



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

MARKEDSKOMMENTAR

Januar 2024

Christian F. Bjerknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

07.02.2024

God start på det nye året

Gode makrotall og oppgang i aksjemarkedet i januar. Den positive utviklingen reduserer sannsynligheten for snarlige rentekutt.

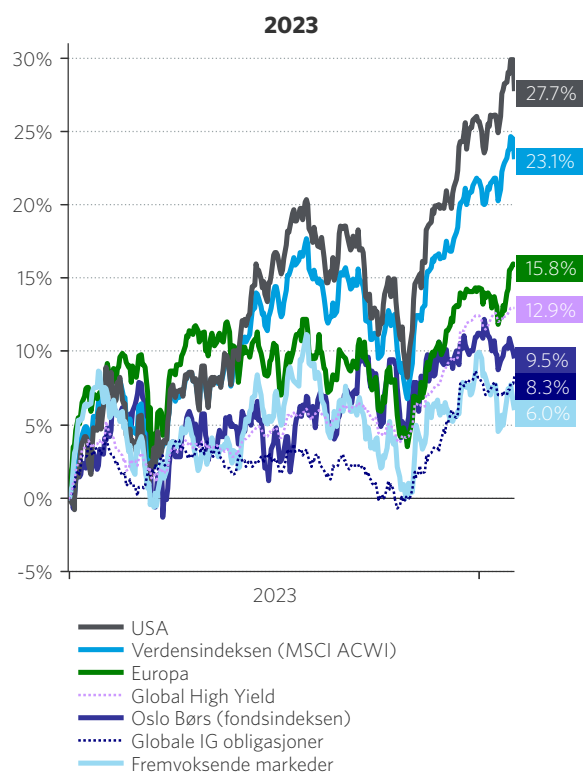
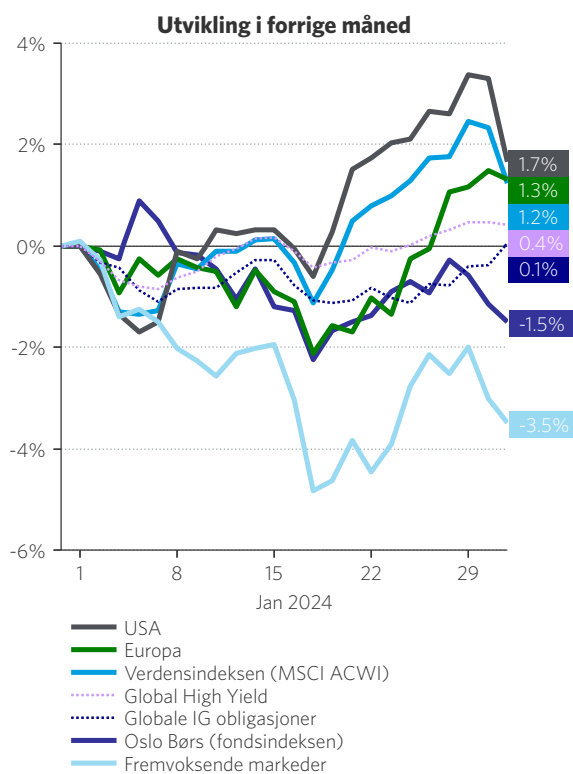


Christian F. Bjerknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

Utvikling - utvalgte indekser

Tall i lokal valuta



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 1: UTVIKLING - UTVALGTE INDEKSER

Ny "all-time high" i USA

Aksjemarkedet stiger og S&P 500 er tilbake i "all-time high". Nye topper i aksjemarkedet får alltid litt oppmerksomhet i media, men det er verdt å minne om at dette på sett og vis er børsens normalsituasjon. Når verden går fremover (produktivitetsvekst, innovasjon etc.), så har aksjemarkedet stadig nådd nye topper.

Trendene som gjorde seg gjeldende gjennom 2023 har i stor grad fortsatt inn i det nye året. Utviklede markeder (og altså særlig USA) gjør det sterkere enn fremvoksende markeder. Som i 2023 faller kronen og Oslo Børs henger noe etter verdensindeksen

Comeback for verdiinvesteringer?

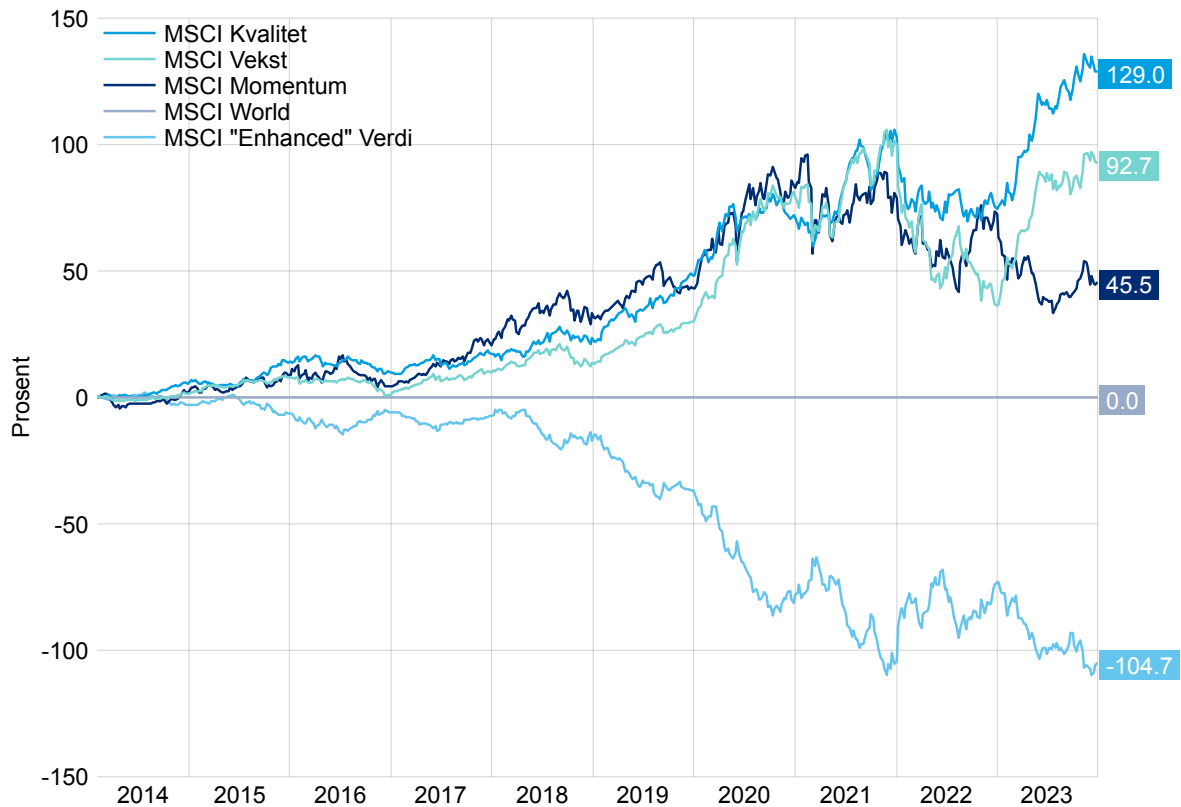
Såkalte verdiinvesteringer – ala Ben Graham – har blitt igjen på perrongen det siste tiåret, relativt til andre stilfaktorer. Også denne trenden fortsatte i årets første måned hvor verdi taper terreng relativt til indeks. Kan det være slik at verdiinvesteringer ikke lenger fungerer?

Nei. Vi mener at det er å trekke en forhastet konklusjon. Verdiinvesteringer fungerer på lang sikt nettopp fordi det tidvis blir upopulært. Da forsvinner alle verdiinvestorene. Verdi blir igjen billig og grunnlaget for nye perioder med meravkastning legges.

Derfor bør verdiinvesteringer fortsatt spille en rolle i din portefølje. Det siste tiåret er en god påminnelse om verdien av å diversifisere på tvers av stilarter, samt langsiktigheten som kreves for at verdi skal reflekteres i kursutviklingen. Graf 2 viser mer- eller mindreavkastning relativt til markedsindeksen for de ulike stilarterne. Indeksen for stilfaktoren "Verdi" har altså levert 104,8 prosentpoeng lavere avkastning enn det brede indeksen MSCI World. På den andre siden har stilfaktoren "Kvalitet" levert 126,1 prosentpoeng bedre avkastning enn MSCI World.

Aksjemarkedet stiger og S&P 500 er tilbake i "all-time high".

Avkastning i ulike stilarter relativt til markedsindeks



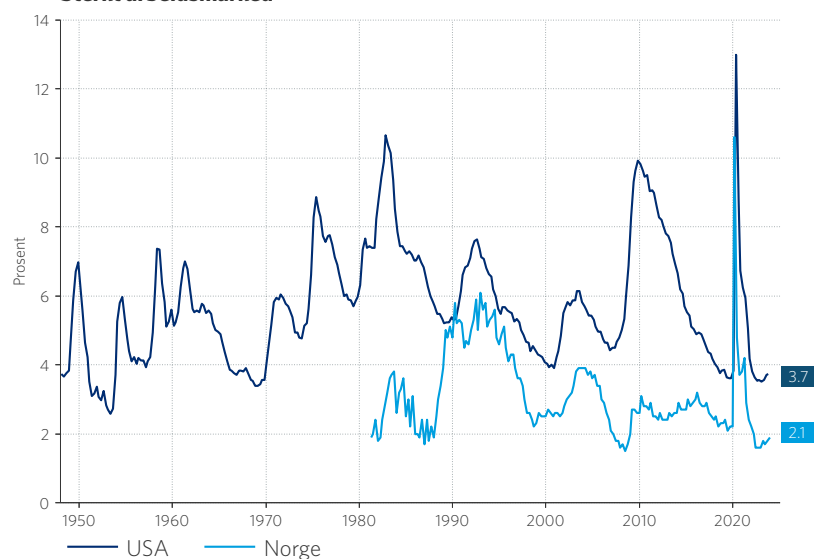
Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 2: AVKASTNING I ULIKE STILARTER RELATIVT TIL MARKEDSINDEKS

Sterke makrotall forsterker troen på "myk landing"

Troen på myk landing har tiltatt de siste månedene. I løpet av januar kom det nye sterke makrotallene fra verdens viktigste økonomi, USA. BNP-tallene for 4. kvartal kom inn på 3,3 prosent annualisert, mot en forventning på 2,0 prosent. I løpet av januar ble det skapt (netto) 353.000 nye arbeidsplasser i USA og arbeidsledigheten falt fra 3,8 til 3,7 prosent. Det innebærer at arbeidsledigheten er på eller nær rekordlave nivåer både i USA, Eurosonen og her hjemme. Dette er naturligvis gode nyheter, men det er verdt å merke seg at det har redusert sannsynligheten for snarlige rentekutt fra sentralbankene.

Sterkt arbeidsmarked



Source: LSEG Datastream & SPWM

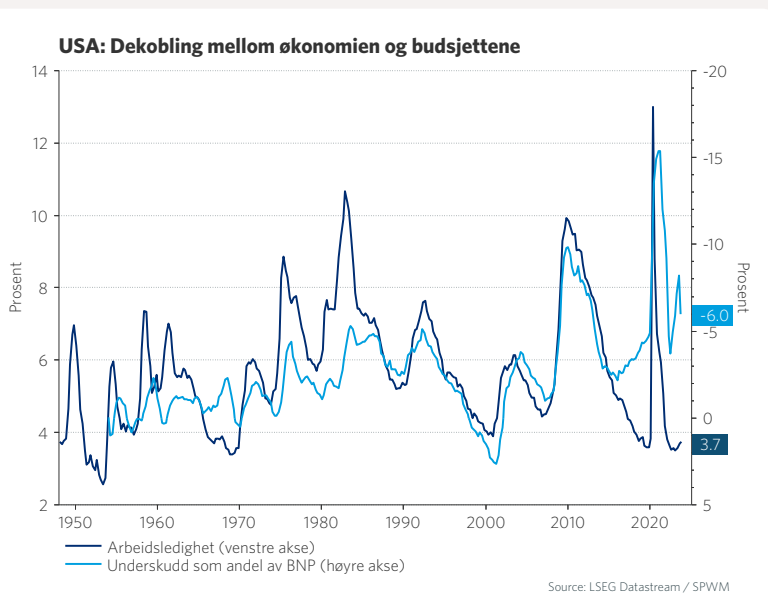
GRAF 3: STERKT ARBEIDSMARKED

Ekspansiv politikk i USA inn i valgår, positivt på kort sikt, problematisk på lang sikt

Donald Trump er favoritt til å vinne den republikanske nominasjonskampen til det amerikanske presidentvalget senere i år. I så fall kan det gå mot en omkamp mot Joe Biden. Selv om man skal være varsom med å legge for stor vekt på politiske prosesser i en investeringsanalyse, så har naturligvis valgresultatet en del mulige implikasjoner for både økonomien og finansmarkedet.

Som graf 4 viser så har amerikanske politikere historisk vært nokså flinke til å tilpasse offentlig pengebruk etter de økonomiske konjunktorene. I dårlige tider (med høy arbeidsledighet) har de stort sett fulgt økonomisk teori og stimulert økonomien (økt underskuddene). Deretter har de strammet inn (kuttet underskudd) når ting går bedre. Dette er klassisk motkonjunkturpolitikk.

Trump er imidlertid ikke kjent for å følge kutyme. Da han vant valget i 2016 var arbeidsledigheten lav, men Trump økte allikevel underskuddene kraftig. Interessant nok så ser vi imidlertid at Joe Biden denne gangen har lært "trikset". Til tross for at arbeidsledigheten igjen har blitt meget lav, har underskuddene forblitt høye.

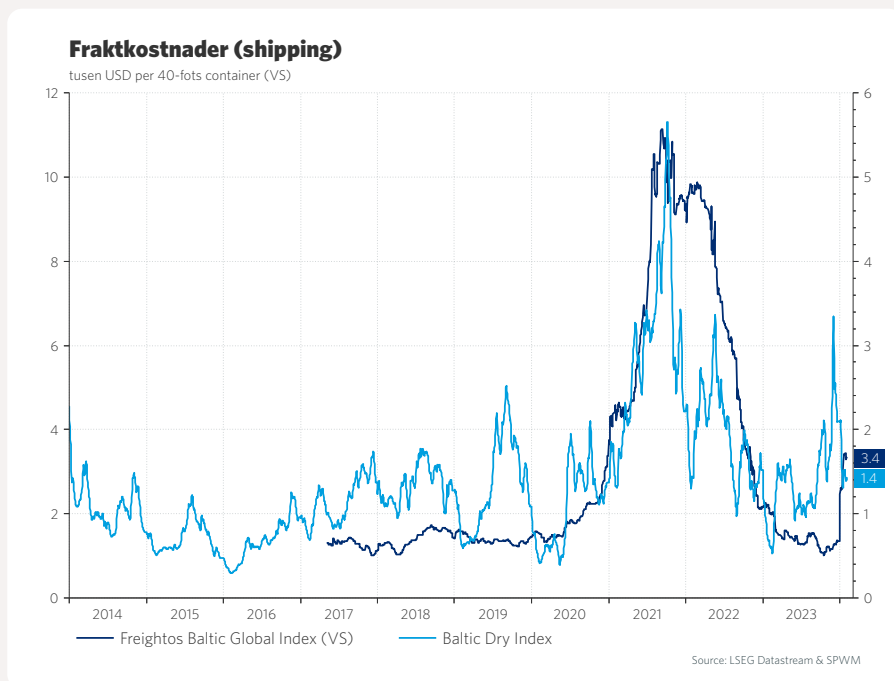


GRAF 4: USA: DEKOBLING MELLOM ØKONOMIEN OG BUDSJETTENE

Dette har vært en viktig bidragsyter til den sterke konjunkturutviklingen i USA det siste året. Og på kort sikt er det positivt, spesielt dersom denne ekspansive finanspolitikken kobles med fallende renter i 2024 (slik både markedet og sentralbankene forventer). Men på lengre sikt så er det mer problematisk.

Houthi-militsens angrep skaper økte fraktkostnader og forsinkelser

Houthi-militsens i Yemen sine stadige angrep på skipstrafikken i Rødehavet har ført til et kraftig fall i antall skip som passerer gjennom Suez-kanalen. Reuters melder om en nedgang på 45 prosent i trafikken siden angrepene begynte. Risikoen for angrep, samt en kraftig økning i forsikringskostnadene for skipene som passerer gjennom Rødehavet (anslagsvis opp fra om lag 0,2 til 1,0 prosent av skipenes verdi)¹ fører til at veldig mange velger å ta den lange veien rundt sydspissen av Afrika. Dette skaper økte fraktkostnader og forsinkelser i internasjonal handel.



GRAF 5: FRAKTKOSTNADER (SHIPPING)

¹ Kilde: Podcasten Bloomberg Odd Lots, torsdag 01. februar

Aksjemarkedene

Moderat oppgang i aksjemarkedet ble forsterket av kronesvekkelsen

Verdensindeksen (MSCI ACWI) fortsatte oppgangen og steg 1,2 prosent i januar, målt i lokal valuta. Kronesvekkelse førte til en oppgang på 3,6 prosent, målt i norske kroner. Den norske kronen svekket seg med 2,9 og 1,0 prosent mot hhv. USD og EUR i januar. Oslo Børs falt 1,5 prosent.

Det var blandet utvikling i aksjemarkedets verdsettelse i januar, her målt ved P/E-tallet². Det amerikanske markedet er allerede nokså høyt priset, historisk sett, og dyrt ble noe dyrere når P/E-tallet i fra 19,8 til 20,1. Den økte prisingen drives først og fremst av såkalte vekstselskaper.

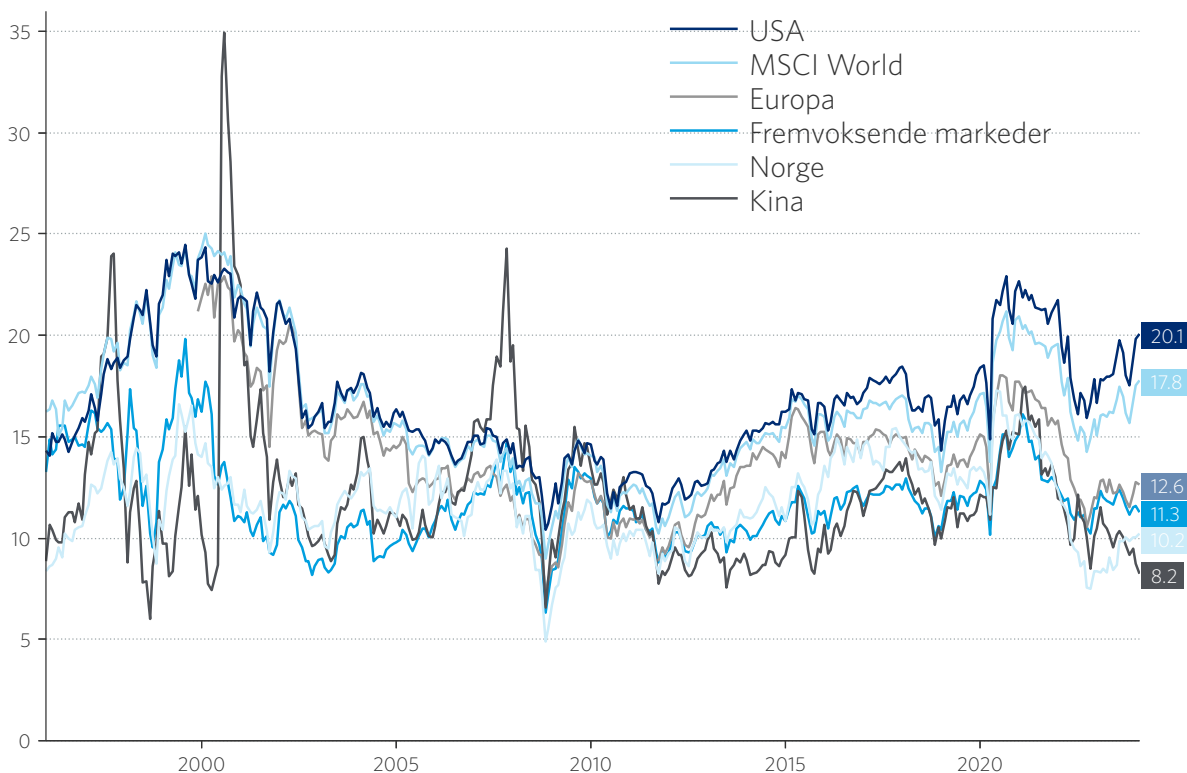
Samtidig fremstår fremvoksende økonomier, Europa og

Oslo Børs fortsatt som nokså moderat priset. Prisingen i fremvoksende markeder falt fra 11,6 til 11,3. Dette skyldes i hovedsak at det kinesiske markedet prises stadig lavere. I januar falt P/E-tallet i Kina fra 8,7 til 8,2. Det kinesiske markedet spesielt og fremvoksende markeder generelt prises altså til en betydelig rabatt sammenlignet med det amerikanske. En eventuell reprising her kan potensielt gi en betydelig medvind for investorer i disse markedene. Også det europeiske aksjemarkedet fremstår som moderat priset. I januar falt P/E-tallet fra 12,8 til 12,6. Her hjemme i Norge prises Oslo Børs til 10,2, en marginal oppgang fra 10,1 i måneden før.

Generelt så er det verdt å nevne at verdsettelse har liten predikasjonskraft på kort sikt. På lengre sikt har det imidlertid gitt en pekepinn på hvilken avkastning du kan forvente i aksjemarkedet over tid.

Verdsettelse i aksjemarkedet

Pris/forventet inntjening (P/E)



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 6: VERDSETTELSE I AKSJEMARKEDET

²P/E-tallet måler prisen på de respektive aksjemarkedene delt på forventet inntjening neste 12 måneder. Det finnes mange flere verdsettelsesmål, men P/E-tallet er blant de tettest fulgte.

Aksjemarkedet i USA og Kina siste 20 år



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 7: AKSJEMARKEDET I USA OG KINA SISTE 20 ÅR

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder falt 3,5 prosent, målt i lokal valuta. Men valutaeffekten fra kronesvekkelsen spilte inn også her, målt i norske kroner var indeksen ned 1,8 prosent.

Nedgangen i fremvoksende markeder skyldes i stor grad den svake utviklingen i Kina. Det kinesiske aksjemarkedet var ned 9,3 prosent, målt i lokal valuta. India derimot kunne vise til en oppgang på 2,2 prosent, målt i lokal valuta.

Muligheter i Kina?

Både den kinesiske økonomien og aksjemarkedet har opplevd mye motvind de siste årene:

- Myndighetene har tatt flere grep for å deflatere en voksende eiendomsboble. Konsekvensen har vært lavere økonomisk vekst og fallende boligpriser.
- Gjenåpningen av økonomien etter tre år med strenge Covid-restriksjoner har vært skuffende.

- Dårlige relasjoner med USA har ført til at den politiske risikoen i Kina anses som økt.
- Generell lav forbrukertillit har gjort at husholdningene har økt en allerede høy sparerate.

I sum er dette medvirket til at narrative rundt kinesisk økonomi har vært negativt. I takt med at aksjemarkedet har falt har også verdsettelsen av kinesiske aksjer blitt stadig "billigere". Det er derfor verdt å sette de siste årenes nedtur i et historisk perspektiv.

Historisk har det kinesiske markedet vært mer volatil enn de amerikanske. Hvilket marked som har gitt høyest avkastning har imidlertid variert. Og det er først de siste tre årene at det kinesiske markedet virkelige har vært surt, mens det amerikanske har vært vinneren av de store globale aksjemarkedene.

Det er naturligvis umulig å vite når dette snur. Men med mindre "this time is different" så vil hvilket marked som presterer best også variere i fremtiden. I så fall så er ikke dette tidspunktet å kaste kortene i Kina.

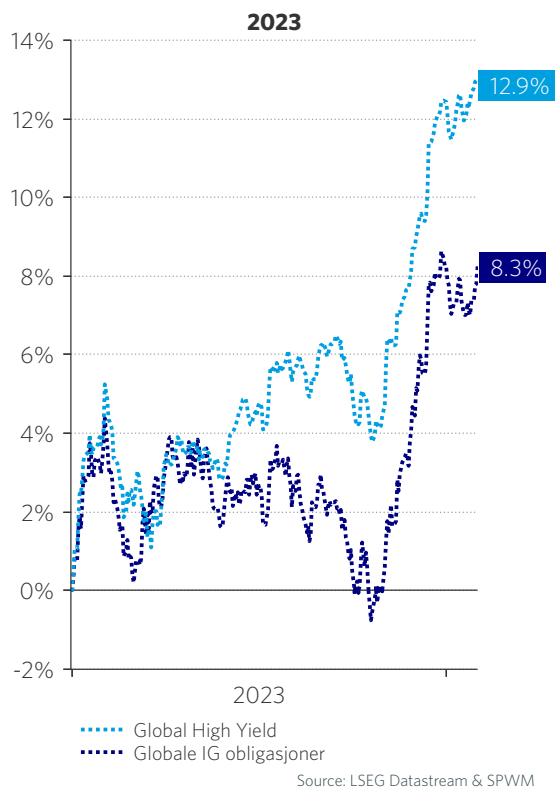
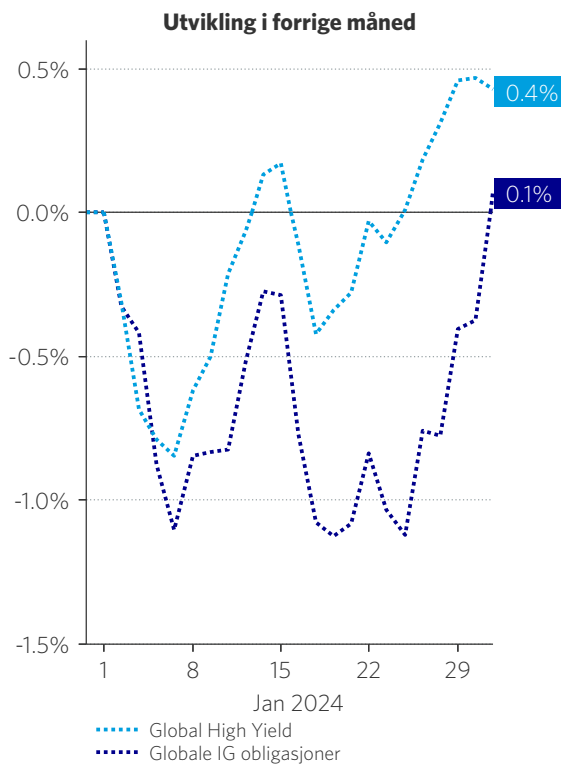
Renter

Globale IG-obligasjoner og high yield-obligasjoner ga henholdsvis 0,1 og 0,4 prosent avkastning i januar. Rentenivået på amerikansk 10-årig statsobligasjon, økte fra 3,89 til 3,95 prosent. Både Norges Bank, Federal Reserve og ECB holdt styringsrentene uendret i januar. Sterke makrotall har imidlertid ført til at forventningene

om det første rentekuttet har blitt skjøvet noe ut i tid. Det er ventet at Norges Bank vil være noe senere enn den amerikanske sentralbanken med å kutte styringsrenten. I USA prises det i skrivende stund inn 17,5 prosent sannsynlighet for rentekutt ved neste rentemøte i mars.

Utvikling - utvalgte renteindekser

Målt i lokalvaluta



GRAF 8: UTVIKLING - UTVALGTE RENTEINDEKSER



Söderberg & Partners Wealth Management AS

Org. nr.: 990 317 844

Cort Adelers gate 30, 0254 OSLO

22 44 77 00

post@soderbergpartnerswealth.no

soderbergpartners.no