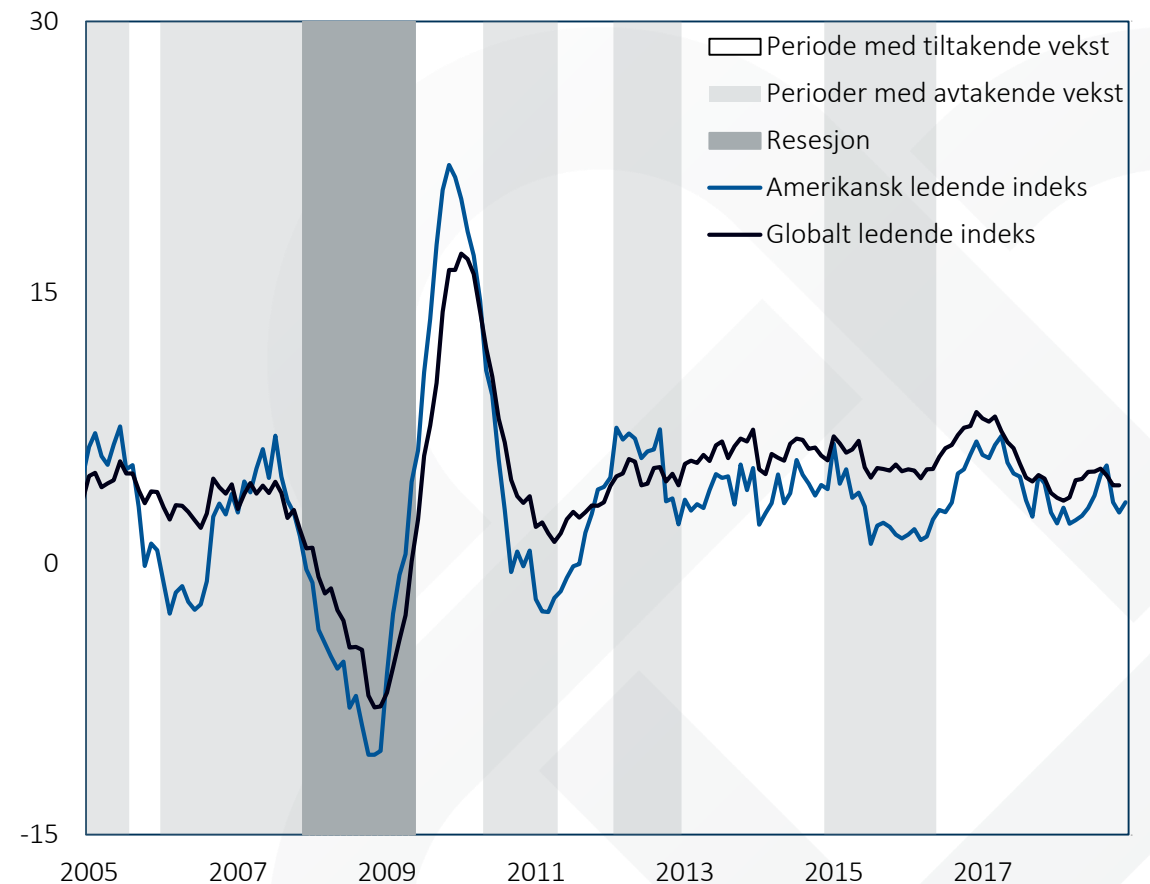
Kapitalmarkedet gjenspeiler aktiviteten i økonomien; eksempelvis har all realavkastning i aksjer kommet når den økonomiske veksttaket var tiltakende. Ser vi på amerikanske data fra 1920 tallet og frem til i dag, finner vi at annualisert, inflasjonsjustert gjennomsnittsavkastning har vært 22 prosent i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

