

## Kvalitetsaksjer har nytt godt av lav vekst og inflasjon

Oslo, 9. desember 2019

### En refleksjon

*The value of long duration assets have increased dramatically by lower inflation and low interest rate levels.*

Robert L. Rohn, Founding Principal, Sustainable Growth Advisers, desember 2019

### Makro

Med enda noen uker igjen av desember, er det for tidlig til å slutføre historien om aksjemarkedenes avkastning og den økonomiske utviklingen i 2019. Likevel kan vi kommentere hva som har dominert hittil i år for en investor i globale markeder.

Kvalitetsaksjer har hatt et godt år så langt. Blant stilindeksene til MSCI All Countries World, har kvalitet hatt meravkastning i forhold til både vekst, verdi, momentum og lavvolatilitetsaksjer. Det har vært tilfelle hittil i år i høyere grad enn på mange år, målt med MSCI sine stilindekser.

Denne markedsutviklingen kan naturligvis ha mange underliggende årsaker.

Global økonomisk vekst har vært heller moderat i 2018 og 2019. Bloombergs globale BNP-estimat svekket seg fra over 4,8 % for 2017 til 2,7 % for 2018. BNP-veksten har ifølge Bloombergs estimater falt ytterligere, ned mot 2 % gjennom 2019. Amerikansk reell firekvarterers-vekst i BNP var rundt 2 % for andre og tredje kvartal 2019.

I den underliggende økonomiske utviklingen har 2019 så langt vært et år hvor inntjeningen til kvalitetsaksjer har utviklet seg bedre enn hva tilfelle har vært for andre stilarter og markedet generelt.

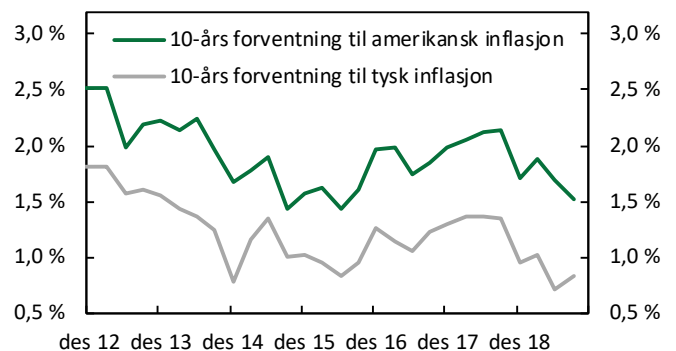
Den globale veksttaket har ikke gitt sterkt inflasjonspress. 10-årsforventningene til amerikansk inflasjon har holdt seg godt under målsetningen til Federal Reserve om 2,0 % inflasjon. Tilsvarende 10-

årsforventning til tysk inflasjon har lagt seg på eller under 1,0 % gjennom året.

De økonomiske rammebetingelsene som har vært rådende i 2019, med lav, men positiv vekst og begrenset inflasjon, er et regime hvor kvalitetsaksjer kan få en bedre avkastning relativt til aksjer som er avhengige av gode konjunkturer, sterk optimisme til videre vekst eller momentum i markedsutviklingen.

Vi framhever og anbefaler ikke med dette investeringer i særskilte stilindekser, men søker i utgangspunktet alltid gode selskaper til fornuftig pris for en langsiktig investeringshorisont. Slike aksjer er nødvendigvis ikke alltid populære, men den underliggende kvalitet blir godt synlig i år som dette.

Lav inflasjon er god ramme for kvalitetsaksjer



Kilde: Bloomberg

### Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har vært sterk hittil i år etter fallet i 2018. Per 30. november hadde indeksen hittil i år steget 30,5 % målt i NOK og 22,9 % målt i lokal valuta. MSCI Developed World steg i samme periode 32,3 %, mens indeksen MSCI Emerging World steg 17,6 %, begge målt i NOK.

Blant sektorene globalt har IT hatt sterkest avkastning hittil i år, med 49,5 % avkastning, men selv energi, med svakest utvikling, har gitt 14,3 % avkastning målt i NOK.

Hittil i år, per 30. november hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, steget 15,4 %.

Blant sektorene på Oslo Børs, har forsyning hatt sterkest utvikling hittil i år, med 28,9 % avkastning, tett fulgt av IT med 26,5 % og Eiendom med 25,7 %

avkastning per 30. november. Dette er imidlertid små sektorer på Oslo Børs, og utgjør i sum rundt 6,2 % av markedet.

Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK måler avkastningen til internasjonale obligasjoner med høy kredittverdighet sikret til NOK. Avkastningen hittil i år per 30. november har vært 7,3 %. Løpende rente per 30. november var 1,4 % mot 2,0 % ved inngangen til året.

Løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 1,3 % per 30. november, mot 1,5 % ved årsskiftet. NBP Norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, har gitt 2,0 % avkastning hittil i år per 30. november. Indeksens

løpende avkastning var 2,3 % per 30. november, marginalt høyere enn ved inngangen til året.

Indeksen NBP Norske høyrenteobligasjoner har gitt 4,9 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning har falt fra 7,6 % til 7,3 % siden inngangen til året.

Hittil i år, per 30. november har gullprisen steget med 14,2 %. Kobberprisen har falt 1,8 % og aluminiumprisen har falt 3,8 %. Oljeprisen har steget med 16,0 %. Alle råvarepriser er målt i USD.

Valutamarkedet har vært preget av høy volatilitet. Hittil i år, per 30. november hadde USD, EUR og GBP styrket seg mot NOK med henholdsvis 6,7 %, 2,5 % og 8,1 %, mens SEK har svekket seg mot NOK med 1,2 %.

## Likviditet, Verdi og Sentiment

Hittil i år har 2019 vært annerledes enn 2018 med hensyn til utvikling for globale aksjer. Som figuren til høyre viser, har det vært sterk avkastning hittil i år, mens det var negativ avkastning i 2018. På den annen side har inntjeningen falt hittil i år, mens den steg i 2018. Tallene er i USD, og påvirkes derfor ikke av svekkelsen i NOK.

De to årene er også forskjellige hva angår sammenligning mellom globale aksjer og globale statsobligasjoner. Hittil i år har det vært en kraftig meravkastning i globale aksjer, mens det i 2018 var mindreavkastning. De to årene sett sammen, var det heller en mer normal meravkastning på 3 % per år mellom MSCI AC World og Barclays Global Government Total Return.

Den gode avkastningen i 2019 gir derfor kanskje verken grunn til å bli grepet av euforia eller overdreven skrekk, når det sees i perspektiv.

Som tidligere omtalt kan årsaken til den svake avkastningen i 2018 og rekylen i 2019, i høy grad tilskrives forbedret likviditet gjennom mer ekspansiv, global pengepolitikk. Mot slutten av 2018 var det fremdeles forventninger til ytterligere innstramninger eller normalisering av pengepolitikken. Allerede i januar kom signalene om at det ikke ville bli ytterligere rentehevinger, og senere ble rentene også satt ned og nye kvantitative lettelser ble iverksatt.

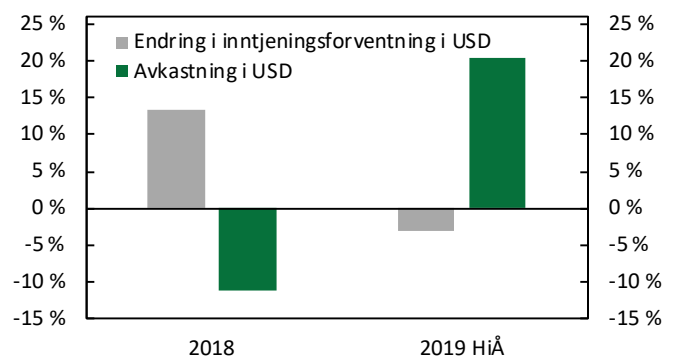
## Konklusjon

Den globale inntjeningsveksten og den underliggende økonomiske veksten er svakere enn før. Det er forventninger om fortsatt vekst, men med en svakere veksttakt, dog med et moderat oppsving i 2020.

Sentimentet i aksjemarkedet har vært blandet i 2019. Det siste oppsvinget i aksjemarkedene i 4. kvartal, gjør at de mest brukte indeksverdiene på både amerikanske, europeiske og norske aksjemarkeder nå er over 50, 100 og 200 dagers glidende snitt.

Nok en gang har likviditet gjennom pengepolitikk vist seg som en kraftig driver av globale markeder. Likviditeten har på den ene siden lagt grunn for et positivt sentiment jevnt over, men også drevet opp verdsetningen. Årsbrevet i januar vil ta opp mange temaer, deriblant vurderinger over dette utgangspunktet for markedsutviklingen i 2020.

Aksje- og inntjeningsutvikling 2019 mot 2018



Kilde: Bloomberg

Verdsetningen er sensitiv til pengepolitikk, geopolitiske spenninger og inntjeningsutvikling. Vi har om lag nøytralvekt i aksjer og overvekt i høyrente.

### Relevante markedsindikatorer per 30. november 2019

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0.1 %	0.3 %	1.0 %	1.0 %	2.1 %	3.6 %	1.26 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0.1 %	-0.1 %	1.3 %	1.4 %	3.4 %	6.7 %	1.26 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	0.1 %	-0.6 %	2.5 %	2.8 %	5.4 %	10.0 %	1.26 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.1 %	-0.5 %	2.0 %	2.3 %	6.2 %	--	--
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.5 %	0.4 %	4.9 %	4.2 %	25.2 %	--	--
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0.1 %	-0.8 %	7.4 %	8.7 %	10.9 %	18.3 %	1.63 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0.1 %	-0.9 %	7.3 %	8.7 %	10.5 %	17.6 %	1.41 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0.3 %	1.2 %	9.3 %	8.2 %	14.7 %	27.1 %	6.12 %
Oslo Børs Fondsindeks	1.0 %	5.3 %	15.4 %	7.0 %	37.1 %	60.6 %	897.80
Oslo Børs Hovedindeks	0.5 %	4.8 %	12.9 %	4.8 %	37.4 %	59.3 %	908.36
Oslo Børs Small Cap Index	4.3 %	8.3 %	13.1 %	1.0 %	9.8 %	6.6 %	646.30
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0.6 %	4.4 %	19.1 %	17.7 %	63.4 %	99.0 %	2 100.41
Oslo Børs Eiendomsindeks	6.0 %	8.5 %	25.7 %	25.6 %	44.9 %	88.2 %	--
VINX Benchmark Cap	1.8 %	9.3 %	22.9 %	19.6 %	46.0 %	67.1 %	454.23
MSCI All Countries (AC) World Local	2.8 %	7.3 %	22.9 %	14.0 %	39.3 %	48.7 %	--
MSCI All Countries (AC) World	2.8 %	8.6 %	30.5 %	22.0 %	51.8 %	86.1 %	--
MSCI Developed World	3.2 %	8.8 %	32.3 %	22.9 %	53.5 %	90.5 %	--
MSCI Emerging World	0.2 %	7.2 %	17.6 %	15.1 %	40.2 %	53.0 %	--
MSCI Frontier World	1.7 %	1.3 %	20.7 %	17.8 %	38.5 %	37.8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	1.9 %	8.8 %	27.1 %	21.9 %	44.9 %	54.6 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	0.3 %	5.4 %	20.3 %	18.1 %	41.1 %	39.2 %	--
MSCI Developed North America	4.0 %	8.8 %	35.6 %	24.0 %	59.5 %	109.0 %	--
MSCI Emerging Latin America	-3.8 %	3.9 %	13.6 %	13.3 %	34.3 %	32.6 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	0.8 %	7.5 %	20.2 %	17.5 %	42.1 %	65.0 %	--
MSCI Japan	0.9 %	10.9 %	25.1 %	17.3 %	38.3 %	83.6 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	2.1 %	7.0 %	31.7 %	23.1 %	55.0 %	97.4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	0.8 %	2.1 %	27.0 %	19.8 %	39.4 %	70.9 %	--
MSCI AC Energy	1.0 %	6.3 %	14.3 %	4.6 %	11.4 %	26.1 %	--
MSCI AC Financials	2.6 %	11.3 %	26.9 %	17.4 %	39.4 %	70.4 %	--
MSCI AC Health Care	4.8 %	10.9 %	26.5 %	16.9 %	59.0 %	83.4 %	--
MSCI AC Industrials	3.3 %	10.1 %	33.2 %	23.3 %	45.9 %	87.8 %	--
MSCI AC Information Technology	5.2 %	12.7 %	49.5 %	38.9 %	104.4 %	179.2 %	--
MSCI AC Materials	2.1 %	7.8 %	21.9 %	18.3 %	36.5 %	64.3 %	--
MSCI AC Real Estate	-1.1 %	3.0 %	28.6 %	23.0 %	44.2 %	72.5 %	--
MSCI AC Communication Services	3.1 %	6.5 %	29.3 %	22.2 %	32.1 %	48.0 %	--
MSCI AC Utilities	-1.8 %	2.6 %	24.3 %	22.5 %	51.2 %	70.1 %	--
USDNOK	0.4 %	1.1 %	6.7 %	7.3 %	8.2 %	31.2 %	9.17
EURNOK	-0.9 %	1.4 %	2.5 %	4.5 %	12.6 %	16.1 %	10.09
GBPNOK	0.2 %	7.5 %	8.1 %	8.5 %	11.8 %	8.3 %	11.83
SEKNOK	1.3 %	4.0 %	-1.2 %	1.9 %	4.4 %	2.2 %	0.96
Bloomberg Commodity	-2.6 %	0.6 %	2.5 %	-4.5 %	-5.8 %	-28.0 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0.7 %	5.6 %	-4.4 %	-6.5 %	-21.0 %	-34.3 %	--
Brent Crude (ICE)	3.7 %	3.3 %	16.0 %	6.3 %	23.7 %	-11.0 %	63.87
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	14.3 %	18.8 %	5.8 %	14.3 %	-1.4 %	47.4 %	61.56
Gull spot	-3.2 %	-3.7 %	14.2 %	19.7 %	24.8 %	25.4 %	1 455.61
Aluminium spot	2.2 %	3.9 %	-3.8 %	-8.4 %	3.5 %	-11.7 %	1 763.25
Kobber spot	1.3 %	3.3 %	-1.8 %	-6.2 %	0.5 %	-8.9 %	5 869.25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av globale renteindekser (avkastning i USD),

MSCI All Countries (AC) World Local (avkastning i lokal valuta) og råvareindeksene (avkastning 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.