



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

MARKEDSKOMMENTAR

Februar 2024

Christian F. Bjerknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

07.03.2024

Stadig nye topper i aksjemarkedet

Etterlengtet opptur i Kina og generelt sterk utvikling i globale aksjemarkeder. Nvidia knuste analytikernes forventninger og gode makrotall kan utsette de ventede rentekuttene.

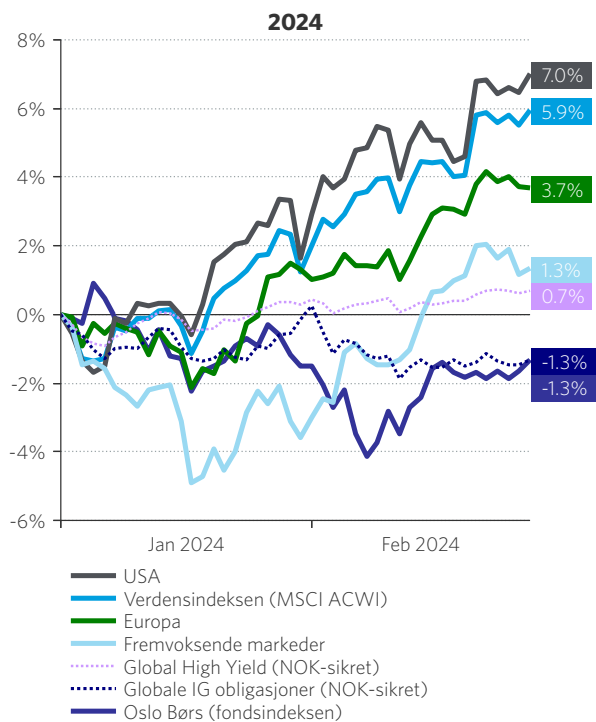
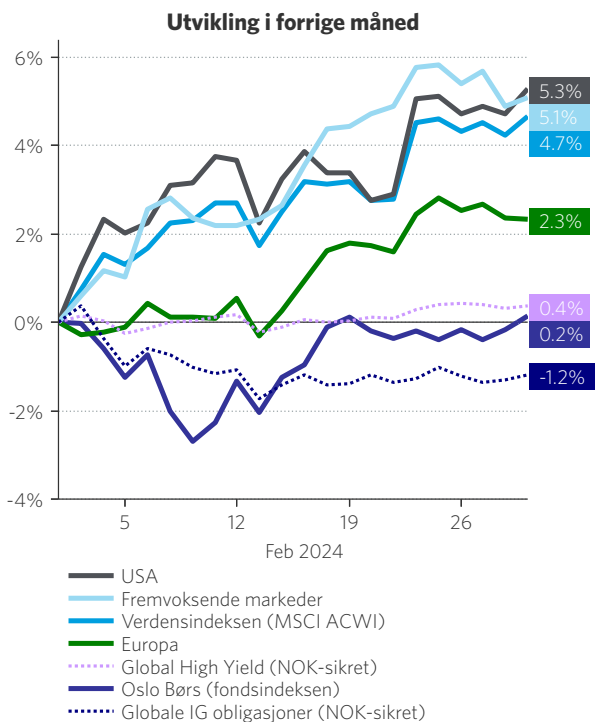


Christian F. Bjercknes

SENIOR INVESTERINGSSPESIALIST

Utvikling - utvalgte indekser

Aksjeindekser i lokal valuta. Renter i NOK.



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 1: UTVIKLING - UTVALGTE INDEKSER

Inflasjonen er på vei ned ...

Inflasjonspresset har avtatt i en rekke land det siste året. Dette skyldes sannsynligvis en kombinasjon av renteoppgangen og at økonomiene fungerer mer normalt etter at effektene fra Covid-nedstengningene og Russlands invasjon av Ukraina har avtatt. Norges Bank Watchs årlige gjennomgang av pengepolitikken kritiserte allikevel sentralbanken for at de var litt for sene med å øke renten gjennom fjoråret, noe som kan ha bidratt til den svake kronekursen.

... men et sterkt arbeidsmarked kan utsette de ventede rentekuttene

Gjennomgangstemaet i Årstalen til sentralbanksjef Ida Wolden Baches var "tillit", blant annet tillit til at inflasjonen skal tilbake til målet på to prosent. Hun la imidlertid ikke skjul på at de har gjort krevende avveininger. Dersom renten heves for lite, vil inflasjonen holde seg høy i lengre tid. Og vice versa om de hever renten for høyt, vil det bremse veksten i norsk økonomi mer enn nødvendig. Arbeidsmarkedet har imidlertid vært sterkere enn ventet, både her hjemme og internasjonalt, noe som har ført til at forventningene om snarlige rentekutt har blitt skjøvet ut i

tid. Norges Bank forventer fortsatt å holde styringsrenten på dagens nivå "en god stund" fremover. Helt konkret indikerer sentralbankens rentebane et mulig rentekutt først mot slutten av året.

Gjennomgangstemaet i Årstalen til sentralbanksjef Ida Wolden Baches var "tillit", blant annet tillit til at inflasjonen skal tilbake til målet på to prosent.

Hva blir den «normale» renten de kommende årene?

Flytende rente har i lengre tid vært høyere enn fastrenter, såkalte invertert rentekurver. Inverterte rentekurver er et uttrykk for at markedet forventer at sentralbankene etter hvert vil kutte rentene. Det er imidlertid ikke opplagt at rentene skal falle mye. Det finnes gode argumenter både for høye og lave renter de neste årene:

Argumenter for varig "høye" renter:

- Det grønne skiftet vil være inflatorisk og dermed legge press på rentenivået.
- Slutt på kvantitative lettelser (pengetrykking i sentralbanken) normaliserer terminpremien.
- Den store globaliseringsbølgen fra 80-tallet og frem til finanskrisen i 2008 har stoppet opp eller muligens snudd. Nå snakkes det heller om deglobalisering, noe som vil gi økt kostnadspress og dermed økte renter for å holde inflasjonen i sjakk.

Argumenter for at renten skal bli "lav" igjen:

- Eldrebølgen gir et spareoverskudd og dermed press ned på rentene.
- Gjeldsnivået har økt de siste tiårene, det legger begrensninger på hvor høy renten kan bli ettersom den nå «biter» mer enn før.
- Lav produktivitetsvekst.
- Teknologisektoren har vokst seg stor og teknologiske fremskritt har en

J.K. Galbraith sa en gang om økonomer "Det finnes bare to typer: De som ikke vet, og de som ikke vet at de ikke vet." Økonomene strides nå om rentens videre ferd, men prognoser er som kjent vanskelig. Som langsiktig investor så er det derfor fornuftig å ikke "låse seg" til et bestemt

utfall, men å posisjonere seg for at flere scenarier for renten kan utspille seg. I mellomtiden så kan du altså nyte godt av at renteinvesteringer, relativt sett, er langt mer attraktivt enn hva tilfellet var for bare et par år siden.

Aksjemarkedene

Sterk utvikling i aksjemarkedet ble forsterket av kronesvekkelsen

Verdensindeksen (MSCI ACWI) fortsatte oppgangen og steg 4,7 prosent i februar, målt i lokal valuta. Kronesvekkelse førte til en oppgang på 5,7 prosent, målt i norske kroner. Den norske kronen svekket seg med 1,4 og 1,2 prosent mot hhv. USD og EUR i februar. Oslo Børs har ikke klart å henge med globale indekser så langt i år, drevet av blant annet et betydelig fall i Equinor. I februar var fondsindeksen på Oslo Børs opp 0,2 prosent.

De fleste selskapene i USA har nå rapportert fjerdekvartalstall og de viser gjennomgående at selskapene rapporterer på eller over forventning. Hele 73 prosent av selskapene rapporterer inntjening over forventning. Den store "snakkisen" er Nvidia, som nok en gang knuste inntjeningsforventningene. Nvidia er nå verdens tredje mest verdifulle selskap (etter Microsoft og Apple) leverte en årlig omsetningsvekst på enorme

256 prosent. Aksjen steg 16 prosent ved rapportering, tilsvarende 277 milliarder USD i løpet av én dag. I skrivende stund har aksjen steget 72 prosent hittil i år.

Stigende markeder gjorde at verdsettelsen ble noe høyere i løpet av februar, her målt ved P/E-tallet¹. Det er imidlertid verdt å merke seg at det i hovedsak var de relativt sett «billige» markedene hvor prisingen steg mest. Det amerikanske markedet som allerede er nokså høyt priset, historisk sett, steg kun ett knepp fra 20,1 til 20,2. Verdiselskaper ble høyere priset pga. prisoppgang, mens vekstselskapsindeksen ble lavere priset drevet av positive 4. kvartalstall (inntjeningsveksten overgikk oppgangen i prisene).

Samtidig var det positivt sentiment i flere markeder som fremstår som relativt moderat priset. Prisingen i fremvoksende markeder økte fra 11,3 til 11,9. Det europeiske markedets P/E-tall økte fra 12,6 til 13,2. Her hjemme i Norge prises Oslo Børs til 10,3, en marginal oppgang fra 10,2 i måneden før.

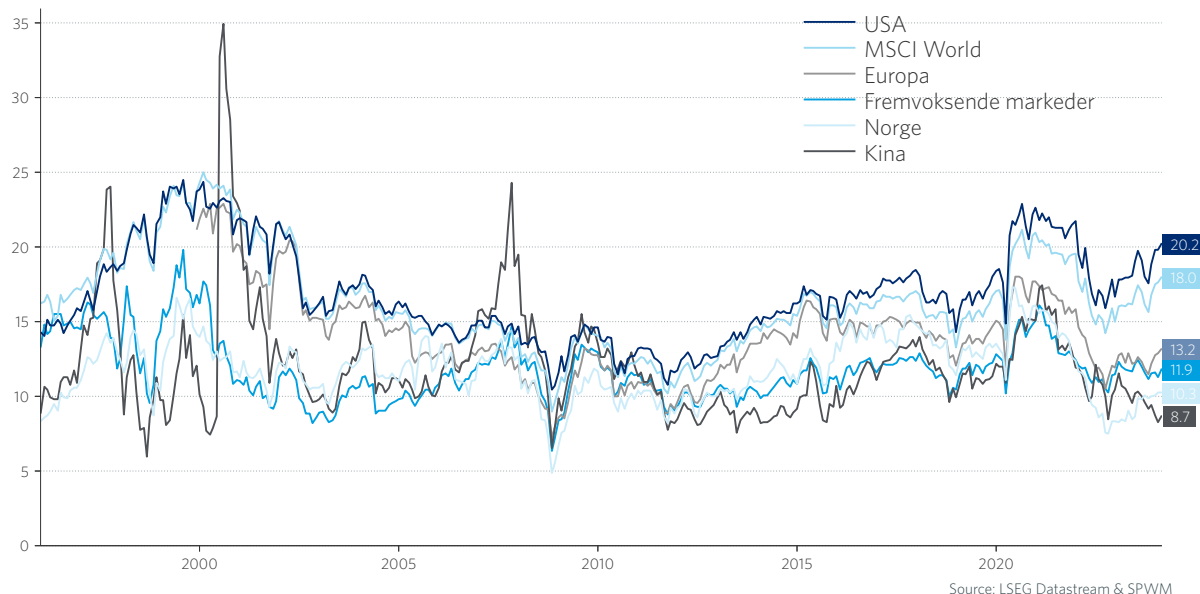
¹ P/E-tallet måler prisen på de respektive aksjemarkedene delt på forventet inntjening neste 12 måneder. Det finnes mange flere verdsettelsesmåler, men P/E-tallet er blant de tettest fulgte.

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)



GRAF 2: VERDSETTELSE I AKSJEMARKEDET

Ny «all-time high» i Japan

Av de større markedene er det den japanske indeksen, Nikkei, som har høyest avkastning hittil i 2024 med en oppgang på om lag 20 prosent, målt i lokal valuta. I løpet av måneden nådde indeksen også ny "all-time high", hele 34 år etter forrige topp². Analytikere peker på at lav prising og reformer for å synliggjøre verdiene som finnes i det japanske markedet som viktige drivere for oppgangen.

Nyetopper er på sett og vis aksjemarkedets normaltilstand, men Japan har vært et særegent tilfelle de siste tiårene. Ved utgangen av 80-tallet var seks av verdens ti mest verdifulle selskap japanske. Japanske selskaper utgjorde om lag 50 prosent av verdensindeks, ikke helt ulik dagens amerikanske dominans i globale indekser.

Det er imidlertid en vesentlig forskjell. Det japanske aksjemarkedet var skyhøyt priset ved utgangen av 80-tallet. Tidenes aksjeboble. USA er riktignok høyt priset i dag med en P/E-multippel i rundt 20, men Nikkei hadde en P/E-multippel over 60. Konsekvensen ble to tiår med hestekur for å normalisere prisingen. De siste årene har imidlertid det japanske aksjemarkedet fremstått som attraktivt priset og den positive starten på året tiltrekker seg derfor oppmerksomhet.

Nye topper er på sett og vis aksjemarkedets normaltilstand, men Japan har vært et særegent tilfelle de siste tiårene.

Fremvoksende markeder

Fremvoksende markeder steg 5,1 prosent, målt i lokal valuta. Men valutaeffekten fra kronesvekkelsen spilte inn også her, målt i norske kroner var indeksen opp 6,1 prosent.

Oppgangen skyldes i stor grad en etterlengtet opptur i det kinesiske aksjemarkedet på 9,3 prosent i februar. Etter svak utvikling i lengre tid ble det noe lettere sentiment i Kina etter at myndighetene har kommet på banen med ulike tiltak for å bedre sentimentet, blant annet begrensninger på short-salg av aksjer. Andre dominerende markeder som Taiwan, India og Brasil steg hhv. 6,0, 2,6 og 0,8 prosent.

² Det er verdt å merke seg at indeksen ikke er utbyttejustert.

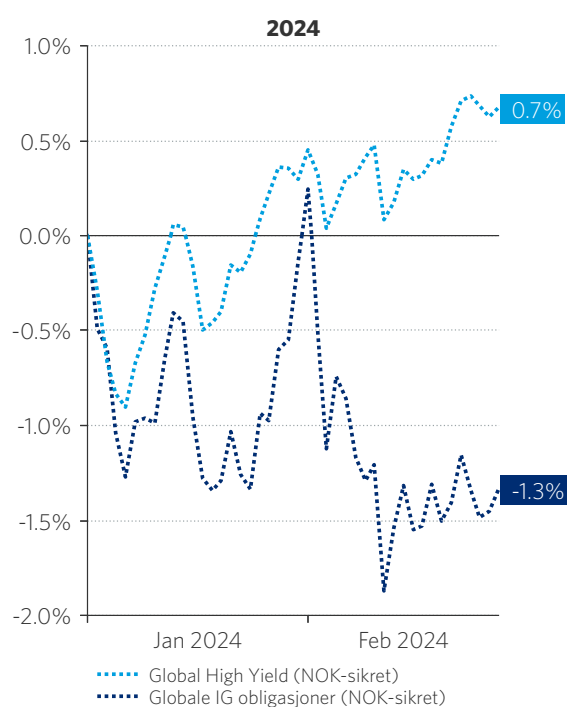
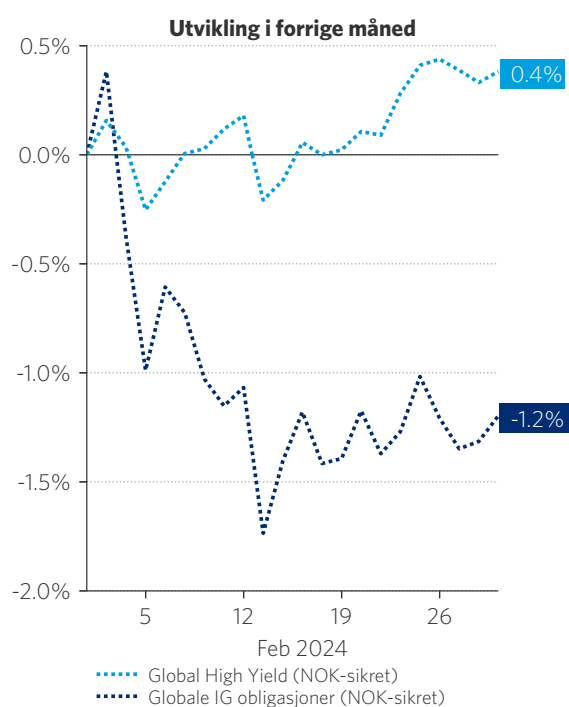
Renter

Globale IG-obligasjoner og high yield-obligasjoner ga henholdsvis -1,2 og 0,4 prosent avkastning i februar. Det positive sentimentet i markedet førte til at kredittpåslagene falt. Kredittpåslaget i global IG falt fra 1,11 til 1,06 prosent, men det tilsvarende for global high yield falt fra 3,66 til 3,30 prosent. Den generelle renteoppgangen ble

allikevel en motvind for kursutviklingen. Rentenivået på amerikansk 10-årig statsobligasjon, økte fra 3,95 til 4,24 prosent. Til tross for renteoppgangen priser markedet inn 66 prosent sannsynlighet for minst ett rentekutt i USA innen juni.

Utvikling - utvalgte renteindekser

Målt i NOK



Source: LSEG Datastream & SPWM

GRAF 3: UTVIKLING - UTVALGTE RENTEINDEKSER



Söderberg
& Partners

Wealth
Management

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