

VIKTIGE MOMENTER I VÅR FORVALTNING VED INNGANGEN TIL 2020

Oslo, 15. januar 2020

Vi går inn i 2020 med en svak overvekt i internasjonale aksjer og overvekt i nordisk høyrente. Sentralbanklikviditeten er god, verdsettingen er generelt høyere enn i fjor og sentimentet er blandet, preget av geopolitisk uro, og også av 2019 med svært bra aksjeavkastning.

Den globale inntjeningen i bedriftene falt i 2019 etter to år med oppgang. Global pengepolitikk, ledet an av den amerikanske sentralbanken (Fed), gjennomgikk på den annen side en tydelig snuoperasjon til ytterligere ekspansive tiltak. Dette bedret de finansielle rammevilkårene, løftet avkastningen, men økte også verdsettingen.

Ved inngangen til 2020 tror vi at følgende utviklingstrekk vil ha størst innflytelse på markedsutviklingen for inneværende år.

- Markedets forventninger til global inntjeningsvekst i 2019 ble ikke oppfylt, men konsensus er fornyet vekst i 2020. Videre utvikling i underliggende realisert inntjeningsvekst og realøkonomisk vekst vil derfor være sentralt å følge med på.
- Ulike utfall av geopolitisk risiko, som handelskrigen mellom USA og Kina, spenningen mellom USA og Iran, og andre væpnede konflikter i Midtøsten, vil påvirke markedsutviklingen. Også Europa er i en brytningstid med sterke populistiske strømninger, selv om det er blitt mer forutsigbarhet rundt Brexit.
- Myndigheters og sentralbankenes beslutninger rundt finans- og pengepolitikk vil i inneværende konjunkturfase være avgjørende, som vi også framhevet ved inngangen til 2019.
- Ved inngangen til 2020 er vårt syn en fortsatt svak, men noe styrket realøkonomisk vekst, som til dels er priset inn i markedene. Vi håper at penge- og finanspolitiske beslutninger skjer på balansert måte i god kommunikasjon med markedet. Slik kan vi unngå at disse beslutningene stikker kjepper i hjulene for en realisering av forventningene om en viss styrking av underliggende vekst i året som kommer.

HOVEDTEMAER FOR 2020

1	2	3
INNTJENINGSUTVIKLING (side 2)	LIKVIDITET OG VERDSETTELSE (side 7)	FORVALTNING (side 12)
Forventninger til inntjening (side 2)	Likviditet fra sentralbankene (side 7)	Kvalitet viser seg over tid (side 12)
Makroøkonomisk vekst (side 3)	Flere obligasjoner og færre aksjer (side 8)	ESG: miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring (side 13)
Har olje og gass en framtid? (side 5)	Verdsettelse (side 10)	God aksjeavkastning i 2019 (side 13)

1. INNTJENINGSUTVIKLING

FORVENTNINGER TIL INNTJENING

Vår investeringsfilosofi fokuserer på kvalitets-selskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering. God inntjening er et kjennetegn på kvalitets-selskaper. I kapittel tre om forvaltning skal vi se nærmere på avkastningen til kvalitets-selskaper over tid. I dette kapitlet vurderer vi inntjeningsutviklingen generelt i markedet.

Våre månedsbrev framhever verdsetting, likviditet og sentiment i vurderingene av aktivklassene. Analyse av inntjeningsutviklingen inngår da i evalueringen av verdsettingen av aksjemarkedet samlet sett.

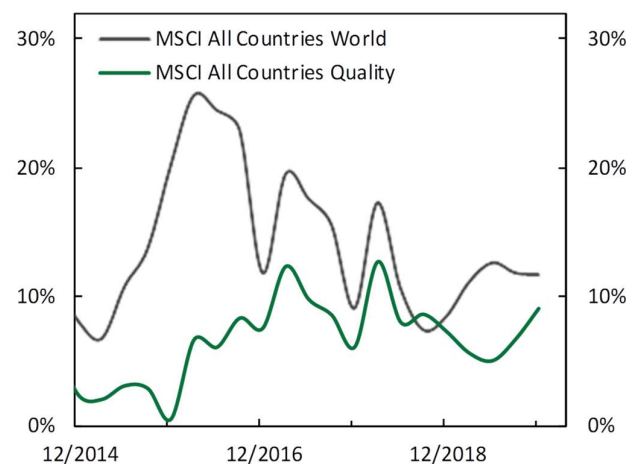
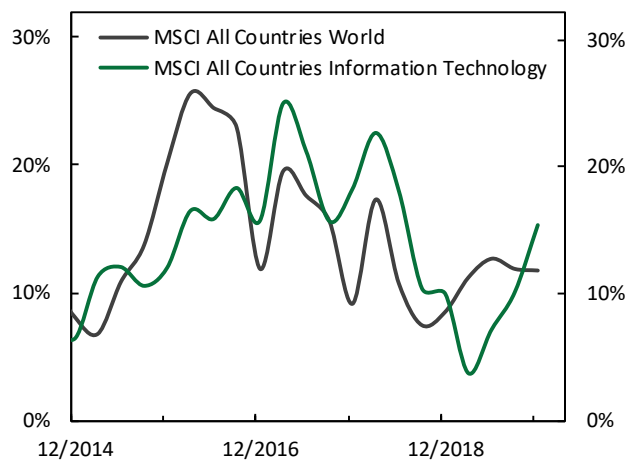
Noen analytikere fokuserer på inntjeningen i sine beregninger, andre bruker forskjellige varianter av kontantstrøm, utbytte eller egenkapitalavkastning. Begrepet inntjeningsutvikling benyttes her mer som samlebetegnelse. Uavhengig av nyanser i utregningen av måltallet, vil forskjellen i forventningene til inntjeningsutviklingen mellom selskapene bidra til store forskjeller i tilhørende aksjeverdier.

FIGUR 1 viser for hvert kvartal hva som den gang var forventet aggregert inntjeningsvekst for de følgende tre årene i forhold til siste års inntjening på det gjeldende tidspunktet i grafen. Vi kjenner igjen styrkingen av forventningene som kom ved den synkroniserte oppgangen i verdensøkonomien i 2016. Deretter har forventningene svekket seg over tid. 2019 ble et år hvor realisert inntjening falt og skuffet i forhold til forventningene. Avkastningen for internasjonale aksjer ble likevel sterk i 2019, basert på styrkede forventninger til inntjeningen for kommende år og bedre finansielle rammevilkår.

Utviklingen i inntjeningsforventningene i 2019 varierte imidlertid mellom sektorene. Øverste panel i **FIGUR 1** viser at styrkingen i forventningene for den globale sektorindeksen for IT, MSCI AC IT, var spesielt god. Avkastningen til denne sektoren ble også den beste av alle de globale sektorindeksene til MSCI i 2019.

Inntjeningsforventningene utviklet seg også forskjellig mellom de ulike investeringsstilene. Nederste panel i **FIGUR 1** viser at konsensusforventningene til inntjeningsvekst i investeringsstilen kalt kvalitet, styrket seg i siste del av 2019 og stilindeksen MSCI AC Quality hadde den beste avkastningen blant stilindeksene i 2019. Vi argumenterer ikke med dette for å følge en spesifikk investeringsstil. Vår investeringsfilosofi er ikke knyttet

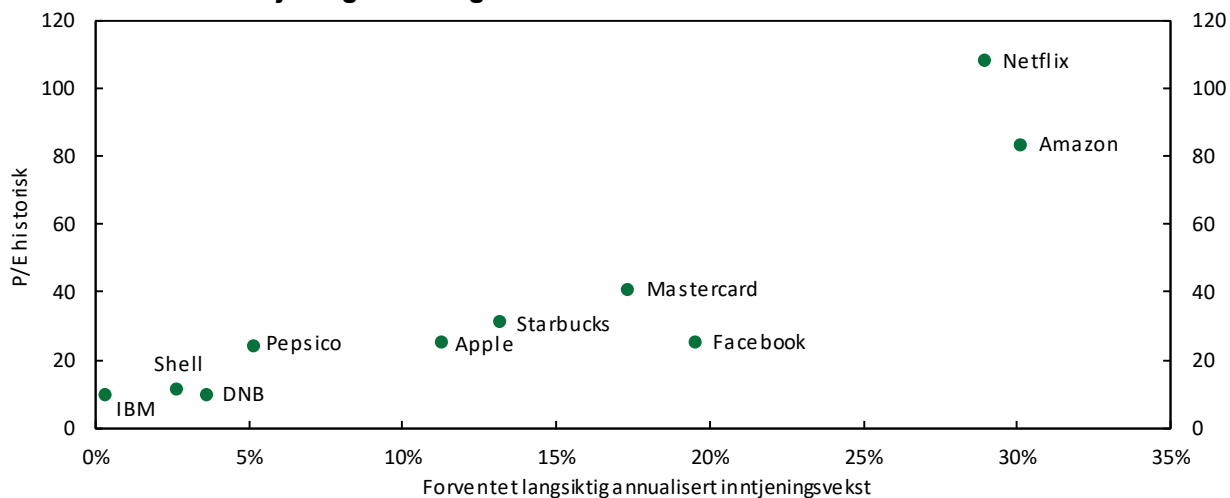
FIGUR 1
I 2019 ble forventninger til langsiktig inntjeningsvekst styrket



Kilde: Bloomberg

FIGUR 2

Forventet inntjeningsvekst og verdsettelse



Kilde: Bloomberg

til en stilindeks, men rent fundamentalt å søke kvalitetsselskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investeringshorisont. I vår fundamentalt orienterte søken etter kvalitet, vil det være noe overlapp med stilarten kvalitet. Medvinden for denne investeringsstilen i 2019 var en medvirkende årsak til at den type fundamentale kvalitetsselskaper som vi søker, fikk meravkastning for året som helhet.

Inntjening kan også brukes for å bedre kunne sammenligne selskaper og deres verdsettning. Noen selskaper virker svært dyre målt mot oppnådd inntjening, dersom investor ikke tar hensyn til nettopp forventet inntjeningsvekst. Avkastningen vil for disse selskapene være særskilt sensitiv mot endringer i forventningene, men tatt i betraktning styrken i inntjeningen har mange av aksjene likevel god verdi for den prisen som betales. FIGUR 2 viser en enkel sammenheng for et knippe selskaper. Kvalitetsselskaper har gjerne noe høyere verdsettelse mot historisk inntjening enn markedet. Denne prisen kan kun forsvares ved dyp kjennskap til den underliggende kvalitet i selskapet.

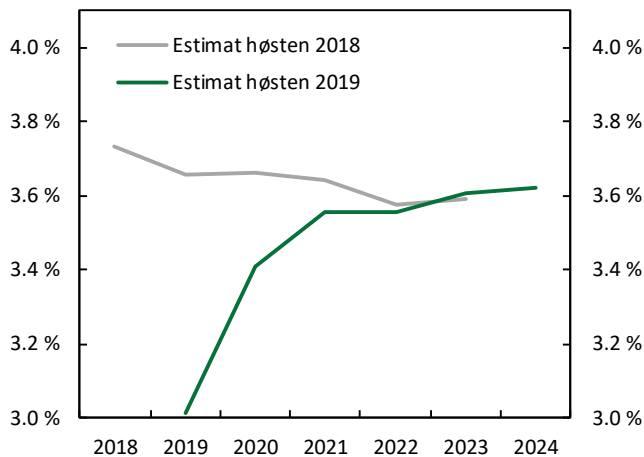
MAKROØKONOMISK VEKST

Vi søker en forvaltning som har det lange perspektivet på verdiskapende selskaper. Likevel vet vi at avkastningen varierer år for år med ulike faktorer i inntjeningsvekst, makroøkonomisk vekst, likviditet og verdsettning. Dette kan legge grunnlaget for variasjoner innen taktisk allokering mellom aktivaklassene.

Inntjeningsvekst er et naturlig fokusområde for en kvalitetsorientert forvalter. Denne veksten henger sammen med den makroøkonomiske utviklingen, da den faktiske inntjening i selskapene er en vesentlig del av brutto nasjonalprodukt (BNP). FIGUR 3 viser Det internasjonale pengefondets (IMF) sine forventninger til global økonomisk vekst.

FIGUR 3

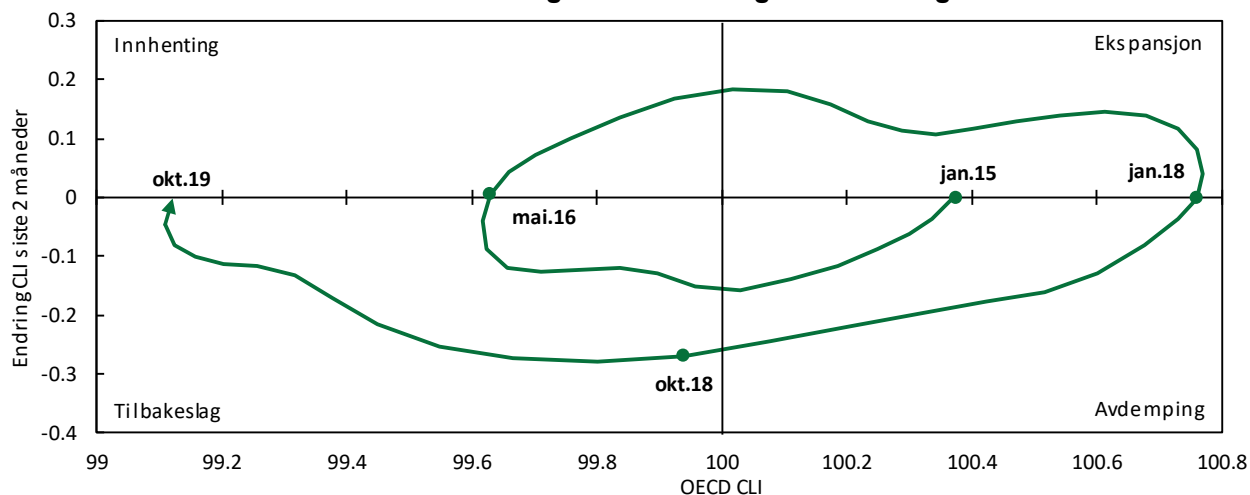
Forventet global økonomisk vekst



Kilde: IMF

FIGUR 4

Vil OECD sine ledende indikatorer gå fra tilbakeslag til innhenting i 2020?



Kilde: OECD, Industrifinans

OECD bekrefter det samme bildet med sine **Composite Leading Indicators (CLI)**. Disse indikatorene viser forventningene til økonomisk vekst 6 måneder fram i tid. **FIGUR 4** viser disse forventningene for hele OECD. Figuren er inndelt i fire felter:

1. Innhenting: lav, men styrket vekst
2. Ekspansjon: høy og styrket vekst
3. Avdemping: høy, men svekket vekst
4. Tilbakeslag: lav og svekket vekst

Resesjon er ikke en egen fase i figuren, da det kun er de gangene i fase 4 med lav og svekket vekst, hvor veksten ikke bare blir lavere enn trendveksten, men negativ over to kvartaler.

Ved inngangen til 2015 forventet OECD en økonomisk ekspansjon, det vil si en vekst sterkere enn trendveksten for OECD-området som utgjør over halvparten av global BNP. Fallet i oljeprisen mot slutten av 2014 begynte dog å synke inn, og gjennom 2015 falt forventningen, først mot en avdemping av ekspansjonen, senere mot et tilbakeslag med vekst under trendvekst. Sommeren 2016 kom forventningene til det som ble den synkroniserte, globale styrkingen av økonomisk vekst. Ved inngangen til 2018 var denne forventningen på topp. Forventningene forverret seg fort til tilbakeslag. Da dette tilbakeslaget ble en realitet ved inngangen til 2019, kom det tydelige skiftet i pengepolitikken fra den amerikanske sentralbanken. Dette skiftet løftet verdiene for aktiva, og bidro til økte inntjeningsforventninger som beskrevet i forrige kapittel. Den ledende indikatoren for OECD-området har likevel senere fortsatt å svekke seg, men nærmer seg nå området som går over fra tilbakeslag til innhenting. Det vil si at veksten fremdeles forventes å være lav, men styrket.

Makroøkonomisk vekst garanterer ikke at inntjeningsveksten holder seg, men understøtter en positiv utvikling fundamentalt sett.

Verden opplever en tiltagende **geopolitisk usikkerhet**. Pendelen svinger tilbake etter tiår med globalisering. Multinasjonalt samarbeid er i tilbakegang. En fellesnevner for mye av den geopolitiske risikoen i dag er proteksjonisme.

Forskere ved den amerikanske sentralbanken (Fed) har utarbeidet en indeks for geopolitisk risiko som måles ved å følge utvalgte avisers fokus på dette temaet over tid. Denne indeksen i **FIGUR 5** viser at risikoen har vært økende de siste årene, selv om indekset svinger kraftig. Den siste utviklingen i Midtøsten med økt spenning mellom USA og Iran, har gitt en historisk sterk økning i geopolitisk risiko ifølge denne indeksen.

Midlertidig beregnet nivå per 10. januar 2020 tilsvarer risikonivået ved invasjonen i Irak i mars 2003 og er mye høyere enn nivået etter terrorangrepene 11. september 2001. Markedsreaksjonene til denne geopolitiske spenningen har dog vært avmålte. Oljeprisen har variert, men har ikke vært særlig mer volatil enn resten av 2019. Aksjemarkedene er stort sett upåvirket per 14. januar 2020.

Europa ble rystet av Brexit, som har fått nytt momentum etter det siste britiske valget hvor de konservative, under ledelse av Boris Johnson, fikk et stort flertall i det britiske underhuset. Planen er at Storbritannia er ute av EU 31. januar 2020 og at overgangsperioden utløper 31. desember 2020, med eller uten avtale. Forbundskansler Merkel i Tyskland har vært et ankerfeste i stormene i EU, men har meldt at hun ikke stiller til gjenvalg. President Macron i Frankrike fortsetter sin reformpolitikk, men har nok å stri med av protester og demonstrasjoner på hjemmebane. Italias folkevalgte har gått i retning av populisme.

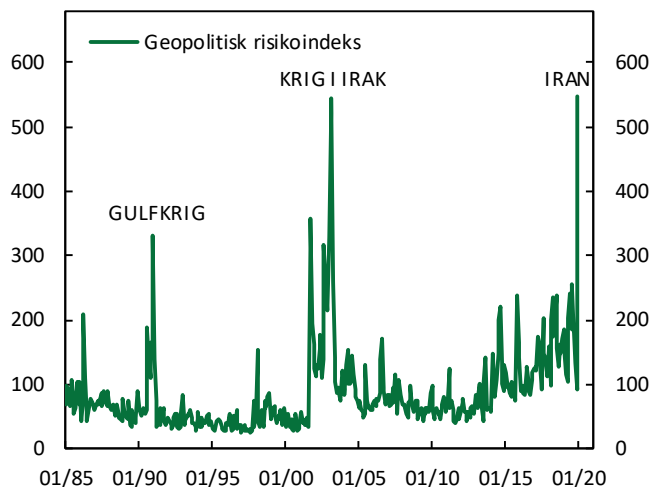
Handelskrigen mellom USA og Kina har også satt tonen for geopolitisk risiko. **FIGUR 6** viser hvordan handelsveksten nesten forsvant i 2019.

Selv om konflikter på mange plan mellom nasjoner er høyst alvorlige, er det nok effekten av **handelskrigen** mellom USA og Kina som har hatt størst direkte effekt på den økonomiske veksten. Trusler og usikkerhet om videre, framtidig eskalering har påvirket investeringsviljen. Trumps politikk representerer ikke lenger bare en risiko for verdenshandelen i form av økt internasjonal proteksjonisme, men politikken har alt fått utslag i handelstallene. IMF sin siste World Economic Outlook fra oktober 2019 framhever hvordan handelskonflikter har påvirket investeringsnivået, da investeringstunge varer er høyt representert i internasjonal handel. Lav investeringstakt gjør det igjen tyngre å snu utviklingen til positiv igjen. Men med håp om nye avtaler i et amerikansk valgår, er det dog håp om høyere inntjeningsforventninger basert på troen på ny handelsvekst.

HAR OLJE OG GASS EN FRAMTID?

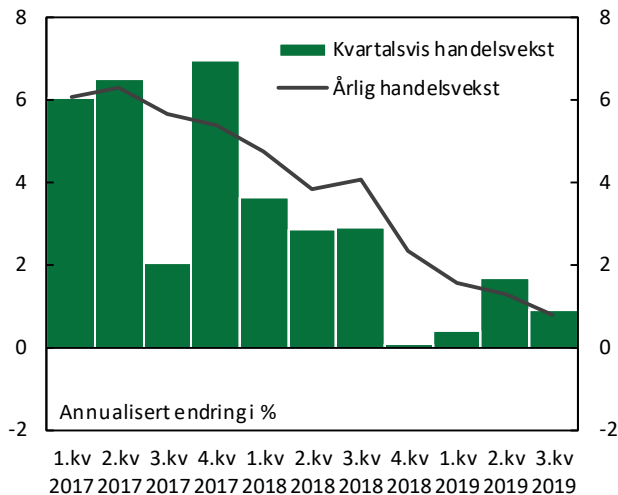
Det er lett å bli fokusert på nyhetene dag for dag med stadig nye uroligheter i Midtøsten. Norsk økonomi og det norske aksjemarkedet har historisk vært sensitive til endringer i oljeprisen. For det norske aksjemarkedet har det dog vært en utvikling de senere år med diversifisering som reduserer betydningen av oljeprisen, mens

FIGUR 5
Historisk høy geopolitisk risiko



Kilde: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, December 2019

FIGUR 6
Handelskrigen har satt tydelige spor



Kilde: OECD

vi har fått større innslag av for eksempel oppdrettsnæringen. Internasjonalt har det også skjedd store endringer med større amerikansk selvforsyning av olje gjennom utvinning av skiferolje. På tross av dette beveger fremdeles olje- og energispørsmål verdensøkonomien. Endringer i verdens energiproduksjon og konsum er et sentralt tema for investorer, både i forhold til forventet avkastning og i forhold til investorers ønske om et bærekraftig miljø.

Også på dette temaet ønsker vi å kommentere utviklingen i det lange perspektivet. Vi har tidligere delt **World Energy Outlook** fra International Energy Agency (IEA) fra november 2018, hvor fornybar energi forventes å overta veksten i energietterspørselen, mens etterspørselen etter olje vil holde seg stabil. I sin World Energy Outlook publisert november 2019 har de videreutviklet dette synet og framhever to scenarier. Disse er gjengitt i **FIGUR 7**, hvor det ene scenariet er basert på dagens energipolitikk, og det andre er basert på dreining mot bærekraftig utvikling.

I scenariet som bygger på dagens energipolitikk vil veksten i etterspørselen etter olje opprettholdes til 2025, før det deretter knapt vil være etterspørselsvekst. Den totale oljeetterspørselen vil da være i overkant av 100 millioner fat per dag. Den vil ikke nødvendigvis falle, ei heller stige som den har gjort jevnt og trutt i tiår etter tiår. Totalt forbruk av gass vil fortsette å stige fram mot både 2030 og 2040.

I scenariet med bærekraftig utvikling innen energi, vil etterspørselen etter olje nå en topp ett av de nærmeste årene, før aggregert etterspørsel etter olje faller betydelig ned mot 67 millioner fat per dag i 2040. Totalt forbruk av gass vil toppe rundt 2030 og falle ned rundt dagens nivåer i 2040.

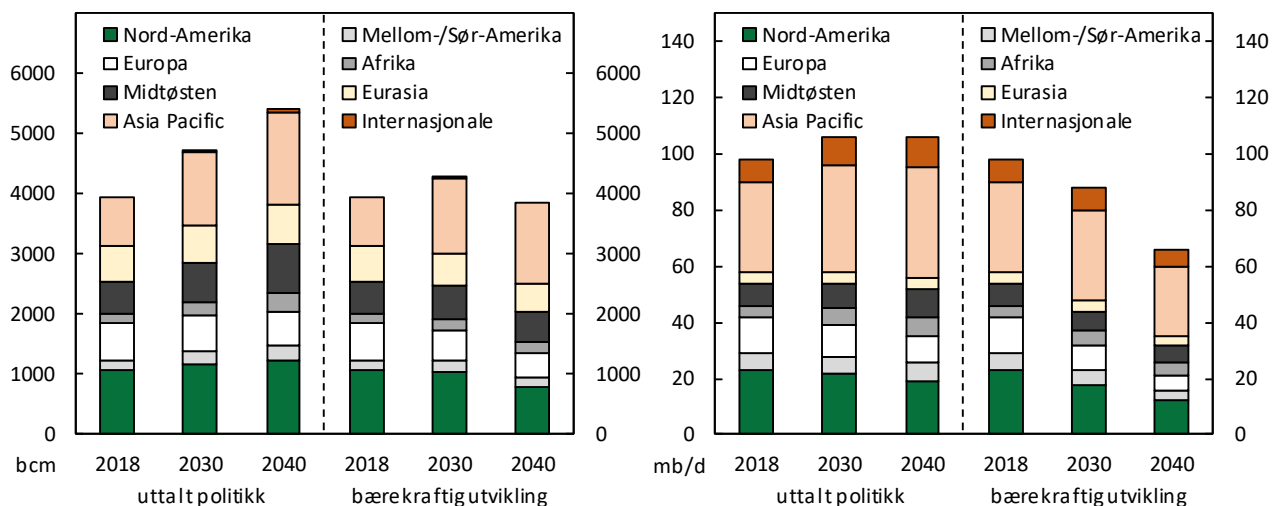
DNV GL Energy Transition Outlook 2019 er som før utarbeidet i samarbeid med industri og akademia. Basert på sin dype teknologikompetanse innen blant annet energi, har DNV GL gjennom årene utviklet sine modeller og estimater for utviklingen innen energisektoren. De estimerer også at sterk utvikling innen energieffektivitet vil gjøre at totalt energiforbruk vil nå en topp i 2030.

DNV GL ser at oljeetterspørselen vil stige til 2025, forbli flatt for en periode og deretter falle. Oljeetterspørselen får da en dobbelteffekt ved at totalt energiforbruk faller, og fornybar energi tar mer og mer over som energikilde i forbruket. I 2050 predikerer de at oljeetterspørselen har falt over 40 % fra topp, en prediksjon ikke veldig ulik fra IEA sitt scenario med bærekraftig utvikling.

Etterspørselen etter naturgass vil fortsette å stige fram til 2030, forbli flatt om lag et tiår og så falle mot 2050, hvor total etterspørsel vil være noe høyere enn i dag.

FIGUR 7

Olje og gass under press fra alternativer: Etterspørsel etter naturgass (venstre) og olje (høyre)



Kilde: IEA, Industrifinans

2. LIKVIDITET OG VERDSETTING

LIKVIDITET FRA SENTRALBANKENE

Ved inngangen til 2020 er likviditeten fra sentralbankene en positiv faktor for markedsutviklingen.

Etter finanskrisen inntok sentralbankene en mye mer framtrødende rolle i verdipapirmarkedene enn tidligere. Alt tyder på at velfunderte og balanserte beslutninger fra sentralbanken vil være av avgjørende betydning for markedsutviklingen, også i 2020.

I vårt årsbrev ved inngangen til 2019 vektla vi hvordan den ekstraordinært ekspansive pengepolitikken var over. Dette er enkelt illustrert i **FIGUR 8**. Ved inngangen til 2019 var styringsrenten i den amerikanske sentralbanken nesten på samme nivå som sentralbankens forventninger til hvor styringsrenten skal ligge på lang sikt. Dette er illustrert ved den sorte linjen, som steg markant i tre år til den 12/2018 nesten nådde den tykke, stiplede, grønne linjen. Den amerikanske sentralbanken bygget også ned sin balanse ved å la obligasjoner forfalle uten å reinvestere kapitalen. Globalt sett var det knapt en sentralbank som satte ned rentene høsten 2018.

På bakgrunn av svakere makroøkonomisk utvikling snudde den amerikanske sentralbanken ved inngangen til 2019, som framgår til høyre i grafen hvor styringsrenten nedjusteres fra forventet langsiktig nivå ned til et mer ekspansivt nivå. Den sorte linjen faller, mens den tykke, stiplede, grønne linjen forblir på samme nivå. I tillegg fornyet også andre sentralbanker sin ekspansive pengepolitikk. Sjefsøkonom i Deutsche Securities rapporterer at det høsten 2019 var over 25 rentekutt til sammen i sentralbanker i OECD.

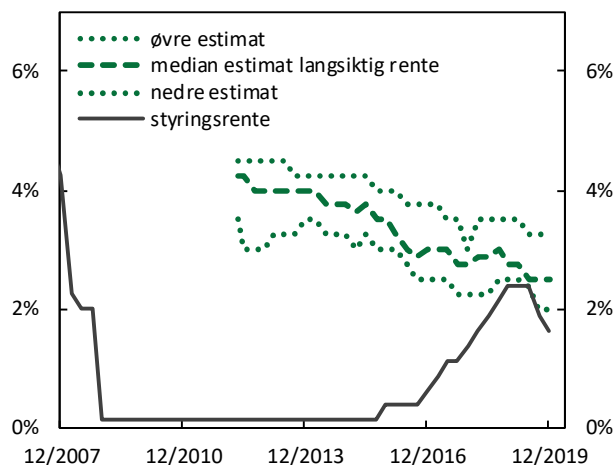
For 2020 er det tilnærmet ingen forventninger om økte sentralbankrenter. Markedsforventningene er heller ytterligere ett rentekutt hos den amerikanske sentralbanken i løpet av 2020, mens den europeiske og japanske sentralbanken holder renten på nåværende nivå.

I tillegg har flere av de store sentralbankene gjenopptatt de kvantitative lettelsene, som vist i **FIGUR 9**. Den amerikanske sentralbanken (Fed) bygger akkurat nå opp sin balanse igjen ved tilførsel av likviditet i det såkalte repo-markedet samtidig med reinvestering av forfalte obligasjoner. Den europeiske sentralbanken (ECB) fortsetter med reinvestering av forfalte obligasjoner og gjenopptok 1. november sine aktiva kjøp med 20 milliarder euro i måneden. Den japanske sentralbanken (BoJ) fortsetter som de hele tiden har gjort, med nødvendige kjøp for å holde 10-årige japanske statsrenter nær 0 %.

Langsiktige inflasjonsforventninger har ikke steget særskilt på tross av mer ekspansiv pengepolitikk, men under kapittelet Makroøkonomisk vekst beskrives nye forventninger om en viss opphenting av den labre økonomiske veksten. På dette bakteppet har ny, ekspansiv pengepolitikk bidratt til at lange statsrenter har steget noe gjennom 2019, mens aksjemarkedene har steget mye slik at de har mer enn tatt igjen fallet i 2018.

FIGUR 8

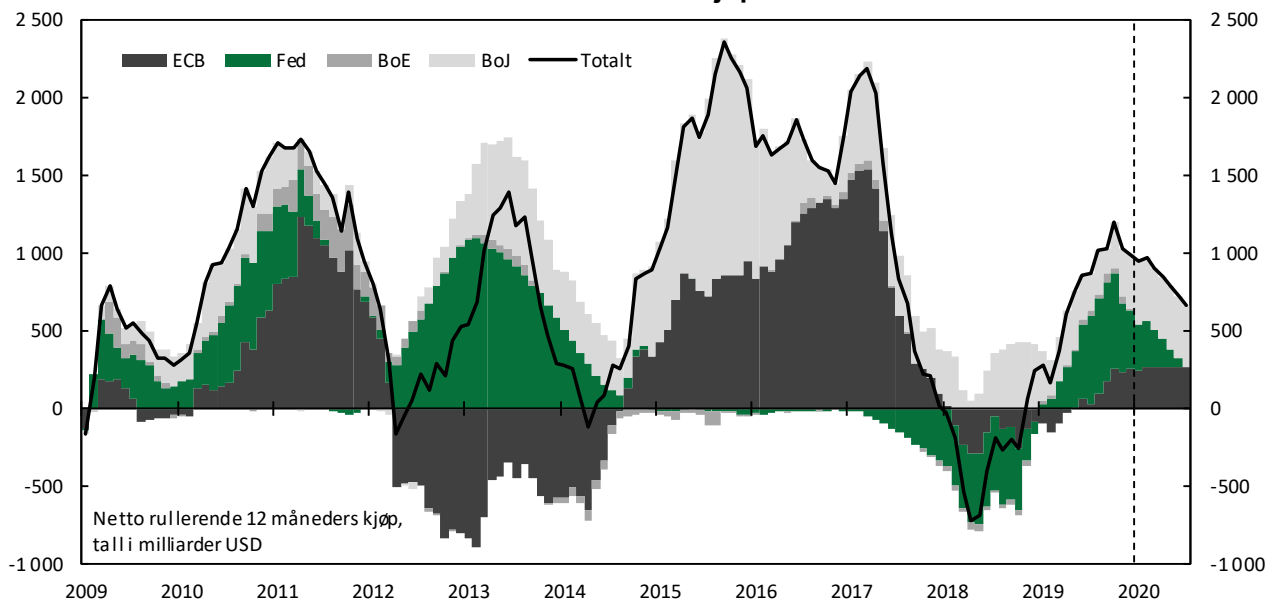
Fed: forventet langsiktig styringsrente



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

FIGUR 9

Sentralbankenes netto rullerende 12 måneders kjøp



Kilde: Bloomberg

FLERE OBLIGASJONER OG FÆRRE AKSJER

Tilbudet av verdipapirer er et annet aspekt ved markedslikviditet. Dette tilbudet har forandret seg siden finanskrisen. Likviditet har flere aspekt. I forrige kapittel ble sentralbanklikviditet diskutert, mens vi her løfter fram markedslikviditet som kommer av endringer i tilbudet av verdipapirer.

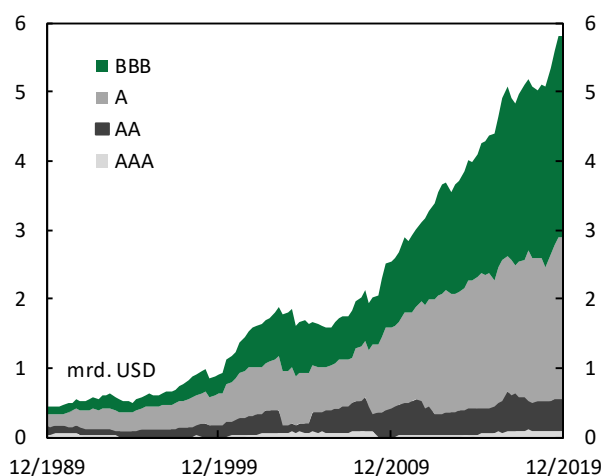
FIGUR 10 viser volumet i det amerikanske kredittmarkedet. Siden finanskrisen har volumet av utstedte kredittobligasjoner mer enn tredoblet seg fra om lag 2 000 milliarder dollar til om lag 6 000 milliarder dollar.

Figuren viser også hvor veksten har kommet. Det interessante er at det knapt har vært vekst blant utstedelser med høyest kredittvurdering, som AAA og AA. Veksten blant utstedelser av høyrenteobligasjoner har vokst noe, mens det er veksten i BBB-obligasjoner som har tatt av. Dette har gjort mange analytikere bekymret for at kredittkvaliteten innen hva som er definert som høy kredittverdighet forringes.

Aksjer på sin side blir det stadig færre av. Utstedte aksjer i S&P 500 som danner grunnlaget for å beregne inntjening per aksje, har anslagsvis falt med om lag 9 % siste åtte årene. Se FIGUR 11. Dette er en konsekvens av tilbakekjøpsprogrammer, til tider finansiert av gjeld til lave renter. Konsekvensen blir høyere inntjening per aksje, men også lavere tilbud av aksjer.

FIGUR 10

Volumet av utstedte kredittobligasjoner øker



Kilde: Bloomberg

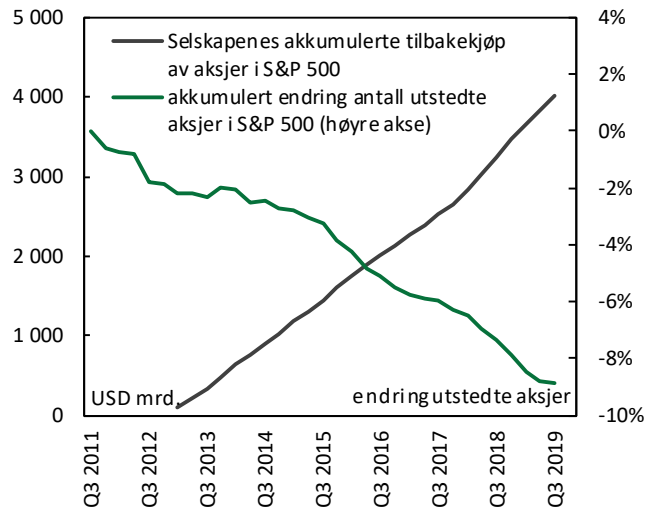
Samlet tilbakekjøp av aksjer knyttet til den amerikanske aksjeindeksen S&P 500 siden 2013 er nærmere USD 3 000 mrd. Til sammenligning er verdien til hele denne indeksen i dag rundt USD 28 000 mrd. Tilbakekjøpene i denne perioden har vært større enn Fed sine samlede kvantitative lettelsler siden finanskrisen.

FIGUR 12 viser at amerikanske selskapers gjeld har nådd en ny topp. Chen Zhao skriver i Alpine Macro sin Outlook 2020 at denne gjeldstoppen er mindre sårbar enn tidligere. Dette er tilfellet, nettopp fordi gjeldsveksten har sammenfalt med tilbakekjøp av aksjer i eget selskap for å øke inntjening per aksje ved å redusere antall utestående aksjer. Et verre alternativ ville ha vært om gjelden i stedet ville ha blitt brukt til dårlige investeringer. Feilinvesteringer skaper ofte tilhørende finansielle problemer, ifølge Zhao.

IMF kommenterer oppbyggingen av **kredittrisiko** i World Economic Outlook oktober 2018. De vurderer at kredittrisikoen kan bli holdt i sjakk så lenge det er økonomisk vekst og lånerentene er lave, men kan komme i spill ved trangere finansielle rammevilkår, spesielt om disse sammenfaller med svakere økonomisk vekst.

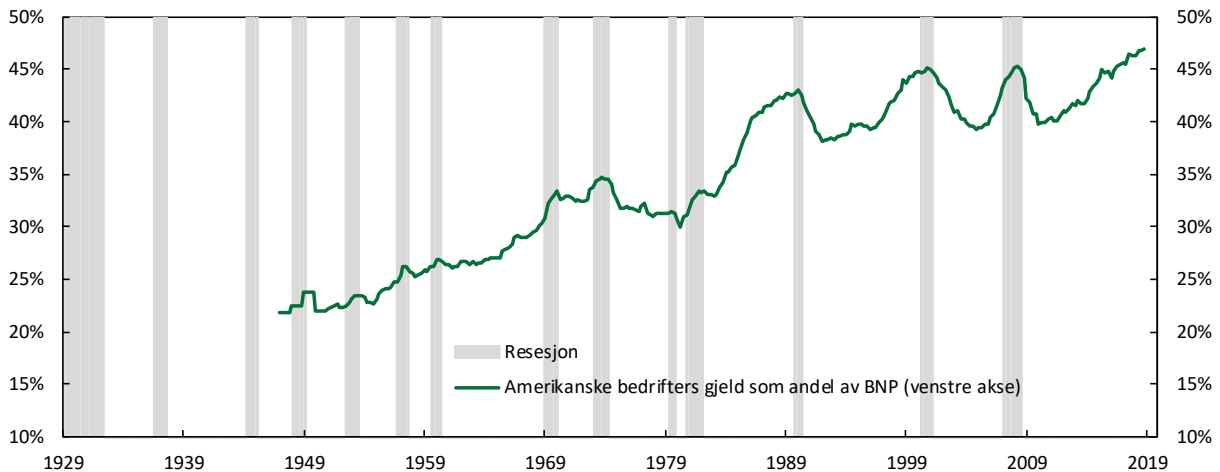
IMF Global Financial Stability Report av november 2019 påpeker dog at andelen selskaper som ikke har en sunn betjening av gjelden er høy. De beregner rentedekningsratio (RDR) for et svært bredt univers av selskaper. RDR er definert som inntjening før rentekostnader dividert på rentekostnader. Det kritiske nivået for måltallet er 1, fordi lavere verdi indikerer at inntjeningen før rentekostnader ikke er tilstrekkelig for å dekke rentekostnadene. Rundt halvparten av amerikanske selskaper har RDR lavere enn 1.

FIGUR 11
S&P 500 indeksen får stadig færre aksjer



Kilde: Standard & Poor's, Bloomberg

FIGUR 12
Stigende gjeldsnivå i amerikanske bedrifter



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

VERDSETTELSE

Verdsettelse er en sentral faktor for utviklingen av vårt markedssyn og behandles ofte i månedsbrevene. Det finnes mange ulike verdsettelsesmåltall. **FIGUR 13** viser et sett av disse. Alle viser at vi går inn i 2020 med en høy verdsetting for internasjonale aksjer under ett. Internasjonale obligasjoner, både de med høy kredittverdighet og høyrente, har også høy verdsettelse. Det har vært en signifikant økning i verdsetting gjennom 2019, knyttet til bedre finansielle rammevilkår. Forventningene til 2020 har også steget, men verdsettingen i forhold til forventet inntjening og forventet kontantstrøm har også steget betraktelig.

For den interesserte leser, benytter vi i resten av dette kapittelet muligheten til å forklare de ulike verdsettelsesgrafene i **FIGUR 13**.

Panel 1, 2 og 3 viser ulike måltall for verdsettelse av verdensindeksen MSCI AC World. Panel 1 viser verdsetting målt ved forholdstallet pris dividert på siste 12 måneders inntjening (P/E) og pris på forventet inntjening neste 12 måneder (P/E forventet). Panel 2 forholdstallet pris dividert på forventet fri kontantstrøm neste 12 måneder (P/CF forventet). Panel 3 viser forholdstallet pris dividert på bokverdi (P/B). Den viser også syklisk justert P/E, som er ratioen pris dividert på inflasjonsjustert gjennomsnittlig inntjening siste 10 år.

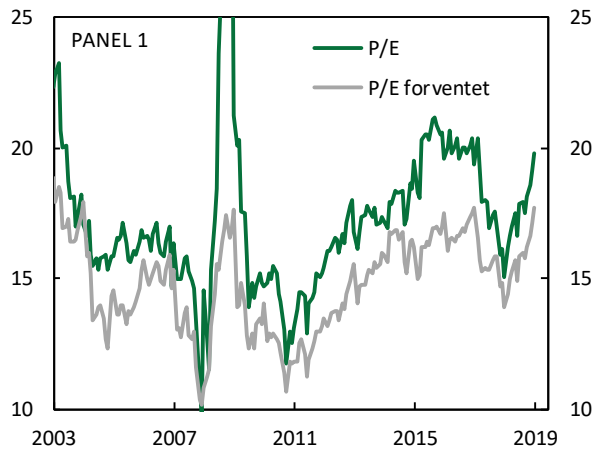
Panel 4 viser kredittpåslag for internasjonale obligasjoner målt ved Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate som dekker det brede, globale markedet for kredittobligasjoner med høy kredittverdighet. Panel 5 viser kredittpåslag for internasjonale høyrenteobligasjoner målt ved Bloomberg Barclays Global High Yield.

Panel 6 kombinerer verdsetting for aksjer med verdsetting for obligasjoner. Figuren viser løpende inntjeningsavkastning som er ratioen siste 12 måneders inntjening dividert på pris. Dette er beregnet for MSCI All Countries World og kalles løpende inntjeningsavkastning. Figuren viser også løpende renteavkastning for Bloomberg Barclays Global Treasuries. Differansen mellom disse er her kalt risikopremie, som må tolkes i bred forstand som en av flere tilnærminger til å tallfeste en risikopremie.

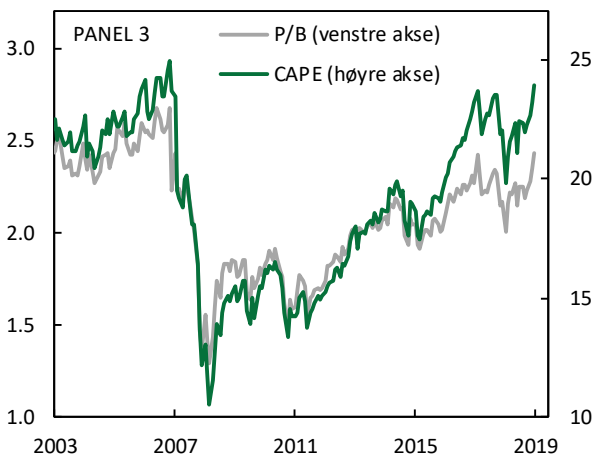
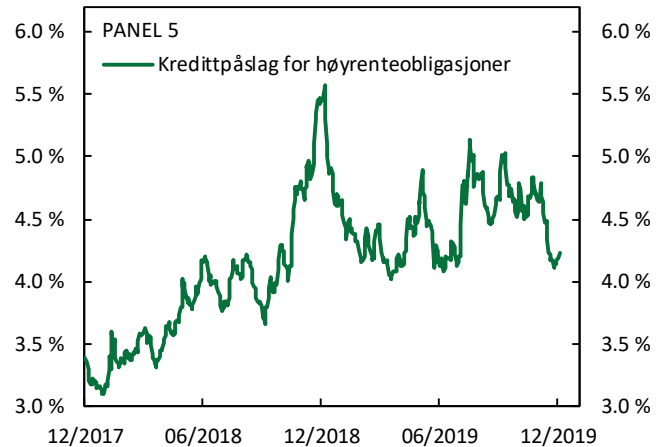
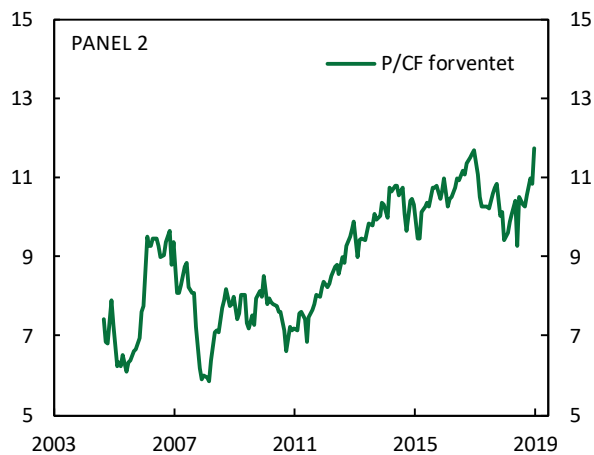
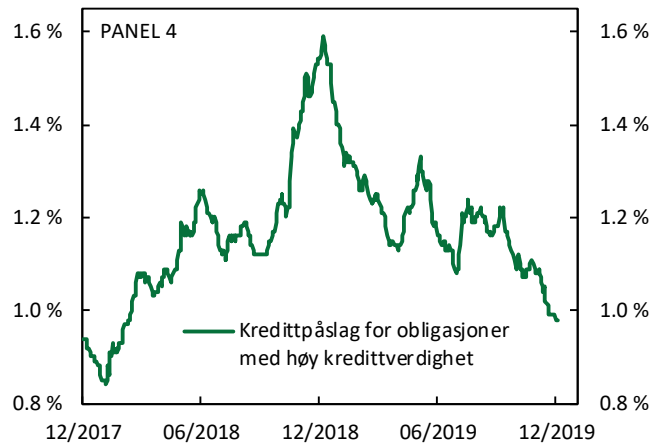
Overordnet vurdering av verdsettelsen er at den har steget både for obligasjoner og aksjer, og vi går inn i 2020 i et marked hvor begge de største aktivaklassene er blitt dyrere.

FIGUR 13

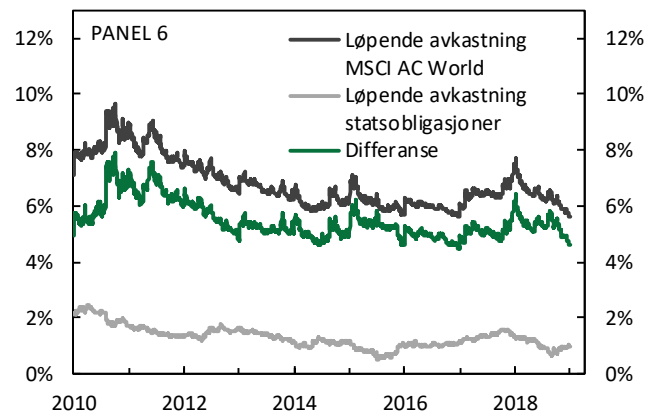
Høyere verdsetting uavhengig av måltall



Lave kredittpåslag internasjonale obl.



Lavere risikopremie for aksjer



Kilde: Bloomberg

3. FORVALTNING

KVALITET VISER SEG OVER TID

Vår investeringsfilosofi har fokus på kvalitetsselskaper. Det er ikke det samme som investeringsstilen kvalitet, som blant annet definert av MSCI i aksjeindeksen MSCI All Countries Quality.

MSCI definerer **investeringsstilen** kvalitet ved tre fundamentale variable:

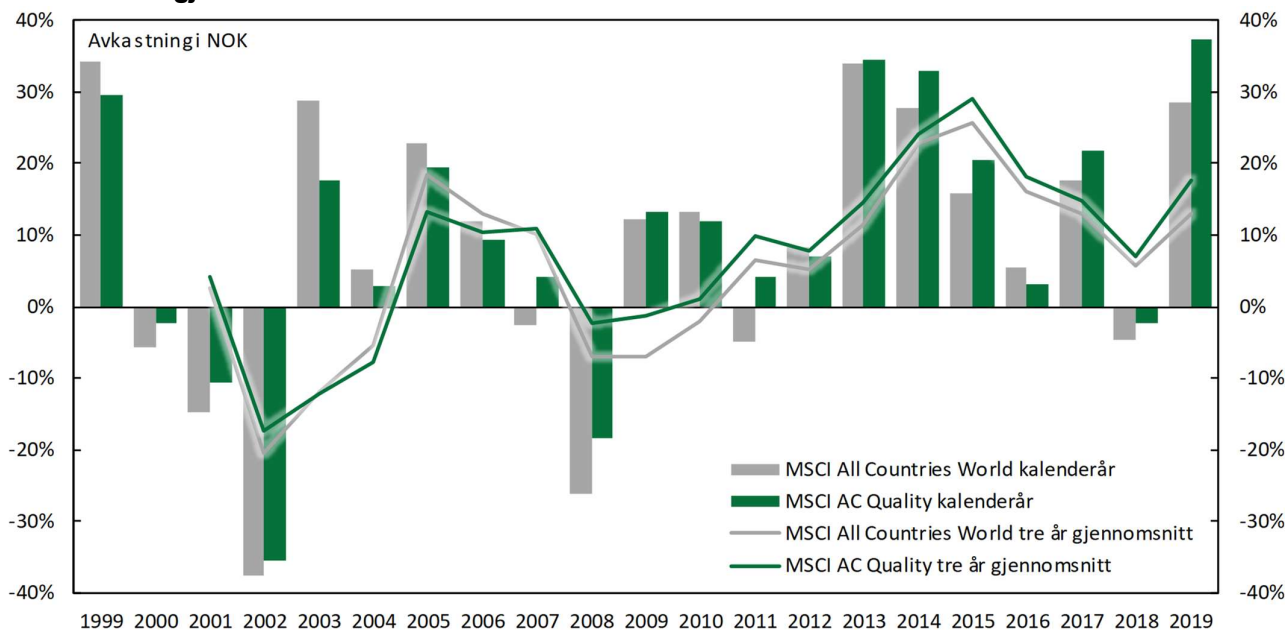
1. Høy egenkapitalavkastning
2. Lav gjeldsgrad
3. Stor stabilitet i inntjeningen

Høy egenkapitalavkastning er også en sentral faktor for vår investeringsfilosofi. Lav gjeldsgrad er for såvidt sentralt, men det finnes også kvalitetsselskaper i for eksempel eiendomssektoren, selv om de belåner eiendommene på balansen sin. Fundamentalt sterke selskaper kan finnes i flere stilarter. Men felles for alle er god verdiskapning for aksjonærene over tid.

Noen kvalitetsorienterte forvaltere vil kunne investere i et kvalitativt godt drevet selskap i sykliske sektorer med syklisk varierende inntjening. Kort oppsummert: kvalitet som **investeringsfilosofi** er fokusert rundt kvalitetsselskaper i bred fundamental forstand, mens investeringsstilen kvalitet er fokusert rundt et knippe regnskapsvariabler.

På tross av denne avklaringen av skillet mellom en investeringsfilosofi for kvalitetsselskaper og investeringsstilen kvalitet, er det en naturlig overlapp mellom de to. De tre nevnte fundamentale faktorene, blant flere andre faktorer, er viktige for mange av kvalitetsselskapene vi søker. Derfor vil det gjerne også være et visst sammenfall mellom meravkastning for investeringsstilen kvalitet og gode år for kvalitetsselskaper generelt. 2019 ble et godt år både for investeringsstilen og våre internasjonale aksjefond.

FIGUR 14
Kvalitet gjennom ulike markedssentiment



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

FIGUR 14 viser at investeringsstilen kvalitet ikke garanterer meravkastning år for år. Eksempelvis har det de siste 10 årene vært tre år hvor MSCI All Countries Quality har hatt mindreaktning i forhold til MSCI All Countries, jamfør søylene i figuren. Av de totalt 21 årene med tilgjengelige data i Bloomberg, er det åtte år hvor MSCI All Countries Quality har hatt mindreaktning i forhold til MSCI All Countries. Det kan ta tid før underliggende kvalitet kommer til syne i aksjeavkastningen. I figuren er det vist ved linjefrafene med rullerende geometrisk gjennomsnittsavkastning over siste tre år. Det er ingen slik treårsperiode siste tiår, hvor MSCI All Countries Quality har hatt lavere avkastning enn den brede MSCI All Countries. Selv tre års horisont kan imidlertid være for kort, som vi ser av perioden da markedet hentet seg inn igjen etter at teknologiboblen sprakk. Dog er det ingen 10-års periode hvor ikke MSCI All Countries Quality har gitt meravkastning over MSCI All Countries I framtiden kan vi derfor ikke garantere at våre kvalitetsorienterte aksjefond vil gi meravkastning år for år, men vi er overbevist at over tid vil markedet betale for kvalitet. Derfor søker vi kvalitetsselskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering. Uavhengig av hvilket markedssyn investor har på aktivklassene for aksjer og vektingen av denne, vil vi anbefale investor å følge vår filosofi for forvaltervalg og fondsseleksjon.

ESG: MILJØANSVAR, SOSIALT ANSVAR OG GOD SELSKAPSSTYRING

Miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring (ESG) er en naturlig del av vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Vi søker å være løpende oppdatert på beste internasjonale praksis og følger utviklingen i anbefalinger og standardutvikling. Sentrale aktører og retningslinjer er UN PRI (Principles for Responsible Investment), FNs Global Compact og FNs 17 bærekraftsmål (SDG). I vår forvalterseleksjonsprosess analyserer vi og samarbeider vi med forvalterne innen ESG. Vi søker å være en god diskusjonspartner med våre kunder innen ESG.

Vi tror at bevissthet rundt ESG vil bidra til god verdiskapning i selskapene over tid. Manglende bevissthet rundt miljøansvar er nødvendigvis ikke en kostnad på helt kort sikt, men vil kunne representere skjulte forpliktelser som svekker trygghet for framtidig inntjening. Menneskerettigheter og ansattes rettigheter er en viktig del av det sosiale ansvaret for et selskap. For eksempel vil en selskapsledelse som ikke tar seg av sine ansatte tilstrekkelig bra, kanskje spare kostnader på kort sikt, men få økte kostnader på lang sikt ved manglende kompetansebygging, sykefravær og utskiftninger. Et selskap som forurenser eller selger helseskadelige produkter uten at dette er fanget opp av lovverket, har skjulte forpliktelser på balansen som vil skade selskapets omdømme og verdi når forholdene kommer for dagen.

Vi oppfordrer våre forvaltere til å ha et aktivt engasjement med de selskapene som de er investert i innen ESG-området generelt for å sikre god selskapsstyring. I dette arbeidet forventer vi at forvalter følger anbefalingen til Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) og tilsvarende internasjonale standarder. Et viktig fokus innen aktivt eierskap innebærer å delta på generalforsamling og stemme for de aksjene fondet eier. Sentrale områder er å sikre likebehandling av aksjonærer, et tilstrekkelig uavhengig styre og balanserte kompensasjonsmodeller.

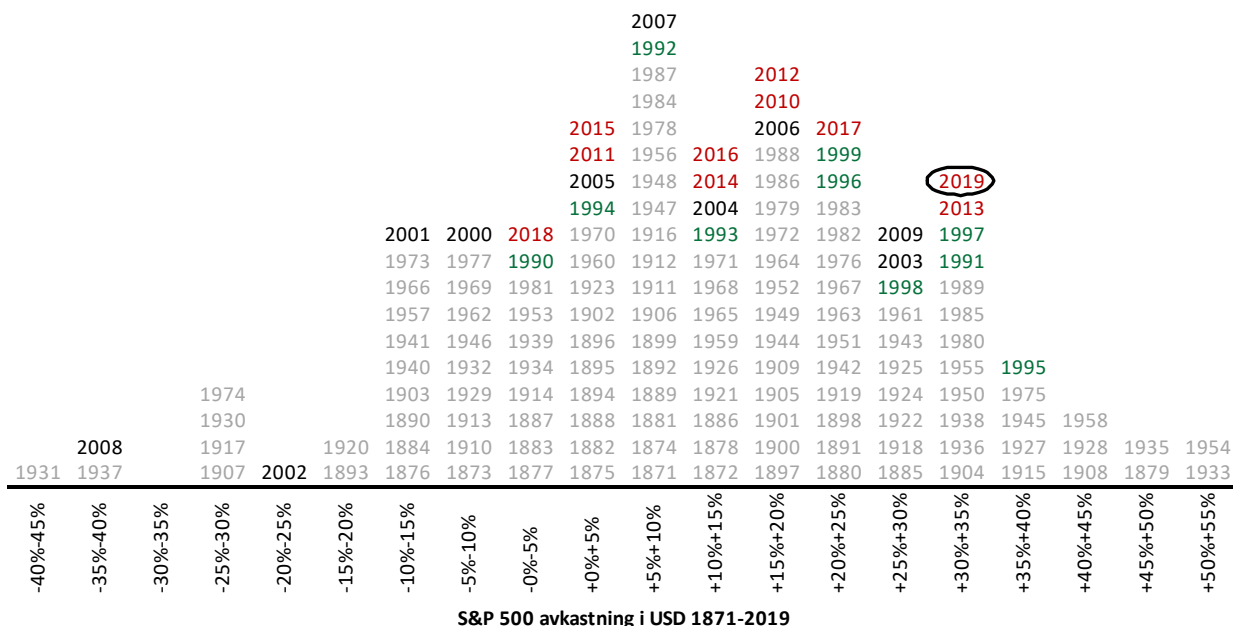
I våre møter med forvaltere får vi løpende oppdatering på deres arbeid innen ESG-området. I tillegg er det full åpenhet om forvalternes porteføljer, hvor vi deretter gjennom Bloomberg og andre analyseverktøy kan gjøre full gjennomlysning av porteføljene på selskapsnivå og foreta egne vurderinger av selskapenes ESG-profil.

I samarbeid med den enkelte kunde, kan vi på dette grunnlaget, skreddersy en ESG-løsning etter kundens ønsker og krav.

GOD AKSJEAVKASTNING I 2019

Da finanskrisen slo inn for fullt høsten 2008, bidro denne til ett av moderne tids verste år hva gjelder aksjeavkastning, bare slått av 1931 og 1937, målt ved S&P 500-indeksen i USA. **FIGUR 15** viser at tiåret fra 2010 til 2019 har gitt svært god avkastning i USD med unntak av 2018, som var det første året med negativ

FIGUR 15
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Nordea Investment Management

avkastning i det amerikanske aksjemarkedet i denne perioden. Sju av ti år i tiåret som ligger bak oss, har gitt avkastning over 10 % og fem av ti år har gitt avkastning over 15 %. To av ti år har gitt avkastning over 30 %. Ved inngangen til 2018, kommenterte vi at vi rent statistisk burde forberede oss på en korreksjon som kan gi et dårlig år. Med en økonomi som var inne i tilbakeslag, fikk vi negativ avkastning i mange aksjemarkeder i 2018. Den gode utviklingen i aksjemarkedene i 2019 er ikke primært drevet av bedring av økonomien, men snarere bedrede finansielle rammevilkår og forventninger til bedring i året som står foran oss.

Ansvarsbegrensning. Dette markedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brev 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 aktivaklasser, 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.