

Rentebevegelser påvirker aksjeavkastning

Oslo, 8. desember 2022

En refleksjon

“We noted as far back as a decade ago that a breakout of inflation or long-term inflation expectations would cause the [Stock Price / Bond Yield] correlation to shift back to negative territory, which is exactly what has occurred over the past year”

BCA Research “Outlook 2023”, desember 2022

Aksjer steg igjen etter at rentenivået falt noe tilbake

Aksjer styrket seg i november, samtidig som løpende rente for lange obligasjonslån har falt tilbake. Dette står i kontrast til første halvår med stigende rentenivå og fallende aksjeverdier.

En erfaren investor vet at det ikke er et en-til-en-forhold mellom renter og aksjer. Når konjunktorene styrkes, bringer gjerne det både sterkere inflasjon med tilhørende økte renter, men også bedre tider for selskapene og deres aksjepriser, samlet sett. Andre tider, som i år, har den globale realøkonomien ikke blitt styrket, veksten har heller blitt svakere. Samtidig har oppdemmet etterspørsel etter pandemien, leveranseproblemer og energikrise skapt høy inflasjon. Når sentralbankenes reaksjon kom på dette grunnlaget, medvirket renteoppgangen til en nedgang i aksjeverdiene.

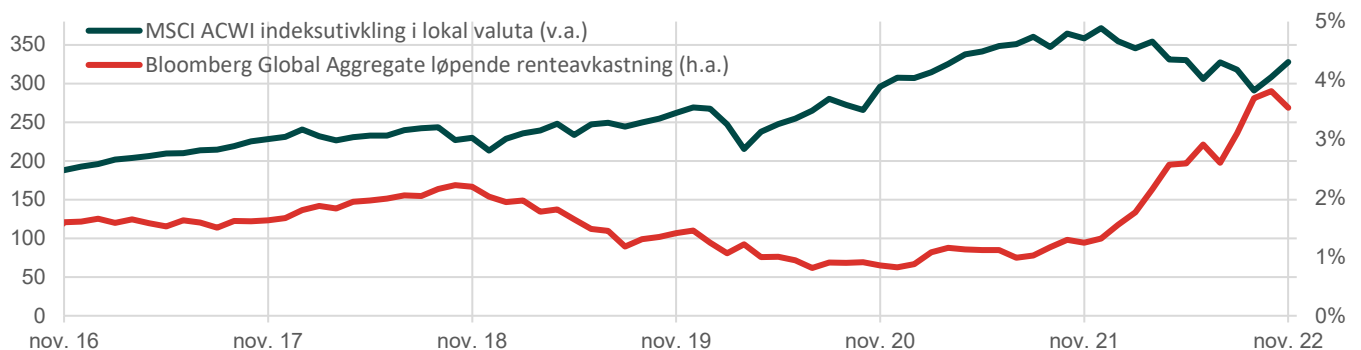
Figuren under inkluderer to forskjellige perioder, med to ulike reaksjoner i aksjemarkedet på stigende renter. Den første perioden er fra 2016 til et stykke ut i 2018, med styrkede konjunkturer og tilhørende renteoppgang. Da steg aksjemarkedet også. Den andre perioden er i inneværende år med stigende renter i en tid hvor inflasjonen er drevet av forstyrrelser på tilbudssiden i økonomien, samt energi- og råvarepriser.

BCA Research har nylig gitt ut årets utgave av rapporten med investeringstemaer for det kommende år. De framhever der at i tider hvor Federal Reserves beslutninger er sterkest drevet av høy inflasjon, som i siste del av 1900-tallet, har aksjer steget når rentenivået faller – det vil si en negativ korrelasjon. De framhever også at i perioden med lavere inflasjon, etter årtusenskiftet, har aksjer steget og falt sammen med rentenivået – det vil si en positiv korrelasjon.

BCA Research har lenge hevdet at dersom realøkonomien igjen skulle komme inn i en periode med høy inflasjon, vil dette bli den primære styringsfaktoren for rentesettingen og markedet vil igjen få en negativ korrelasjon mellom aksjer og renter. Det har skjedd i år.

I denne perioden med høy inflasjon har inntjeningen holdt seg oppe, som også har styrket den negative korrelasjonen. Når nå rentene faller noe tilbake styrkes derfor aksjemarkedet, og alt annet like vil vi kunne forvente mer av dette om rentene faller ytterligere tilbake. På den annen side, dersom inntjeningen svekkes med en svakere realøkonomisk utvikling, vil markedet igjen kunne få fall i både aksjeverdier og rentenivåer.

Indeksutvikling for bred, global aksjeindeks, sett mot utvikling i løpende renteavkastning i en bred, global renteportefølje



Kilde: Bloomberg

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 5,2 % hittil i år per 30. november, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK og Oslo Børs Fondsindeks falt henholdsvis 13,8 % og 5,3 %. Alle de nevnte indeksene steg i november etter hvert som renter og oljeprisen falt noe tilbake.

Med det nevnte fallet i oljeprisen, falt også energirelaterte aksjer. Energisektoren var den eneste av sektorene med negativ avkastning i november, men har likevel sterkest avkastning hittil i år.

Stilindeksen MSCI ACWI Growth har falt 15,6 % hittil i år per 30. november, målt i NOK. Fallet kan generelt forstås med rentebevegelsen som ble diskutert på første side, hvor vekstaksjer anses mer rentefølsomme. MSCI ACWI Quality har også falt mer enn den brede indeksen, men hadde en god avkastning i november.

Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP NORM123D3, har falt 3,2 % hittil i år per 30. november, målt i NOK. I november

steg denne indeksen 1,5 %. Løpende renteavkastning har steget fra 2,1 % ved nyttår til 4,4 % per 30. november. Underliggende statsrenter har steget, og kredittpåslaget har steget fra 36 til 99 basispunkter. Dette er et relativt høyt kredittpåslag siden indeksens oppstart i 2014.

Norske høyrenteobligasjoner har også høyere løpende renteavkastning. Det er hovedsakelig på grunn av utvikling i NIBOR, mens kredittpåslaget har steget fra 550 til 641 basispunkter. I november var avkastningen 1,0 %, lavere enn for høy kredittverdighet, da rentedurasjonen for høyrente er kort og bidrar mindre når rentene faller.

Globale obligasjoner høy kredittverdighet og globale høyrenteobligasjoner har for begge gruppene lengre rentedurasjon i gjennomsnitt enn tilsvarende norske obligasjoner. De har derfor hatt betydelig lavere avkastning hittil i år med renteoppgangen, men også bedre avkastning i november da rentenivået falt noe tilbake.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Pengepolitikken er blitt strammere ved at styringsrenter har gått opp og sentralbankbalanser har gått ned.

Hva angår styringsrentene fra viktige sentralbanker ligger disse nå på 4,0 % for Federal Reserve, 3,0 % for Bank of England og 2,0 % for Den europeiske sentralbanken. Norges Banks styringsrente ligger i skrivende stund på 2,5 %. I fjor sommer var ingen av dem over 0,3 %.

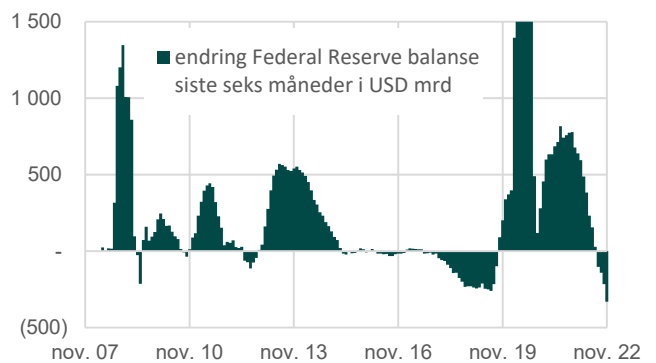
Sentralbankbalansene er blitt mindre omtalt enn under de kvantitative lettelsene, til tross for at endringen har vært sterkere enn på lenge. Det siste halvårets reduksjon i den amerikanske sentralbankens balanse er den kraftigste siden kvantitative virkemidler ble introdusert etter finanskrisen. Balanseverdiene for obligasjonene er ført til pålydende.

Verdsetting

Selv etter den siste tidens rentedrevne aksjeavkastning, har ikke verdsettingen steget nevneverdig for en langsiktig investor. Forventninger til framtidig inntjening har falt siden nyttår, men tok seg noe opp igjen i november. PMI, en indikator for selskapenes aktivitet, indikerer lavere aktivitet i USA og

eurosonen også for november. OECD sine ledende indikatorer indikerer at produksjonsveksten vil avta. Dette kan gi lavere BNP, men samtidig lavere press på inflasjonen og rentenivået.

Federal Reserve reduserer sin balanse kraftig



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Sentimentet har vært svært skiftende i det volatile markedet i år, men etter oppturen i november er det positivt for brede aksjeindekser for USA og Europa.

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Det virker klart at mange sentralbanker prioriterer å temme inflasjonen framfor å opprettholde økonomisk vekst.

Verdsettingen er lavere enn ved årsskiftet etter stigende renter. Inntjeningen holdt seg stabil i det globale aksjemarkedet. Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen.

Sentimentet er, som nevnt over skiftende, men positivt i november. Vi gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 30. november 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	1 mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs / yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,2 %	0,6 %	1,0 %	1,0 %	1,8 %	3,4 %	2,94 %
NBP Standard Liquidity Index	0,4 %	0,7 %	1,2 %	1,3 %	3,4 %	6,6 %	4,19 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	1,5 %	1,7 %	-3,2 %	-3,7 %	1,0 %	4,2 %	4,37 %
NBP høyrenteobligasjoner	1,7 %	1,0 %	3,8 %	4,5 %	14,0 %	25,0 %	9,94 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	2,4 %	-1,7 %	-11,0 %	-11,4 %	-7,8 %	-0,5 %	3,53 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	4,0 %	0,6 %	-12,6 %	-11,2 %	-6,2 %	-1,6 %	9,23 %
Oslo Børs Fondsindeks	4,5 %	-2,6 %	-5,3 %	-3,9 %	27,1 %	47,3 %	1 137,40
Oslo Børs Hovedindeks	3,9 %	-2,2 %	1,6 %	3,3 %	35,3 %	53,2 %	1 220,76
Oslo Børs Small Cap Index	2,4 %	-2,2 %	-3,2 %	-0,9 %	32,8 %	38,3 %	861,17
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2,2 %	-0,8 %	-11,9 %	-7,1 %	50,5 %	90,7 %	3 149,12
VINX Benchmark Cap	6,5 %	6,4 %	-13,1 %	-10,9 %	35,6 %	56,6 %	--
MSCI ACWI	1,9 %	2,4 %	-5,2 %	-3,7 %	29,3 %	61,4 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	6,1 %	1,9 %	-13,8 %	-10,6 %	--	--	--
MSCI World	1,2 %	3,1 %	-4,6 %	-2,9 %	32,6 %	68,7 %	--
MSCI World Hedged NOK	5,5 %	2,5 %	-13,6 %	-10,1 %	--	--	--
MSCI Emerging World	8,6 %	-2,6 %	-9,5 %	-10,0 %	7,1 %	15,9 %	--
MSCI Frontier World	-0,5 %	-9,5 %	-16,6 %	-17,3 %	1,1 %	9,2 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	5,3 %	8,0 %	-5,2 %	-1,4 %	15,4 %	31,7 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-6,0 %	-4,4 %	-25,7 %	-26,3 %	-13,9 %	4,2 %	--
MSCI Developed North America	-0,3 %	2,2 %	-4,6 %	-3,2 %	42,3 %	91,2 %	--
MSCI Emerging Latin America	-5,0 %	5,7 %	26,7 %	31,0 %	5,9 %	21,9 %	--
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan	11,2 %	-2,4 %	-7,4 %	-7,9 %	11,3 %	23,3 %	--
MSCI Japan	3,7 %	0,3 %	-7,2 %	-7,7 %	5,4 %	20,2 %	--
MSCI ACWI Communication Services	2,4 %	-6,8 %	-24,7 %	-25,4 %	1,2 %	23,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	1,5 %	-4,5 %	-18,0 %	-20,1 %	20,8 %	54,8 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	1,9 %	3,4 %	5,8 %	11,6 %	24,3 %	50,1 %	--
MSCI ACWI Energy	-2,1 %	9,5 %	54,1 %	56,4 %	50,8 %	62,5 %	--
MSCI ACWI Financials	2,8 %	6,7 %	3,1 %	4,7 %	22,3 %	39,3 %	--
MSCI ACWI Health Care	0,0 %	8,6 %	5,9 %	10,4 %	41,4 %	89,4 %	--
MSCI ACWI Industrials	3,3 %	6,5 %	-1,0 %	1,8 %	24,0 %	49,4 %	--
MSCI ACWI Information Technology	1,5 %	-0,3 %	-16,5 %	-16,1 %	55,2 %	127,2 %	--
MSCI ACWI Materials	7,8 %	8,5 %	1,4 %	5,3 %	41,4 %	56,6 %	--
MSCI ACWI Real Estate	3,9 %	-5,1 %	-12,9 %	-9,1 %	-2,2 %	22,2 %	--
MSCI ACWI Utilities	2,0 %	-3,2 %	6,4 %	12,3 %	20,9 %	51,6 %	--
USDNOK	-5,4 %	-0,9 %	11,6 %	9,0 %	6,7 %	18,3 %	9,84
EURNOK	-0,3 %	2,6 %	2,3 %	-0,1 %	0,8 %	3,5 %	10,25
GBPNOK	-0,5 %	2,7 %	-0,6 %	-1,3 %	-0,5 %	5,5 %	11,86
SEKNOK	-0,5 %	0,7 %	-3,6 %	-6,4 %	-2,8 %	-5,6 %	0,94
Bloomberg Commodity	2,7 %	-3,7 %	19,0 %	23,2 %	53,9 %	44,2 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0,3 %	-0,2 %	12,5 %	16,2 %	60,2 %	36,8 %	--
Bloomberg Industrial Metal	14,5 %	6,8 %	-4,5 %	1,6 %	49,2 %	36,1 %	--
Brent Crude (ICE)	-9,9 %	-11,5 %	9,8 %	21,1 %	36,8 %	34,4 %	85,43
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	10,4 %	20,7 %	9,4 %	26,1 %	26,7 %	59,1 %	78,00
Gull spot	8,3 %	3,4 %	-3,3 %	-0,3 %	20,8 %	38,7 %	1 768,52
Aluminium spot	10,4 %	3,3 %	-12,8 %	-7,1 %	36,6 %	20,3 %	2 447,50
Kobber spot	9,4 %	4,9 %	-15,5 %	-13,5 %	40,8 %	22,1 %	8 226,75

Obligasjonsindeksene er oppgitt i NOK eller sikret til NOK. Aksjeindeksene, hvor annet ikke er angitt, er oppgitt i omregnet til NOK i åpen valuta. Bloombergs råvareindekser, oljeprisen og metallprisene er oppgitt i USD.

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevets dato. Markedssynet og vurderingene er gjenstand for løpende overvåking som følge av markedsendringer, ny informasjon og øvrige forhold, og kan derfor endres på ethvert tidspunkt. Markedsbrevet er på ingen måte et tilbud om eller underlag for beslutninger om kjøp og salg av verdipapirer. Referanser til enkelte aktivklasser, verdipapirfond eller verdipapirer er for eksemplifiserende formål og er ikke ment å være, og skal heller ikke oppfattes til å være, anbefalinger for kjøp eller salg av verdipapirer. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning.