

Klinten skilles fra hveten

Oslo, 7. mai 2020

En refleksjon

"Time is the friend of the wonderful business, the enemy of the mediocre."

Warren Buffet, Letter to shareholders of Berkshire Hathaway, 2. mars 1990

Makro

Vår investeringsfilosofi er å kjøpe kvalitetselskaper til en fornuftig pris med en langsiktig horisont. Dette er selskaper som ikke nødvendigvis i enhver periode har bedre avkastning enn markedet. Men det treffende sitatet, som er hentet fra Warren Buffets aksjonærbrev, minner om betydningen av langsiktighet. Vi tror at kvaliteten i selskapene gir resultater over tid. Det året vi er inne i, er en slik tid hvor kvalitet verdsettes.

Smitteverntiltakene som ble implementert under koronakrisen har gitt en kraftig reduksjon i økonomisk aktivitet og tilsvarende økning i arbeidsledighet. Solide selskaper med god egenkapitalavkastning har stått seg bedre enn markedet generelt. Figuren til høyre illustrerer dette med avkastningen for tre indekser siden nyttår, målt i lokal valuta.

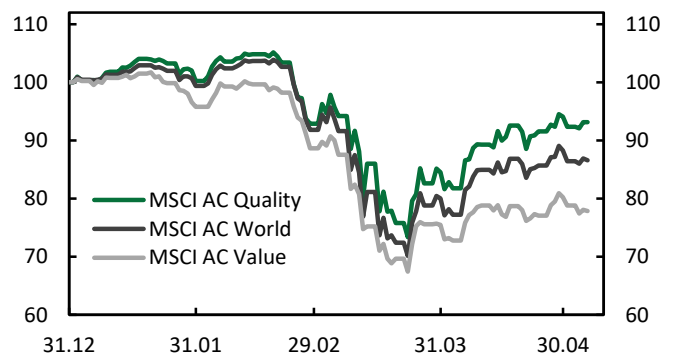
Verdensindeksen MSCI All Countries World falt som kjent kraftig i første del av koronakrisen. Den er illustrert med den sorte linjen i grafen. Myndigheter og sentralbanker responderte på de økonomiske problemene med ny ekspansiv penge- og finanspolitikk, noe som bidro mye til markedsoppgangen i april. Indeksen MSCI All Countries Quality har også falt siden nyttår, men har hatt en avkastning som er bedre enn verdensindeksen hittil i år, relativt sett. MSCI All Countries Quality fokuserer på kvalitetsaksjer, ved at den inkluderer selskaper fra verdensindeksen som har:

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

Det er mange andre elementer som viser kvalitet i et selskap enn de tre som inngår i indeksen. Poenget med figuren er likevel at gode og solide selskaper står seg bedre i urolige tider, relativt til andre selskaper. Investorene skiller klinten fra hveten.

Et eksempel på slike kvalitetselskaper er Charter Communications, en amerikansk leverandør av internett og kabel-TV med 27 millioner kunder i USA, spesielt blant husholdninger. Selskapet har ikke gjort noe dramatisk annerledes i 2020, men har fortsatt å levere god og voksende inntjening og fri kontantstrøm. Regnskap for første kvartal, som inkluderer første delen av koronakrisen, viste ganske enkelt fortsatt gode tall. Folks behov for internett har heller styrket seg i disse tider med sosial distansering. Aksjen har steget i verdi hittil i år, i lokal valuta.

Kvalitetsaksjer står seg relativt bedre



Kilde: Bloomberg

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 30. april er 1,6 %. Denne avkastningen var imidlertid et resultat av svekket NOK. Tilsvarende avkastning i lokal valuta var -11,7 %. Europeiske aksjer var med å trekke ned avkastningen.

Det var de mer stabile, globale sektorene, helse, IT, kommunikasjon og konsum, som har hatt best avkastning hittil i år. Energi- og finanssektoren var særskilt svake med henholdsvis -24,2 % og -14,6 % avkastning hittil i år per 30. april, målt i NOK.

Hittil i år, per 30. april hadde Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, falt 16,7 %.

Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK måler avkastningen til internasjonale obligasjoner med høy kredittverdighet sikret til NOK. Avkastningen hittil i år per 30. april var 2,9 %. Løpende rente per 30. april var 1,0 % mot 1,5 % ved inngangen til året, regnet i USD.

Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK måler avkastningen til internasjonale høyrenteobligasjoner sikret til NOK. Avkastning hittil i år per 30. april var -12,5 %. Løpende rente per 30. april var 9,4 %, mot 5,7 % ved inngangen til året, regnet i USD.

Løpende rente til ST5X, indeksen for 5-årige norske statsrenter, var 0,5 % per 30. april, mot 1,4 % ved årsskiftet.

NBP Norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon, har gitt 3,5 % avkastning hittil i år per 30. april. Indeksens løpende avkastning var 1,4 % per 30. april, mot 2,3 % ved årsskiftet.

Indeksen NBP Norske høyrenteobligasjoner har gitt -14,4 % avkastning i samme periode, og løpende avkastning var 12,4 % per 30. april, mot 6,9 % ved inngangen til året.

Hittil i år, per 30. april har gullprisen steget med 10,8 %. Industrimetallene kobber og aluminium har falt med henholdsvis 16,1 % og 18,1 %. Råvareprisene er målt i USD.

Oljeprisen (Brent) har falt kraftig og var per 30. april USD 25,3, som er 61,7 % lavere enn ved årsskiftet. Oljeprisfallet har vært ett av de mest dramatiske markedskonsekvensene av koronakrisen. Et stort etterspørselsfall har fylt opp oljelagrene til randen.

Valutamarkedet har vært preget av svært høy volatilitet. Hittil i år, per 30. april hadde USD, EUR, GBP og SEK styrket seg mot NOK med henholdsvis 16,7 %, 14,0 %, 10,8 % og 12,0 %.

Likviditet, Verdi og Sentiment

Investorers søken etter kvalitetsaksjer har som nevnt vært en viktig faktor for den relative avkastningen hittil i år. Men det er styrket likviditet gjennom penge- og finanspolitikk som er mye av årsaken til den gode absoluttavkastningen i april.

Ny, ultraekspansiv pengepolitikk i mange land bidro til å redusere likviditetspremien i markedene. Obligasjonsmarkedene tørket ut da koronakrisen slo til, noe som gav ytterligere verdifall. Nå er markedene i større grad fungerende igjen og verdiene hentet seg noe inn igjen bare av den grunn.

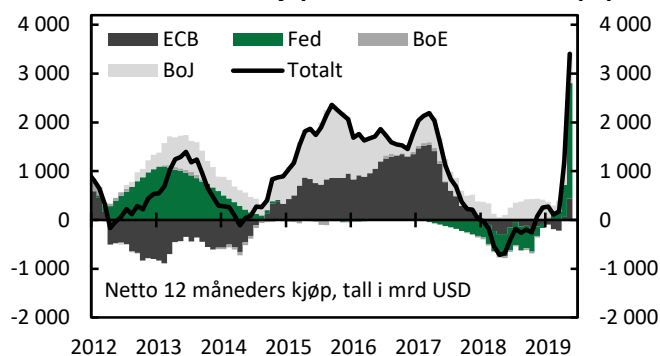
En viktig type pengepolitiske tiltak er gjenopptakelsen av store verdipapirkjøp, gjerne kalt kvantitative lettelser. Figuren til høyre viser endringen i de store sentralbankenes balanser de siste årene, mye som resultat av verdipapirkjøpene. Slike virkemidler ble for alvor kjent etter finanskrisen. Forskjellen denne gangen er hvor hurtig programmene ble satt i verk og hvor sterkt balanseveksten av den grunn har blitt.

Finanspolitiske tiltak har vært mye sterkere i denne krisen enn under Finanskrisen. Skatteutsettelse og -reduksjoner, direkte statlig støtteoverføringer og

låneordninger griper rett inn i underliggende økonomi for å dempe fallet i økonomisk aktivitet. Selv om det tar tid før alle tiltakene gir effekt i realøkonomien har de til en viss grad allerede blitt neddiskontert i verdipapirmarkedene.

Om effekten til slutt blir sterk nok til å opprettholde dagens markedsnivåer, vil være knyttet til hvor store hemningene på økonomisk vekst blir ved ytterligere forlengelser av smitteverntiltak.

Sentralbankene kjøper store volum av verdipapirer



Kilde: Bloomberg

Konklusjon

Den store usikkerheten er hvor lenge de omfattende smittehemmende tiltak må vare, og i hvor høy grad veksten i global økonomi kommer tilbake. I denne situasjonen har historisk sterke finans- og pengepolitiske tiltak vært sentrale for å løfte markedene i april.

På grunn av den vedvarende usikkerheten til inntjeningsutviklingen har modellporteføljen om lag nøytralvekt i aksjer med noe overvekt i internasjonale aksjer og noe undervekt i norske aksjer. Vi beholder overvekten i høyrente.

Relevante markedsindikatorer per 30. april 2020

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 mnd	0,0 %	0,5 %	0,5 %	1,4 %	2,5 %	3,9 %	0,28 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3 år	0,4 %	3,0 %	3,5 %	4,5 %	5,9 %	8,5 %	0,43 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 5 år	1,0 %	4,5 %	5,5 %	7,0 %	9,2 %	12,9 %	0,52 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	1,7 %	2,3 %	3,5 %	4,7 %	8,5 %	13,4 %	1,39 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	5,4 %	-15,4 %	-14,4 %	-12,7 %	-2,9 %	3,3 %	12,36 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	1,7 %	0,4 %	2,2 %	6,8 %	11,5 %	17,9 %	1,36 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	1,6 %	1,0 %	2,9 %	7,5 %	12,0 %	17,9 %	1,00 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	4,3 %	-12,8 %	-12,5 %	-8,7 %	-3,5 %	10,5 %	9,43 %
Oslo Børs Fondsindeks	10,2 %	-15,2 %	-16,7 %	-10,3 %	10,7 %	24,1 %	770,00
Oslo Børs Hovedindeks	9,6 %	-15,2 %	-16,8 %	-12,0 %	11,1 %	21,2 %	775,11
Oslo Børs Small Cap Index	15,4 %	-26,5 %	-30,7 %	-25,7 %	-23,2 %	-25,4 %	488,39
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	11,6 %	-13,3 %	-11,6 %	-2,3 %	30,3 %	56,5 %	1 934,30
Oslo Børs Eiendomsindeks	6,9 %	-19,6 %	-16,5 %	0,3 %	21,1 %	41,4 %	--
VINX Benchmark Cap	6,4 %	-0,4 %	3,2 %	13,9 %	27,3 %	53,0 %	470,53
MSCI All Countries (AC) World Local	10,3 %	-11,2 %	-11,7 %	-4,2 %	15,1 %	27,8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	9,1 %	-2,0 %	1,6 %	12,9 %	36,1 %	68,5 %	--
MSCI Developed World	9,3 %	-1,9 %	2,2 %	14,0 %	38,1 %	73,0 %	--
MSCI Emerging World	7,6 %	-2,6 %	-2,7 %	4,5 %	21,4 %	35,4 %	--
MSCI Frontier World	5,2 %	-12,7 %	-8,6 %	2,5 %	10,4 %	21,1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	4,4 %	-8,4 %	-6,5 %	2,6 %	13,8 %	29,3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	8,5 %	-12,8 %	-11,4 %	-1,8 %	9,6 %	21,0 %	--
MSCI Developed North America	11,5 %	0,4 %	5,4 %	18,4 %	50,3 %	98,3 %	--
MSCI Emerging Latin America	4,8 %	-31,8 %	-32,5 %	-25,6 %	-16,4 %	-3,2 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	8,2 %	0,7 %	1,6 %	8,6 %	27,4 %	45,7 %	--
MSCI Japan	3,9 %	-1,0 %	2,3 %	15,2 %	28,1 %	51,6 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	13,9 %	2,4 %	6,1 %	15,7 %	43,3 %	81,3 %	--
MSCI AC Consumer Staples	4,5 %	2,0 %	6,5 %	16,3 %	28,3 %	63,5 %	--
MSCI AC Energy	14,1 %	-20,6 %	-24,2 %	-24,0 %	-14,1 %	-13,5 %	--
MSCI AC Financials	5,5 %	-15,8 %	-14,7 %	-7,0 %	5,8 %	30,4 %	--
MSCI AC Health Care	10,0 %	11,7 %	15,4 %	36,8 %	60,3 %	84,7 %	--
MSCI AC Industrials	6,6 %	-10,2 %	-7,0 %	1,0 %	17,2 %	52,7 %	--
MSCI AC Information Technology	11,6 %	5,9 %	14,0 %	35,2 %	97,0 %	188,2 %	--
MSCI AC Materials	12,3 %	-2,1 %	-3,2 %	4,8 %	19,5 %	44,0 %	--
MSCI AC Real Estate	6,7 %	-7,6 %	-3,6 %	5,5 %	24,3 %	45,8 %	--
MSCI AC Communication Services	10,0 %	4,2 %	9,1 %	18,3 %	31,8 %	45,2 %	--
MSCI AC Utilities	2,3 %	-6,3 %	2,9 %	16,1 %	37,1 %	66,8 %	--
USDNOK	-1,4 %	11,4 %	16,7 %	18,8 %	19,4 %	36,1 %	10,25
EURNOK	-2,2 %	10,0 %	14,0 %	15,9 %	20,0 %	32,8 %	11,22
GBPNOK	0,0 %	6,2 %	10,8 %	14,7 %	16,1 %	11,6 %	12,90
SEKNOK	0,0 %	9,8 %	12,0 %	15,4 %	8,3 %	16,1 %	1,05
Bloomberg Commodity	-1,5 %	-18,5 %	-24,5 %	-23,2 %	-23,7 %	-37,8 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-5,6 %	-12,3 %	-17,9 %	-13,3 %	-29,9 %	-36,1 %	--
Brent Crude (ICE)	11,1 %	-56,6 %	-61,7 %	-65,3 %	-51,2 %	-62,2 %	25,27
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-4,2 %	-25,2 %	-24,8 %	-18,8 %	-12,9 %	50,1 %	56,46
Gull spot	5,6 %	6,6 %	10,8 %	31,5 %	33,2 %	42,9 %	1 687,66
Aluminium spot	-2,2 %	-14,5 %	-18,1 %	-18,2 %	-23,3 %	-24,5 %	1 459,00
Kobber spot	4,5 %	-7,0 %	-16,1 %	-19,7 %	-9,6 %	-18,9 %	5 160,25

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), 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 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.