



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

MARKEDSKOMMENTAR

Desember 2023

FEDERAL R

“Høy avkastning og optimisme gir lavere risikopremier”

Markedet klatrer videre og priser inn et «gullhårscenario» med fallende inflasjon og fortsatt økonomisk vekst. Men hva kan egentlig gå galt i 2024?

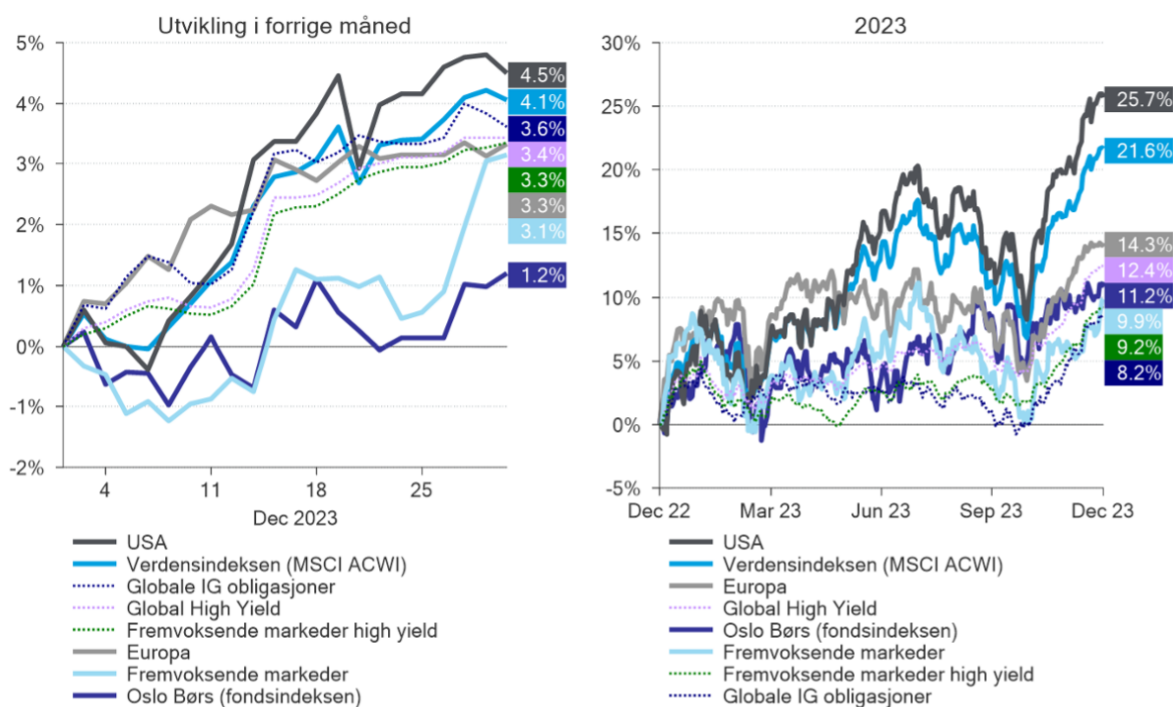


Christian Frengstad Bjerknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

Utvikling - utvalgte indekser

Tall i lokal valuta



GRAF 1 OG 1.1: UTVIKLING - UTVALGTE INDEKSER

Optimisme gir lavere risikopremie

Vi har nettopp lagt bak oss et fantastisk år i aksjemarkedet, og for den saks skyld også rentemarkedet. Noe som er særlig interessant sett i lys av de nokså dystre makrospådommene ved inngangen til 2023. I de store markedene vi følger i grafene over varierer avkastningen fra 8,2 prosent i nokså trygge globale Investment Grade (IG) obligasjoner til hele 25,7 prosent i det amerikanske aksjemarkedet. Kronesvekkelsen har gitt ytterligere medvind til aksjeavkastningen, målt i norske kroner.

I utviklingen gjennom 2023 ligger det muligens et par gamle lærdommer som nok en gang har blitt bekreftet. 1) Vi bør være ytterst forsiktige med å investere basert på makroprognoser. Og 2) som Warren Buffett en gang sa, "vær varsom når andre blir grådige, og vær grådige når andre er varsomme." Mange fryktet nemlig resesjon ved inngangen til 2023.

Det er naturligvis fristende å også vurdere dagens marked i lys av disse lærdommene. Der markedsaktørene i fjor til stadighet diskuterte sannsynlighetene for en hard eller myk landing i økonomien, ser markedsaktørene nå ut til å ha falt ned på at det sannsynligvis ikke blir en landing i det hele tatt. Inflasjonen er på vei ned. Sentralbanken får igjen rom til å kutte styringsrentene. Sammen vil det stimulere til at arbeidsledigheten forblir lav og det gir utsikter til fortsatt stabil økonomisk vekst. Forhåpentligvis har «wisdom of the crowd» rett denne gangen.

Det er imidlertid verdt å merke seg at dette synet allerede delvis reflekteres i dagens prising. Det er kjent at aksje- og obligasjonsmarkedet ligger foran realøkonomien, klart ser vi det på forventet inntjeningsyield (inntjening per aksje delt på aksjekurs) og kredittspredene i høyrentesegmentet (high yield).

Sistnevnte er et mål på hvor mye du får betalt utover risikofri rente for å låne penger til high yield selskaper. Dette er selskap hvor risikoen for mislighold stiger dersom det blir turbulente tider. Som graf 2 viser, får du nå nokså lav risikopremie i high yield segmentet. Ergo, markedet forventer få skjær i sjøen i 2024.

Når det gjelder aksjemarkedet så er prisingen blandet. Men særlig i USA, som er det klart største markedet, fremstår risikopremien som lav. Historisk sett. Risikopremien i både fremvoksende markeder og resten av Vesten er noe mer attraktiv.

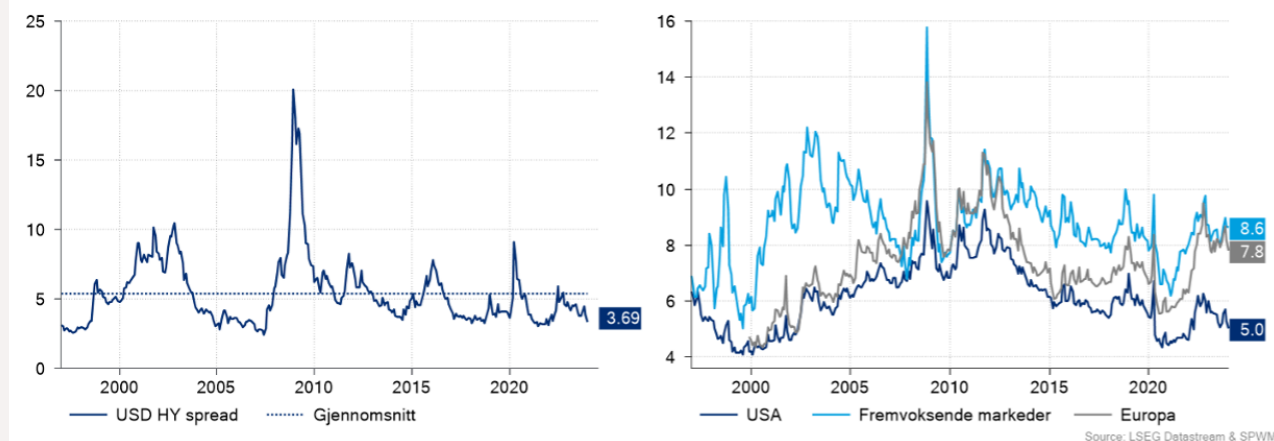
Så hva kan gå galt?

En hel del! Kun fantasien setter grenser. Her er et lite utvalg som diskuteres om dagen.

- Kronekursen styrker seg og svekker avkastningen i dine globale fond.
- Inflasjonen kan komme tilbake og vise seg mer seiglivet enn det markedet nå antar.

Enkle mål på risikopremiene i kreditt og aksjemarkedet

Hhv. high yield kredittpåslag i USA og inntjeningsyield i ulike aksjemarkeder



GRAF 2: ENKLE MÅL PÅ RISIKOPREMIE I KREDITT OG AKSJEMARKEDET

- Amerikanske aksjer er høyt priset, særlig de såkalte Magnificent Seven¹, det kan være en risiko for at inntjeningsveksten ikke lever opp til forventningene.
- Forholdet mellom USA og Kina kan kjølnes ytterligere, det er jo blant annet valg både i Taiwan og USA inneværende år.
- Risiko for eskalering av eksisterende militære konflikter eller utspring av nye.

Dette er riktig nok risikoer «alle» vet om. Risiko er derimot det som er igjen etter at du TROR at du har tenkt på alt.

Det er essensielt å ha i bakhodet nå som vi er midt i høysesongen for prognoser for det nye året. Hvem spådde egentlig Covid i 2020? Eller Russlands invasjon av Ukraina i 2022? Eller at verdensindeksen skulle stige godt over 20 prosent i 2023 samtidig som «alle» snakket om resesjon og hard landing ved inngangen til året?

De store overraskelsene er altså sjelden de vi forventer, være seg negative eller positive.

Konsekvensen av dette er at så snart vi aksepterer at både verden og ikke minst finansmarkedene er uforutsigbare, så erkjenner vi samtidig at vi skal ha særdeles gode grunner for å gjøre midlertidige endringer i vår langsiktige investeringsstrategi. "Time in the market beats timing the market."

Har Federal Reserve snudd eller har markedet løpt for langt?

Etter en litt filosofisk innledning på siste markedsrapport for 2023 skal vi bli litt mer konkrete ved å se på utviklingen i måneden som gikk. Den amerikanske sentralbanken (Fed) tok igjen en hovedrolle og holdt styringsrenten uendret i intervallet 5,25-5,5 prosent på årets siste rentemøte. Dette var som ventet. Markedet reagerte allikevel positivt på den påfølgende pressekonferansen hvor sentralbanksjef Jerome Powell fortalte at rentekomiteen diskuterte timingen for første rentekutt. Som en konsekvens av blant annet denne

uttalelsen falt rentenivået og både obligasjon- og aksjemarkedet fikk vind i seilene.

Bakgrunn for Feds tilsynelatende snuoperasjon fra renteøkninger til å diskutere rentekutt kan naturligvis knyttes til at inflasjonspresset har avttatt. Tolvmånedersveksten i de amerikanske inflasjonstallene var 3,1 prosent i november.

Markedet har som vanlig løpt i forkant og forventer nå mellom 5-6 rentekutt i USA i løpet av 2024. Sentralbankens egne prognoser indikerer et sted mellom 2-4 rentekutt, hvert rentekutt da à 0,25 prosentpoeng. Graf 3 kan leses slik at hver enkelt prikk representerer det enkeltes medlem i Feds rentekomite sin personlige forventning til styringsrenten ved årsslutt. Den mørkeblå linjen viser komiteens medianforventning til styringsrenten ved årsslutt. Den lyseblå linjen viser derimot hva som var priset inn i markedet per 4. januar 2024.

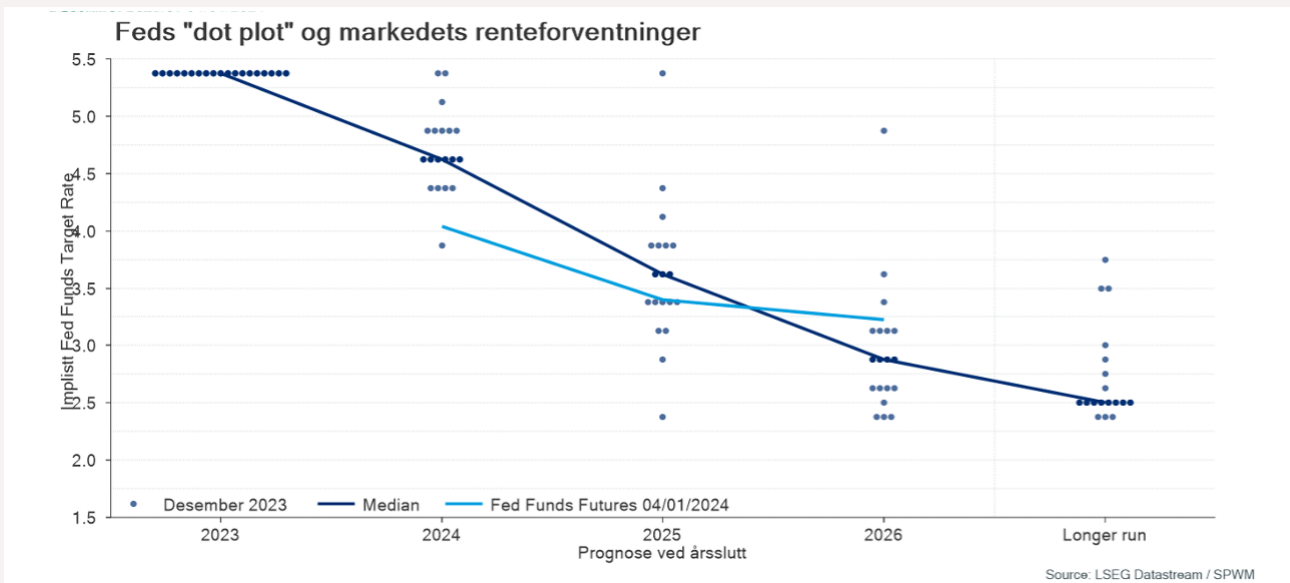
Wolden Bache overrasket med en siste(?) renteøkning

Norges Bank økte styringsrenten fra 4,25 til 4,5 prosent og signaliserte samtidig at dette sannsynligvis var siste renteøkning. Renteøkningen var en liten overraskelse ettersom mange hadde forventet uendret styringsrente. Blant annet LO og flere aktører innen eiendomsnæringen kom med nokså kraftig kritikk av sentralbanken i etterkant.

Kritikken er til dels på nokså tynt grunnlag, slik vi ser det.

Det var riktig nok en vanskelig avgjørelse. Økonomien bremser opp og internasjonalt har inflasjonspresset avttatt. Men realitetene er at inflasjonen her hjemme fortsatt er langt over inflasjonsmålet og arbeidsledigheten er fortsatt nær rekordlave nivåer. Lønnsveksten ligger an til å bli 5,5 prosent i 2023 og anslås til 5,0 prosent inneværende år, samtidig som kronen bare har blitt svakere og svakere de siste årene. Se graf 4.

¹ Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Amazon, Nvidia, Meta (Facebook) og Tesla.



GRAF 3: FEDS "DOT PLOT" OG MARKEDETS RENTEFORVENTNINGER

Sentralbanksjefen redegjorde godt for beslutningen og var transparent på de avveiningene som er gjort. Vi har ennå ikke sett den fulle virkningen av renteøkningene, det skaper naturligvis en risiko for at man strammer inn for mye. Men på den annen side. Inflasjonen er fortsatt for høy, kronen svak og arbeidsmarkedet stramt. Renteøkningene rammer mange, men alternativet med en vedvarende høy inflasjon er verre.

Vi mener derfor at det var en vanskelig, men riktig beslutning av sentralbanken. Alternativet for Norges Bank hadde vært å holde døren på gløtt for en ytterligere renteøkning gjennom vinteren. Nå kunne de kommunisere at dette sannsynligvis var siste renteøkning i denne omgang. Det i seg selv kan jo om ikke annet bidra til noe mer forutsigbarhet for både husholdninger og næringsliv innværende år.

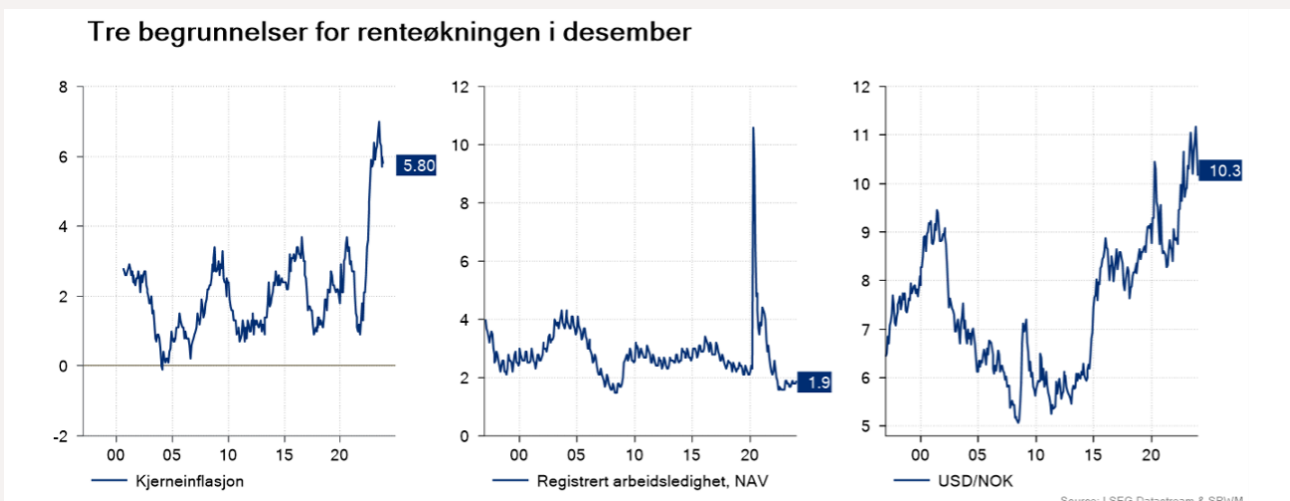
Hvilken rente har du på sparekontoen?

For folk flest er den dessverre lavere enn de kanskje er klar over. Norske husholdninger har 1.600 milliarder kroner på

bok i norske banker. Gjennomsnittlig flytende innskuddsrente er nokså lave 2,46 prosent, noe som innebærer negativ realrente gitt dagens inflasjon. Ergo, mange har betydelig lavere eller nesten ingen rente på pengene sine. Det er penger ut av vinduet nå som den risikofrie renten har kommet opp på et betydelig høyere nivå.

I et likviditetsfond får du nå f.eks. rundt fem prosent løpende avkastning. Det er en lavhengende frukt for alle med penger på konto og som av ulike grunner ikke ønsker eller kan ta særlig risiko på kort sikt. Albert Einstein kalte rentes rente-effekten for verdens åttende underverk og den sterkeste kraften i universet. Noen prosenter her og noen prosenter der, det blir fort mye penger over tid.

Likviditetsfond er altså et ypperlig sted å plassere penger for kortere horisonter. Over tid kan man imidlertid ikke forvente at det vil skape en særlig stor realavkastning. Du bør derfor fortsatt ha en plan for når midlene kan investeres i aktivklasser som forventes å gi større realavkastning over tid.



GRAF 4: TRE BEGRUNNELSER FOR RENTEØKNING I DESEMBER

Aksjemarkedene

Kraftig oppgang i aksjemarkedet, dempes av kronestyrkelsen

Verdensindeksen (MSCI ACWI) fortsatte oppgangen og steg hele 4,1 prosent i desember, målt i lokal valuta. Dette kommer etter en oppgang på 8,1 prosent i november. En betydelig kronestyrkelse mot slutten av året har imidlertid dempet oppgangen målt i norske kroner. Den norske kronen styrket seg med 5,8 og 4,1 prosent mot hhv. USD og EUR i desember. Som en konsekvens så var faktisk verdensindeksen ned 1,3 prosent i desember, målt i norske kroner.

Aksjemarkedet var i desember preget av at forventningene om en rekke rentekutt i løpet av 2024 tiltok. Med unntak av energisektoren, så var det oppgang i alle sektorer. Eiendomssektoren, som typisk er meget rentesensitivt, var den sektoren som gjorde det aller best med en oppgang på 8,0 prosent.

I løpet av året har verdensindeksen steget hele 21,6 prosent. En formidabel avkastning, spesielt med tanke på at mange forventet resesjon ved inngangen til året. På toppen av dette så har kronesvekkelsen gjennom året vært i favør av norske investorer, så målt i norske kroner har verdensindeksen steget hele 26,0 prosent.

USA har gjennom hele året ledet an oppturen i aksjemarkedet og desember var intet unntak med en oppgang på 4,5 prosent. Det europeiske markedet var opp 3,3 prosent, mens fremvoksende markeder steg med 3,1 prosent. Målt i lokal valuta.

Ser vi på året samlet har det amerikanske aksjemarkedet steget 25,7 prosent, i stor grad drevet av de såkalte Magnificent Seven. Resten av det amerikanske markedet har hatt en utvikling som har vært mer i tråd med resten av verden. Ser vi til Europa så har aksjemarkedet steget 14,3 prosent, mens det i fremvoksende markeder har steget 9,9 prosent. Målt i lokal valuta.

Oslo Børs, målt ved fondsindeksen, hadde en oppgang på 1,2 prosent i desember. Gjennom året har den steget 11,2 prosent.

Verdsettelsen i aksjemarkedet, her målt ved P/E-tallet økte i de fleste markeder i desember. Det amerikanske markedet er allerede nokså høyt priset, historisk sett, og dyrt ble dyrere når P/E-tallet i desember økte fra 18,9 til 19,8. Den økte prisingen drives først og fremst av såkalte vekstselskaper. Vekstselskapene er tradisjonelt mer rentesensitive enn f.eks. verdiselskap. Og som en følge av forventninger om en rekke rentekutt i USA gjennom 2024 fikk prisingen av disse selskapene altså en vitamininnspøyting.

Samtidig fremstår fremvoksende økonomier, Europa og Oslo Børs fortsatt som nokså moderat priset. Prisingen i fremvoksende markeder var om lag uendret fra 11,5 til 11,6. Dette skyldes i hovedsak at det kinesiske markedet prises stadig lavere. I desember falt P/E-tallet i Kina fra 9,5 til 8,7. 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 desember økte P/E-tallet fra 12,2 til 12,8. Her hjemme i Norge prises Oslo Børs til 10,1, en marginal oppgang fra 10,0 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.



GRAF 5: VERDSETTELSE I AKSJEMARKEDET

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder steg med 3,1 prosent, målt i lokal valuta. Men valutaeffekten fra kronestyrkelsen spilte inn også her, målt i norske kroner var indeksen ned 2,1 prosent.

Målt i lokal valuta var oppgangen nok en gang ujevnt fordelt på tvers av landene som utgjør indeksen for fremvoksende markeder. Av de større markedene hadde India sterkest vekst med en oppgang på 7,9 prosent, etterfulgt av Brasil med en oppgang på 5,5 prosent. Det største fremvoksende markedet, Kina, falt imidlertid 2,3 prosent. Markedet ble i desember minnet på den politiske risikoen i Kina når myndighetene tok spillindustrien på sengen ved å foreslå nye regler som begrenser pengebruk i dataspill og forbyr

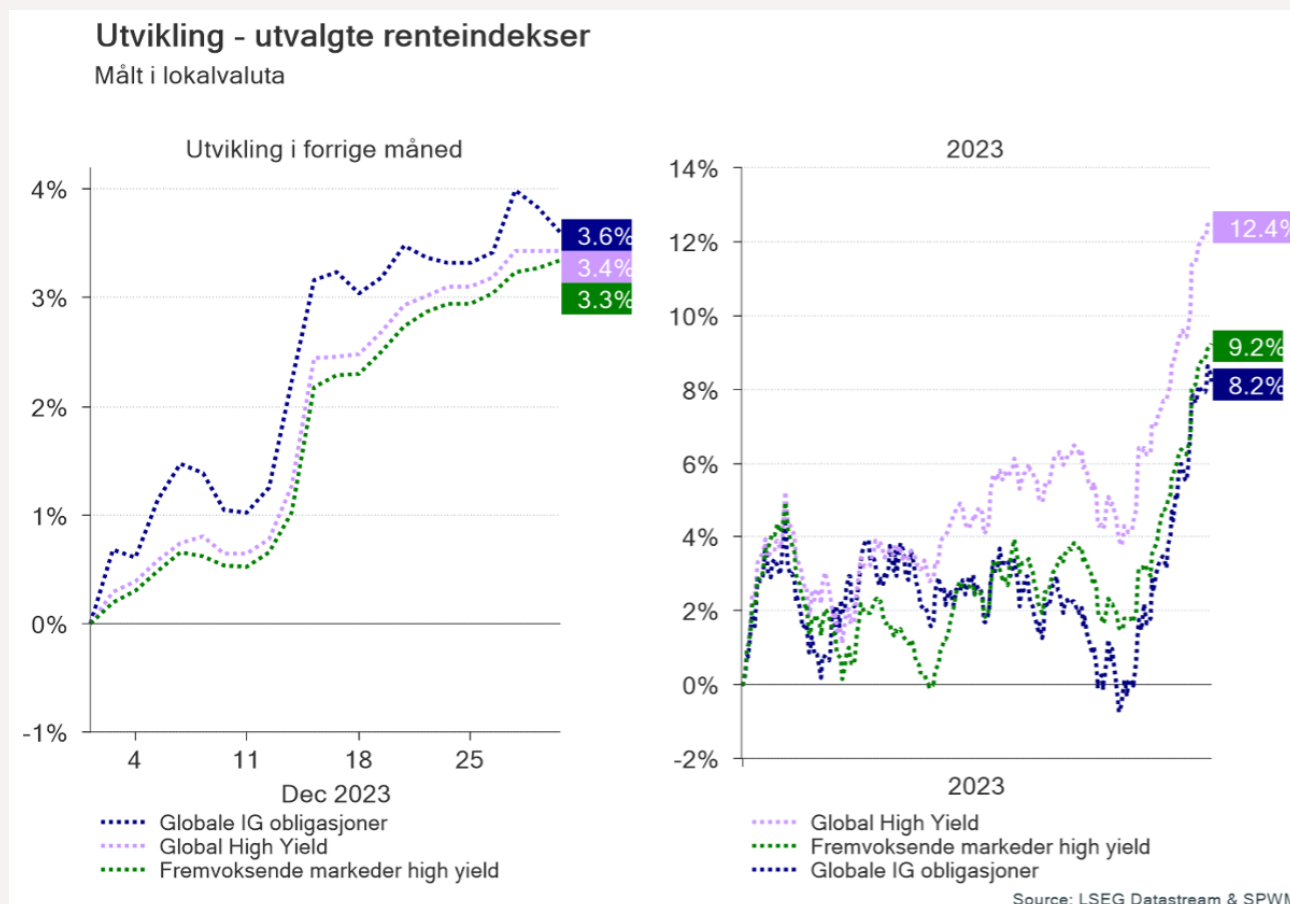
mekanismer som oppfordrer «gamere» til lengre spilletid. Som en konsekvens falt f.eks. markedsverdien til tech-giganten Tencent så mye som 43 milliarder USD.

I etterkant har myndighetene forsøkt å dempe konsekvensene. Kinas øverste ansvarlige for spillreguleringen skal angivelig ha trukket seg, og Beijing lover å gjennomgå sine mest kontroversielle regler. Samtidig har de signalisert at deres overordnede politiske mål skal vurderes opp mot deres mål for økonomien på kort sikt. Dette ble også understreket av Xi Jinpings nyttårstale hvor han lovet tiltak for å styrke økonomien etter det han beskrev som et «tøft» år for kinesisk økonomi.

Renter

Fallende rentenivå bidro nok en gang til en kraftig oppgang i rentemarkedet. Globale IG-obligasjoner og high yield-obligasjoner ga henholdsvis 3,6 og 3,4 prosent avkastning i desember. Rentenivået på amerikansk 10-årig statsobligasjon, ofte kalt verdens viktigste rente, falt fra 4,35 til 3,89 prosent. Rentemarkedet priser nå inn at rentøkningene er over i USA og om lag 65 prosent sannsynlighet for at sentralbanken kutter styringsrenten allerede i mars inneværende år.

Avkastningen i rentemarkedet fikk ytterligere drahjelp fra fallende kredittpåslag. Kredittpåslaget i global IG (investeringsgrad) falt fra 1,22 til 1,14 prosent, mens tilsvarende for global høyrente (high yield) falt fra 4,23 til 3,80 prosent.



GRAF 6: UTVIKLING - UTVLAGTE RENTEINDEKSER



Söderberg & Partners Wealth Management AS
Postboks 2081, 0125 OSLO

Org. nr.: 990 317 844
Ruseløkkveien 30, 0251 OSLO

22 44 77 00
post@soderbergpartnerswealth.no
soderbergpartners.no