

Markedssyn innen rammene av en langsiktig strategi

Oslo, 9. august 2023

En refleksjon

“Net outlays for interest on the public debt rose by \$135 billion (or 37 percent), mainly because interest rates are significantly higher than they were in the first nine months of fiscal year 2022.”

CBO, Monthly Budget Review, June 2023

Ekspansiv finanspolitikk eller strammere likviditet?

Vi søker investeringer i kvalitetsselskaper, som skaper underliggende verdier. Disse investeringene bør inngå i en langsiktig portefølje med en strategisk vekt som er tilpasset den enkelte investor. Når vi diskuterer markedssyn, er dette vurderinger rundt avvik fra den langsiktige porteføljevekten innenfor et avtalt bånd.

Hva strategiske porteføljevokter og fondsseleksjon angår, vil vi fortsatt anbefale å være investert i tråd med vår kvalitetsorienterte filosofi og med langsiktig horisont i den delen av porteføljen som er investert i aksjer.

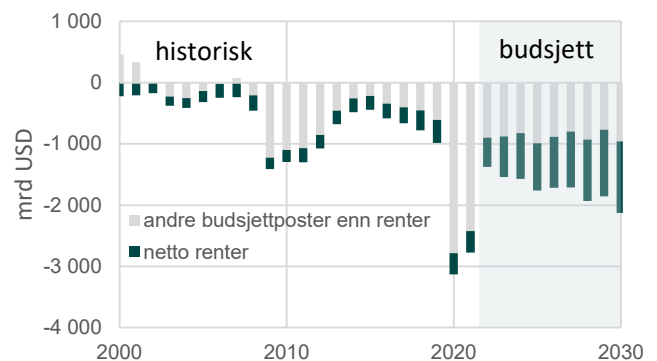
Hva markedssyn angår, er vi nøytrale med porteføljevokter rundt strategiske vekter.

BCA Research publiserte ny utgave av Bank Credit Analyst i juli. De holder fast ved et nøkternt markedssyn, selv etter de siste månedenes oppgang. De hevder at lavere konsumprisinflasjon i USA, som rapportert i juli, er preget av enkelte inflasjonselementer og vil ikke lede til videre nedgang i kjerneinflasjonen. Inflasjonen i leiekostnader for bolig har avtatt tydelig, men BCA skriver at investorer bør være forsiktig med å håpe at alle andre deler av inflasjonen raskt vil følge etter. De viser til fortsatt sterkt amerikansk arbeidsmarked, men anser at dette vil svekkes i 2024. BCA vurderer at den amerikanske sentralbanken ikke vil nedjustere rentenivået før konjunktorene svekkes tilstrekkelig til at dette vil være nødvendig.

Congressional Budget Office (CBO) er det tverrpolitiske byrået for det føderale budsjettet i USA og analyserer konsekvensene av kongressens politikk. På den ene siden er høyere budsjettunderskudd ofte assosiert med en ekspansiv finanspolitikk hvor myndighetene øker sitt forbruk og investeringer, som igjen gir positive ringvirkninger for selskapene. På den annen side predikerer CBO i siste rapport at myndighetene vil måtte øke budsjettunderskuddene, ikke for å dekke investeringer, men for å dekke større netto renteutbetalinger på grunn av høyere rentenivåer og mer statsgjeld. Figuren til høyre viser at dette gir tydelig høyere årlige netto renteutbetalinger for USA. Denne figuren viser en

interessant konsekvens av økte renter. Inndekningene av disse vil ifølge CBO skje gjennom at USA vil utstede mer statsgjeld. Investeringer i andre deler av verdipapirmarkedet vil dermed kunne merke en strammere markedslivlikviditet når det allokeres mer til amerikanske statsobligasjoner. For sammenligningens skyld er budsjettunderskuddet i 2023 om lag på størrelse med Norges oljefond. Tilbudet av amerikanske statsobligasjoner vil øke tilsvarende på årlig basis.

Mer statsobligasjoner i USA på grunn av økte renteutgifter



Kilde: Industrifinans, Congressional Budget Office USA

Chen Zhao i Alpine Macro publiserte sitt markedssyn i juli-utgaven av Global Strategy. Han deler synet til BCA om at markedet ikke kan forvente at den amerikanske sentralbanken går fra kontraktiv til nøytral pengepolitikk veldig snart. Zhao mener dette først kan forventes ved svekket realøkonomi.

Samtidig mener Zhao at USA ikke er inne i en lønns- og prisspiral. Arbeidsmarkedet er i og for seg sterkt, men ikke overdrevet hett, som er nødvendig for overstadig lønnsvekst. I USA har den nominelle lønnsveksten dempet seg noe siste 12 måneder. Han observerer også at investorer har blitt sterkere optimister ved at differansen mellom andelen optimister og andelen pessimister har blitt svært høyt og at forventet volatilitet har sunket.

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har steget hele 22,1 % hittil i år, per 31. juli, målt i NOK. I samme periode har MSCI ACWI Hedged NOK steget 16,7 %.

MSCI ACWI Quality og MSCI ACWI Value har steget henholdsvis 29,1 % og 12,2 % hittil i år, per 31. juli, målt i NOK.

I fjor opplevde investorer at kvalitetsaksjer gav lavere avkastning enn disse mer sykliske aksjene, blant annet på grunn av renteoppgangen. Beste sektoravkastning kommer fra MSCI ACWI IT, som har gitt 45,1 % avkastning hittil i år per 31. juli, målt i NOK, mens MSCI ACWI Energy har gitt 7,6 % i samme periode.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er viktige for vårt markedssyn.

Likviditet

På side én i månedsbrevet har vi lagt fram vurderinger knyttet til inflasjon, sentralbanklikviditet og markedslikviditet.

Verdsetting

Verdsettingen har steget noe og forskjellen mellom overskuddsavkastningen i globale aksjer og løpende renteavkastning for globale statsobligasjoner er lavere nå enn den har vært de siste ti årene. Høyere løpende renteavkastning for obligasjoner med høy kredittverdighet har gjort denne aktivaklassen enda mer interessant.

Løpende renteavkastning for norske kredittobligasjoner, målt ved Nordic Bond Pricing NORM123D3, er 5,3 % per 31. juli. Dette tilsvarer Bloomberg Global Aggregate Corporate indeks, med 5,2 % løpende renteavkastning på samme tidspunkt.

Løpende renteavkastning forteller oss hva avkastningen vil bli om rentenivået og kredittpåslaget holder seg uendret. Det er nødvendigvis ikke den avkastningen investor har fått foregående år. Når rentene stiger, som de har gjort de siste to årene, vil verdien av obligasjoner med lengre løpetid i markedet med fast, avtalt rente (kupong) få et verdifall da det er mer interessant for investorer å kjøpe nytstede obligasjoner med høyere kupong. Når den nye, løpende renteavkastningen har stabilisert seg, vil avkastningen begynne å reflektere dette.

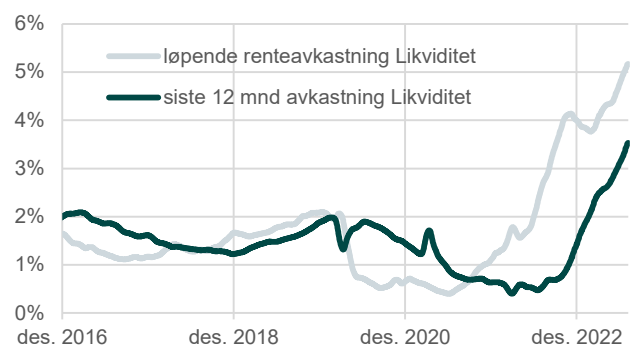
For aktivaklassen likviditet, som består av obligasjoner med kort tid til forfall er sammenhengen enklere. Da gjenværende løpetid er så kort, vil ikke avkastningen falle særlig mens løpende renteavkastning stiger, men mer være en ledende indikator for avkastningen. Figuren til høyre viser hvordan siste 12 måneders avkastning gjennom våren 2023 reflekterer styrkingen av løpende renteavkastning gjennom 2022.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stram.

Avkastningen følger av løpende renteavkastning



Kilde: Industrifinans, Nordic Bond Pricing

For aktivaklassen obligasjoner høy kredittverdighet, som består av obligasjoner med lengre tid til forfall, har løpende renteavkastning steget noenlunde tilsvarende som i figuren over. Avkastningen har der først blitt negativ, som forklart av årsakene i avsnittet ovenfor. Per 31. juli er siste 12 måneders avkastning om lag null. Med stabilt rentenivå vil så avkastningen bli mer i tråd med løpende renteavkastning som var 5,3 % per 31. juli. Ved fallende løpende renteavkastning, vil avkastningen bli høyere.

Dagens løpende renteavkastning 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 relativ avkastning.

Sentimentet

Sentimentet er positivt. Det ser vi på glidende snitt i de større markedene. Det kan også tolkes fra spørreundersøkelsen som American Association of Individual Investors gjennomfører, jamfør analysen gjengitt på første side.

Realøkonomien gir usikkerhet for utviklingen i inntjeningen, og forventet inntjeningsvekst er marginalt positiv. Sentimentet er positivt.

Vi har samlet nøytral vektning og gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 31. juli 2023

		1 mnd	3 mnd	Hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	Yield / kurs
Norske renteindekser	NOLIQSTD	0,46 %	1,02 %	2,31 %	3,66 %	5,01 %	8,55 %	5,31 %
	NOGOVD3M	0,27 %	0,77 %	1,70 %	2,60 %	3,07 %	5,10 %	4,00 %
	NORM123D3	0,17 %	-1,74 %	-0,98 %	-0,01 %	-3,59 %	4,19 %	5,32 %
	NOHYNH	0,83 %	2,47 %	6,10 %	11,28 %	29,30 %	29,13 %	10,55 %
Globale renteindekser	Bl. Global Agg. H. NOK	-0,05 %	-0,38 %	1,97 %	-3,73 %	-11,13 %	0,63 %	
	Bl. Global HY H. NOK	1,61 %	2,96 %	5,53 %	4,76 %	0,17 %	4,52 %	
Norske aksjeindekser	OSEFX	3,05 %	1,08 %	6,90 %	0,75 %	43,68 %	37,65 %	
	OSEBX	2,54 %	1,51 %	4,70 %	-0,66 %	50,68 %	38,88 %	
	OSEEX	0,65 %	2,14 %	12,04 %	15,53 %	83,19 %	114,44 %	
	OBX ESG	2,76 %	-0,33 %	8,95 %	4,35 %	37,42 %	34,07 %	
	OBX ESG ex O&G	3,02 %	-1,13 %	7,89 %	-0,90 %	28,52 %	43,29 %	
Nordiske aksjeindekser	VINX BM Cap NOK NI	-3,61 %	-7,38 %	10,93 %	11,68 %	34,33 %	70,88 %	
	VINX Real Estate NOK NI	5,64 %	-10,05 %	-2,46 %	-15,18 %	-12,21 %	25,87 %	
Globale aksjeindekser regioner	MSCI ACWI NR	-2,22 %	2,43 %	22,05 %	18,29 %	49,88 %	84,53 %	
	MSCI ACWI NR NOK Hedged	2,86 %	7,69 %	16,68 %	9,78 %	32,28 %		
	MSCI World NR	-2,51 %	2,44 %	22,93 %	18,89 %	55,04 %	92,18 %	
	MSCI World NR NOK Hedged	2,63 %	7,79 %	17,60 %	10,32 %	37,03 %		
	MSCI Developed Europe (EMEA)	-2,78 %	-3,64 %	20,99 %	25,32 %	49,84 %	59,54 %	
	MSCI Developed North America	-2,46 %	4,35 %	24,42 %	17,58 %	59,23 %	112,38 %	
	MSCI Emerging Latin America NR	-0,82 %	9,76 %	28,79 %	37,18 %	66,64 %	51,07 %	
	MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan NR	-0,24 %	0,31 %	12,60 %	11,66 %	17,50 %	40,60 %	
	MSCI Japan NR	-2,83 %	2,83 %	20,31 %	20,62 %	37,64 %	48,68 %	
Globale aksjeindekser sektorer	MSCI Emerging Markets NR	0,20 %	2,29 %	15,14 %	13,51 %	16,31 %	35,23 %	
	MSCI ACWI Communication Services	0,28 %	5,70 %	37,80 %	21,00 %	22,96 %	73,20 %	
	MSCI ACWI Consumer Discretionary	-1,80 %	7,89 %	32,96 %	16,27 %	32,99 %	81,08 %	
	MSCI ACWI Consumer Staples	-3,77 %	-6,95 %	9,34 %	11,00 %	32,99 %	66,46 %	
	MSCI ACWI Energy	0,52 %	-1,87 %	7,57 %	18,78 %	131,37 %	51,03 %	
	MSCI ACWI Financials	-0,62 %	1,30 %	12,81 %	17,74 %	67,11 %	55,93 %	
	MSCI ACWI Health Care	-4,29 %	-5,75 %	5,38 %	8,89 %	35,01 %	86,55 %	
	MSCI ACWI Industrials	-2,59 %	2,51 %	21,08 %	24,33 %	63,63 %	76,60 %	
	MSCI ACWI Information Technology	-3,23 %	10,67 %	45,15 %	28,66 %	66,41 %	183,38 %	
	MSCI ACWI Materials	-0,48 %	-0,88 %	13,86 %	19,83 %	52,46 %	70,88 %	
Globale aksjeindekser stiler	MSCI ACWI Real Estate	-2,96 %	-4,06 %	6,70 %	-5,34 %	14,24 %	28,01 %	
	MSCI ACWI Utilities	-3,85 %	-6,65 %	4,55 %	2,42 %	26,93 %	64,28 %	
	MSCI ACWI Growth	-2,62 %	5,23 %	32,55 %	20,81 %	40,80 %	105,89 %	
	MSCI ACWI Minimum Volatility	-4,15 %	-4,88 %	8,98 %	9,32 %	28,70 %	59,42 %	
	MSCI ACWI Momentum	-2,38 %	-1,31 %	10,03 %	14,21 %	19,59 %	73,68 %	
Valuta	MSCI ACWI Quality	-2,62 %	4,54 %	29,10 %	22,53 %	50,45 %	116,92 %	
	MSCI ACWI Value	-1,78 %	-0,54 %	12,19 %	15,37 %	57,35 %	60,40 %	
	USDNOK	-5,67 %	-5,67 %	3,34 %	4,76 %	11,35 %	24,21 %	10,1
	EURNOK	-4,79 %	-5,35 %	6,24 %	12,82 %	4,01 %	16,83 %	11,1
Råvarer	GBPNOK	-4,68 %	-2,99 %	9,62 %	10,40 %	9,23 %	21,46 %	13,0
	SEKNOK	-3,35 %	-7,49 %	2,27 %	0,94 %	-7,16 %	3,70 %	96,2
	Brent Crude (USD/Boe)	14,23 %	7,88 %	-0,41 %	-22,23 %	97,60 %	15,23 %	85,6
	LBMA Gold Price (USD/Oz t.)	3,05 %	-0,60 %	8,65 %	12,39 %	0,29 %	61,40 %	1970,7
	MSCI ACWI Commodity NR	6,62 %	3,12 %	3,73 %	14,77 %	87,01 %	32,66 %	
Andre indekser	Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-3,71 %	-22,83 %	15,30 %	16,04 %	64,92 %	53,63 %	86,1
	S&P Goldman Sachs Commodity	3,57 %	-0,07 %	0,52 %	-10,25 %	94,44 %	58,57 %	
	Dow Jones	-2,42 %	-0,96 %	12,18 %	15,85 %	59,11 %	93,92 %	
	FTSE EPRA/NAREIT	-2,12 %	-3,15 %	8,34 %	-3,90 %	24,04 %	27,18 %	
Andre indekser	Hang Seng	1,56 %	-1,97 %	7,70 %	8,35 %	-0,92 %	3,55 %	
	NASDAQ 100	-2,05 %	12,56 %	49,54 %	28,58 %	64,67 %	183,34 %	
	S&P 500	-2,64 %	4,28 %	24,69 %	18,36 %	63,68 %	121,05 %	

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

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.