

Hvordan forholde seg til markedsutviklingen?

Oslo, 7. juni 2023

En refleksjon

“The AI craze could further lift stock prices, boost capex, and delay the onset of the next recession. Looking further out, reaping the profit windfall from AI may take longer than many investors expect.”

BCA Research, Global Investment Strategy, 1. juni 2023

Vi rebalanserer våre porteføljer til strategiske aktivklassevekter

Juniutgaven av Bank Credit Analyst fra BCA Research evaluerer utsiktene for markedene. Slike analyser vurderer hvorvidt det for en kortere periode er ønskelig med litt ekstra eller litt mindre allokering enn strategiske vekter i de ulike aktivaklassene.

BCA Research ser tre alternative markedsutviklinger for USA:

Myk landing: Dersom inflasjonen blir svakere, men realøkonomisk vekst fremdeles er positiv, er det ikke lenger behov for stram pengepolitikk. Da kan Federal Reserve (Fed) sette ned styringsrenten. Dette kan bidra til medvind for verdipapirmarkedene.

Hard landing: I dette scenariet vil den raske innstramningen av likviditet og økning i sentralbankrenter etter hvert virke kraftig inn på utviklingen. Den realøkonomiske veksten i første kvartal er drevet av forbigående faktorer, og den stramme pengepolitikken fører til resesjon.

Ingen landing: Den realøkonomiske veksten forblir sterk, og arbeidsledigheten forblir lav eller går ytterligere ned. Siden en slik utvikling vil kunne føre til enda strammere pengepolitikk, vil dette scenariet ifølge BCA Research bare føre til utsettelse av en resesjon.

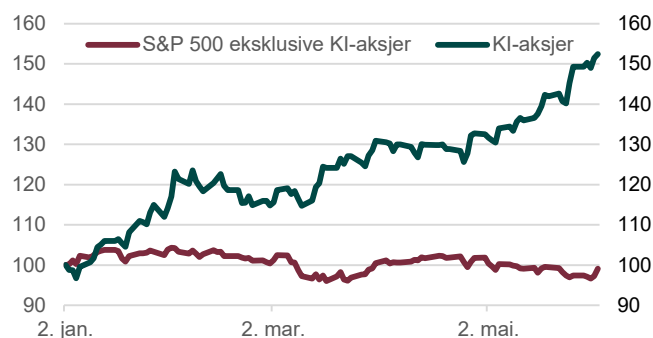
BCA Research anser det midterste scenariet som mest sannsynlig.

Den gode markedsutviklingen siden i fjor sommer har gitt god avkastning for vår portefølje, og vekten for globale aksjer har blitt løftet godt over strategisk vekt. Vår taktiske allokering har i denne perioden bidratt positivt til meravkastning. Selv om vi ikke går inn i diskusjonen om hvorvidt og når en eventuell resesjon kommer, vurderer vi at det nå er vanskelig å argumentere for fortsatt taktisk overvekt i globale aksjer. Derfor nøytraliserer vi aktivaklassevektene tilbake til strategiske vekter.

Et annet aspekt ved markedsutviklingen er hvilken type selskaper som har hatt medvind hittil i år. Chen Zhao ved Alpine Macro analyserte aksjeavkastningen i USA hittil i år i sin rapport «Bracing for AI Mania?» av 5. juni. Der delte han den

velkjente S&P 500 indeksen i to grupper for å se hvor mye det har betydd å satse på kunstig intelligens (KI). Den første gruppen, som satser på kunstig intelligens, besto av Meta (Facebook), Apple, Tesla, Alphabet (Google), Amazon, Microsoft, samt delindeksen S&P 500 Semiconductors & Semiconductor Equipment Index. Den andre gruppen var resten av selskapene i S&P 500. Figuren under viser data Alpine Macro har delt med oss. Mens selskaper som oppfattes å investere i KI har hatt over 50 % avkastning hittil i år per 31. mai i USD, har resten av selskapene i sum hatt om lag nullavkastning.

Satsing på kunstig intelligens (KI) har gitt kraftig medvind



Kilde: Alpine Macro, S&P Dow Jones Indices

Entusiasmen har vært stor og diskusjonen har gått høyt om mulighetene og utfordringene ved den sterke utviklingen i KI. Programvare ble tilgjengelig for folk flest, blant annet gjennom ChatGPT, som ifølge Zhao fikk sine første 100 millioner brukere på 2 måneder. NVIDIA er ett av selskapene som har opplevd sterk etterspørsel etter sine grafikkort relatert til KI. Zhao påpeker at vi ennå er langt unna teknologiboblens nivåer av børsnoteringer av selskaper som ennå ikke gikk med overskudd. Hans forventning om svakere økonomisk vekst i USA med dertil fallende rentenivå mener han i andre omgang vil kunne føre til mer aktivitet og nye muligheter for flere børsnoteringer for amerikanske selskaper som satser på KI.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 21,8 % hittil i år, per 31. mai, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 7,9 %. Svekkelsen av NOK mot andre valutaer har bidratt til en betydelig del av avkastningen for globale aksjeporteføljer i åpen valuta versus valutaskrede aksjeporteføljer.

MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value har gitt henholdsvis 32,7 % og 11,5 % hittil i år, per 31. mai, målt i NOK. MSCI ACWI Information Technology og MSCI ACWI Energy har gitt henholdsvis 46,3 % og 3,6 % avkastning i samme periode.

Det er stor spredning på avkastningen i markedsoppgangen hittil i år mellom beste og svakeste stilavkastning, mellom beste og svakeste sektoravkastning og mellom

enkeltselskaper. MSCI opplyser at det er 2884 selskaper i den brede aksjeindeksen MSCI ACWI. Hittil i år har 7 av dem stått for over to tredjedeler av avkastningen. Disse er Apple, Microsoft, NVIDIA, Amazon, Meta, Tesla og Alphabet. Felles faktor for disse selskapene er satsingen på KI.

Løpende renteavkastning for norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, er 4,6 % per 31. mai. Dette er i tråd med Bloomberg Global Aggregate Corporate indeks med 5,1 % løpende renteavkastning på samme tidspunkt. Dagens løpende avkastning er god, og ved en realøkonomisk utvikling som tilsier uendrede eller fallende renter, vil både norske og globale obligasjoner med høy kredittverdighet kunne gi en god avkastning.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

Styringsrentene i USA og EU nærmer seg konsensusforventningene til toppnotering i 2023. Den kinesiske sentralbanken har tendert i retning av å støtte innenlands forbruk.

Figuren under viser en klassisk likviditetsanalyse. Det er differansen mellom løpende renteavkastning for amerikanske

10- og 2-årige statsobligasjoner. Det finnes varianter av denne figuren, men poenget er det samme. Markedet forventer at rentene vil falle tydelig, som gjerne indikerer svakere vekst.

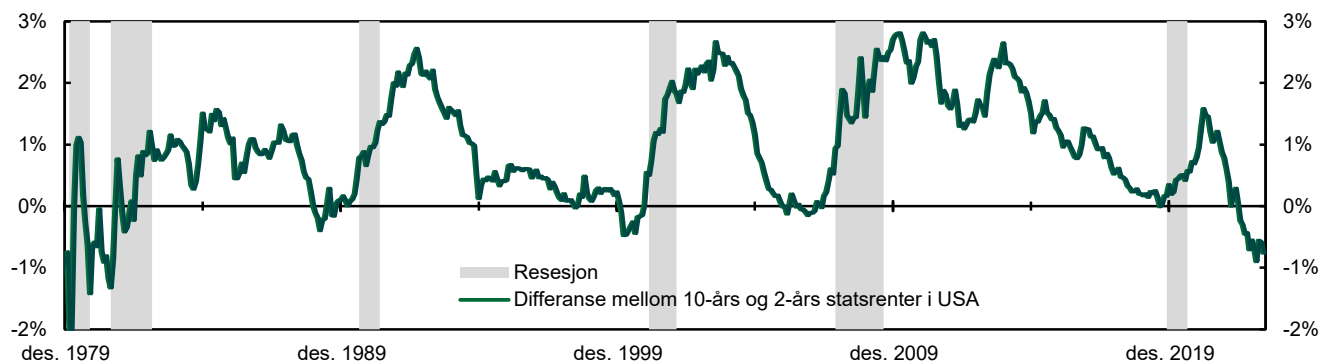
Verdsetting

Verdsettingen har steget noe etter årets markedsutvikling.

Sentimentet

Sentimentet har vært volatilt, men er nå positivt.

Differansen mellom 10- og 2-års amerikanske statsrenter og påfølgende amerikanske resesjoner



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram. Markedet forventer helt klart lavere renter.

Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen, og forventet inntjeningsvekst er positiv, men på lavt nivå. Sentimentet er positivt.

Total allokeringen til aktivklasser med høyere risiko har steget over strategiske vektorer i tråd med markedsutviklingen. Vi har forblitt investert, som har bidratt positivt til avkastningen. Med gjeldende grad av overvekt ser vi, som nevnt på side 1, ikke tilstrekkelige argumenter til å opprettholde den taktiske posisjonen og nøytraliserer aktivklassenes taktiske vektor tilbake til strategiske vektorer. Vi setter med dette også eksponeringen mot verdipapir denominert i utenlandsk valuta tilbake til strategisk vekt.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 2023

Avkastningsperiode, ikke annualisert	1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield	Kurs
Norske renteindekser								
NOLIQSTD	0.29%	0.78%	1.58%	3.02%	4.62%	8.03%	4.55%	
NOGOVD3M	0.27%	0.70%	1.20%	2.19%	2.55%	4.71%	3.52%	
NORM123D3	-0.44%	0.36%	0.34%	0.72%	-1.65%	5.50%	4.55%	
NOHYNH	0.80%	1.41%	4.36%	8.12%	34.74%	27.91%	9.89%	
Globale renteindekser								
Bl. Global Agg. H. NOK	-0.59%	2.07%	2.22%	-2.76%	-9.58%	0.84%		
Bl. Global HY H. NOK	-0.70%	-0.20%	1.91%	-2.23%	2.13%	1.96%		
Norske aksjeindekser								
OSEFX	-1.96%	-3.90%	3.68%	-5.68%	45.30%	36.65%		
OSEBX	-2.27%	-4.57%	0.80%	-6.90%	50.42%	36.89%		1198.5
OSEEX	-3.09%	-0.72%	6.31%	4.66%	75.39%	111.17%		
Nordiske aksjeindekser								
VINX BM Cap NOK NI	-2.89%	3.29%	16.20%	16.25%	47.67%	84.32%		
VINX Real Estate NOK NI	-14.02%	-14.16%	-6.67%	-26.67%	-14.51%	29.23%		
Globale aksjeindekser regioner								
MSCI ACWI NR	2.99%	8.57%	21.77%	19.30%	52.13%	88.16%		
MSCI ACWI NR NOK Hedged	-0.40%	1.52%	7.87%	0.10%	30.37%			
MSCI World NR	3.06%	9.10%	22.72%	20.74%	55.86%	97.26%		
MSCI World NR NOK Hedged	-0.30%	1.98%	8.72%	1.02%	33.71%			
MSCI Developed Europe (EMEA)	-2.01%	6.39%	22.58%	23.83%	53.60%	65.49%		
MSCI Developed North America	4.43%	10.00%	23.48%	20.28%	60.30%	118.95%		
MSCI Emerging Latin America NR	3.21%	8.15%	19.65%	13.80%	69.27%	48.23%		
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	1.66%	2.89%	13.01%	9.02%	28.89%	36.94%		
MSCI Japan NR	6.04%	12.03%	22.76%	23.65%	29.40%	48.12%		
MSCI Emerging Mkts NR	2.35%	4.31%	14.27%	8.25%	26.38%	31.13%		
Globale aksjeindekser sektorer								
MSCI ACWI Communication Services	6.38%	17.53%	37.74%	17.65%	25.12%	78.58%		
MSCI ACWI Consumer Discretionary	3.33%	7.78%	27.10%	18.45%	35.58%	75.68%		
MSCI ACWI Consumer Staples	-2.54%	7.79%	13.58%	19.19%	38.17%	81.14%		
MSCI ACWI Energy	-5.42%	-3.51%	3.61%	7.66%	104.36%	49.14%		
MSCI ACWI Financials	-0.09%	-1.51%	10.43%	11.83%	62.15%	55.23%		
MSCI ACWI Health Care	-0.17%	7.89%	10.30%	17.76%	36.93%	108.36%		
MSCI ACWI Industrials	1.22%	4.31%	18.18%	25.00%	58.40%	74.77%		
MSCI ACWI Information Technology	12.57%	22.72%	46.31%	34.59%	80.89%	186.31%		
MSCI ACWI Materials	-3.10%	-2.67%	10.46%	5.34%	55.61%	66.47%		
MSCI ACWI Real Estate	-1.71%	-0.81%	9.04%	-1.60%	14.91%	32.40%		
MSCI ACWI Utilities	-1.64%	7.97%	9.22%	8.21%	30.93%	77.40%		
Globale aksjeindekser stiler								
MSCI ACWI Growth	6.17%	15.08%	32.73%	26.12%	49.00%	109.81%		
MSCI ACWI Minimum Volatility	0.78%	9.09%	14.28%	16.81%	31.13%	72.41%		
MSCI ACWI Momentum	-0.92%	3.85%	9.51%	11.66%	29.39%	74.03%		
MSCI ACWI Quality	6.23%	15.47%	29.82%	25.97%	53.87%	123.28%		
MSCI ACWI Value	-0.37%	2.10%	11.48%	12.45%	52.68%	63.64%		
Valuta								
USDNOK	4.10%	6.76%	13.08%	18.29%	14.08%	35.59%		11.1
EURNOK	1.07%	7.47%	13.05%	17.91%	9.96%	24.08%		11.9
GBPNOK	3.03%	10.21%	16.28%	16.83%	14.90%	26.76%		13.8
SEKNOK	-1.60%	2.84%	8.56%	5.98%	-0.86%	10.07%		102.1
Råvarer								
Brent Crude (USD/Boe)	-8.65%	-15.34%	-15.42%	-40.85%	105.66%	-6.35%		72.7
LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	-0.92%	6.69%	8.31%	6.84%	13.63%	50.49%		1964.4
MSCI ACWI Commodity NR	-9.59%	-10.85%	-8.45%	-10.62%	73.10%	18.43%		
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-2.67%	-3.39%	45.43%	14.21%	69.03%	47.40%		108.7
S&P Goldman Sachs Commodity	-2.67%	-5.35%	-2.09%	-20.55%	96.24%	48.77%		
Andre indekser								
Dow Jones	0.81%	5.81%	13.36%	20.73%	57.13%	103.61%		
FTSE EPRA/NAREIT	-0.56%	0.15%	10.92%	0.09%	25.35%	32.85%		
Hang Seng	-3.89%	-4.44%	4.85%	4.54%	-1.43%	-4.65%		
NASDAQ 100	12.15%	24.05%	47.90%	34.71%	74.23%	189.92%		
S&P 500	4.55%	10.76%	24.00%	21.86%	64.22%	128.47%		

Alle tall oppgitt i NOK eller sikret til NOK dersom annet ikke er angitt. Kilde er Bloomberg Data License, MSCI eller direkte fra administrator.

Ansvarsbegrensning. Dette månedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.