

Speakers' Corner - NOMA Capital 3. kvartalsrapport 2024

Etter den søte kløe, kommer den sure svie?

Dette året har vært en lærepenge i hvor nytteløst det er å spå den kortsiktige markedsutviklingen. Ved inngangen til 2024 forventet Wall Street-strateger i gjennomsnitt at det amerikanske markedet (S&P 500) ville stige med rundt 2%. Ved utgangen av 3. kvartal var det opp 21%.

Å forutsi markedets utvikling over lengre perioder er også vanskelig, noen vil si umulig. Men det hindrer ikke Wall Streets beste og skarpeste fra å kaste seg inn i kampen, år etter år. Sjeldent har deres spådomsevner vært mer i fokus enn ved inngangen til 4. kvartal, da Goldman Sachs advarte om at den årlige avkastningen for S&P 500-indeksen kan forventes til å bli beskjedne 3% over det neste tiåret. Over lang tid, dvs. i snart hundre år, har det amerikanske aksjemarkedet, målt ved S&P 500-indeksen, gitt en årlig rullerende 10-årsavkastning på ca. 11%. Det siste tiåret har tilsvarende årlig avkastning vært ca. 13%. Utfallsrommet er stort. På begynnelsen av 1960-tallet hadde aksjemarkedet over 20% gjennomsnittlig årlig avkastning i 10 år, mens avkastningen var -3% årlig for de foregående ti årene på vei ut av finanskrisen i 2009. Goldman Sachs tror utfallsrommet for de neste ti årene er fra -1% til 7% årlig avkastning. Ikke mye å rope hurra for sammenlignet med de siste 10 årene.

Hvorfor er det så vanskelig å forutsi aksjemarkedets fremtid? Hovedårsaken er de store, katastrofale hendelsene som former dets skjebne. Ting dukker opp ut av intet - en pandemi, kriger, oljeembargoer - og spådommer basert på at alt går som normalt, blir ofte revet i stykker.

Langsiktig aksjeavkastning påvirkes av veksten i selskapenes inntjening og endringer i verdsettelse. Å forutsi avkastningen krever derfor at man estimerer hvordan disse komponentene vil endre seg i fremtiden, og identifiserer variabler som er statistisk og økonomisk knyttet til fremtidige endringer i inntjening og verdsettelse.

For å modellere forventet aksjeavkastning på lang sikt, er det hovedsakelig fem variabler Goldman-strategene tar hensyn til: startverdien av verdsettelse, konsentrasjon i aksjemarkedet, hyppighet av nedgangstider, lønnsomhet i bedrifter og renter.

Det som skiller Goldman Sachs sin prognosemodell fra andre, er inkluderingen av markedskonsentrasjon som en variabel. Denne variabelen er ifølge Goldman Sachs spesielt viktig nå fordi det amerikanske aksjemarkedet for tiden er nær sitt høyeste konsentrasjonsnivå på 100 år. Når aksjemarkedets konsentrasjon er høy, blir fremtidig markedsutvikling sterkt påvirket av utsiktene til noen få aksjer, noe som i tillegg kan medføre større volatilitet sammenlignet med avkastningen i et mindre konsentrert og mer diversifisert marked. Selv om høyere volatilitet ikke nødvendigvis innebærer en økt sannsynlighet for en dårlig aksjemarkedsutvikling, bør verdsettelsesvariabelen inkludere en rabatt for høyere volatilitet og mindre diversifisering, ifølge Goldman Sachs. Utfordringen er at verdsettelsesvariabelen også er nær det høyeste nivået på 100 år.

Bakgrunnen for den stadig økende konsentrasjonen er drevet frem av et fåtall amerikanske selskaper som har blitt totalt dominerende innenfor sine markeder globalt. Denne suksessen har medført en enorm inntjeningsutvikling med påfølgende positiv multipelelektspansjon, noe som har økt disse selskapenes andel av aksjeindeksene. Utviklingen er forsterket med en sterkt økende andel av sparekapitalen inn i indeksfond, som er konstruert for å følge S&P 500-indeksen slavisk.

Intet selskap vokser inn i himmelen. Intuitivt vil det være svært vanskelig for selskapene å opprettholde høy omsetningsvekst og fortjenestemarginer over lengre perioder. Etter hvert som veksten og lønnsomheten for de største selskapene i en indeks avtar, vil også inntjeningsveksten og dermed avkastningen for hele indeksen avta.

Det interessante med analysen til Goldman Sachs er hvordan prognosen på 3% årlig avkastning det neste tiåret er fordelt basert på de forskjellige variablene. Ved å fjerne konsentrasjonsvariabelen øker prognosen til 7% årlig avkastning i samme periode. For de som ikke støtter tilnærmingen til investeringsbanken, gir dette et bedre utgangspunkt. Men det er uansett betydelig lavere enn det historiske gjennomsnittet og for de siste ti årene.

Siden etableringen av NOMA Capital i 2016 har andelen av de ti største selskapene i S&P 500-indeksen økt fra ca. 16% til dagens ca. 36%. Vi har vært vitne til hvordan denne sterkt økende konsentrasjonen påvirker markedet på godt og vondt. Liksom Goldman Sachs ser vi økende sannsynlighet for lavere aksjemarkedsavkastning gjennom det neste tiåret, sammenlignet med historisk oppnådd avkastning. Den geopolitiske situasjonen og den ikke bærekraftige globale gjeldsutviklingen øker risikoen ytterligere for at alt ikke blir som normalt det neste tiåret. Skulle Goldman Sachs sin konsensusavvikende prognose slå til, vil mange investorer få seg en ubehagelig vekker i årene som kommer.

Kvartalsrapporten gir informasjon om NOMA Fokus AS, B-aksjer og NOMA Vekst I AS, B-aksjer ("Fondene"). Fondene er alternative investeringsfond i henhold til lov 20. juni 2014. Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil bl.a. avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, Fondenes risiki, samt kostnader ved tegning, forvaltning og innløsning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Eventuelle tegnings- og innløsningskostnader er ikke tatt høyde for i den historiske avkastningen vist for Fondene, kostnadene vil kunne påvirke avkastningen negativt. NOMA Capital søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold om eventuelle feil og utelatelser. Uttalelsene i rapporten reflekterer NOMA Capital sitt syn på et gitt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel. Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. NOMA Capital påtar seg intet ansvar for direkte, eller indirekte tap, eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten. Fondsdokumentasjon herunder nøkkelinformasjon, Informasjonsmemorandum, vedtekter, samt års- og halvårsrapporter er tilgjengelig på www.nomacapital.no. Investor bør gjøre seg kjent med informasjonen før investeringsbeslutning treffes.