

Viktige momenter i vår forvaltning ved inngangen til 2021

Oslo, 12. januar 2021

I 2020 økte vi vår langsiktige, strategiske vekt i aksjer til 70 %, en økning på 10 prosentenheter. Dette reflekterer vårt syn om at en langsiktig investor har den nødvendige tiden til å høste risikopremien i aksjemarkedet. Den enkelte investors strategiske allokering vil likevel først og fremst være knyttet til investors egen risikotoleranse.

Vi går inn i 2021 med overvekt i aktivklasser med høyere risiko. Vaksineringsprogrammet mot covid-19 rulles ut i mange land, finanspolitikken er ekspansiv og sentralbanklikviditeten er god. Dette balanseres noe av generell høy verdsettelse, slik at avkastningen vil være sensitiv for endringer i inflasjon samt finans- og pengepolitikk. Vi vurderer derfor denne overvekten løpende.

Årets brev framhever vår investeringsfilosofi for langsiktig investering i kvalitetsselskaper til en fornuftig pris. Vi ønsker også å være en god samtalepartner rundt bærekraft, miljøhensyn, sosialt ansvar og god selskapsstyring.

Vi vurderer at følgende utviklingstrekk vil ha størst innflytelse på markedsutviklingen for inneværende år.

- Ved inngangen til 2021 er konsensus at det brede aksjemarkedet får en inntjeningsvekst basert på en innhenting i realøkonomisk vekst etter fallet i 2020. Det vil fortsatt være usikkerhet og uro i økonomien, men det forventes ny styrking av økonomisk vekst over de kommende årene.
- Dagens verdsettelse reflekterer lave renter, god likviditet og makroøkonomisk innhenting. Dette gjør avkastning fremover følsom for feilsteg i finans- og pengepolitikk eller skuffelser i inntjeningsutviklingen. Vi vil derfor følge disse momentene nøye.
- Geopolitisk risiko har fått lite fokus i 2020 på grunn av pandemien. Når markedet ser lys i enden av tunnelen for viruset, åpnes det også for at markedet får fornyet fokus på andre faktorer, som den strategiske rivaliseringen mellom USA og Kina.
- Lave renter forventes å vedvare gjennom 2021. Myndighetenes og sentralbankenes beslutninger rundt finans- og pengepolitikk har vært avgjørende lenge, og det er nå viktig at disse tiltakene ikke svekkes for tidlig. Med lave renter og god tilgang på likviditet har investorers søk etter høyere løpende avkastning ført til høy etterspørsel etter risikoaktiva.

Hovedtemaer for årsbrevet

1	2	3
Inntjeningsutvikling (side 2)	Likviditet og verdsettelse (side 7)	Forvaltning (side 11)
Forventninger til inntjening (side 2)	Høy verdsettelse (side 7)	En tydelig investeringsfilosofi (side 12)
Den kommende innhenting etter koronakrisen (side 3)	Fremdeles ultraekspansiv pengepolitikk (side 9)	ESG: miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring (side 13)
Hva bør investor følge med på i 2021? (side 5)	Markedslikviditet (side 10)	God aksjeavkastning i 2020 (side 15)

1. Inntjeningsutvikling

Forventninger til inntjening

FIGUR 1 viser med tydelighet hvor aksjemarkedet står ved inngangen til 2021. Realisert inntjening siste 12 måneder (tykk linje) falt kraftig under koronakrisen og ligger fremdeles lavt, mens forventet inntjening for neste 12 måneder (tynn linje) har steget kraftig. Det store gapet mellom dem betyr en forventet inntjeningsvekst fra 2020 til 2021 på over 60 %.

Verdiene i figuren er en indeksert verdi for alle selskapene i den globale aksjeindeksen MSCI All Countries World. Den observante leser kjenner raskt igjen fallet i inntjeningen etter finanskrisen i 2008 og 2009 og fallet i inntjeningen under koronakrisen i 2020. Et stykke ut i finanskrisen snudde forventningene, selv om det tok tid før inntjeningen per aksje begynte å stige. Det samme skjedde etter koronasjokket sist vår. Denne forventede veksten i inntjening per aksje var en hovedkraft for den gode aksjeavkastningen i 2020.

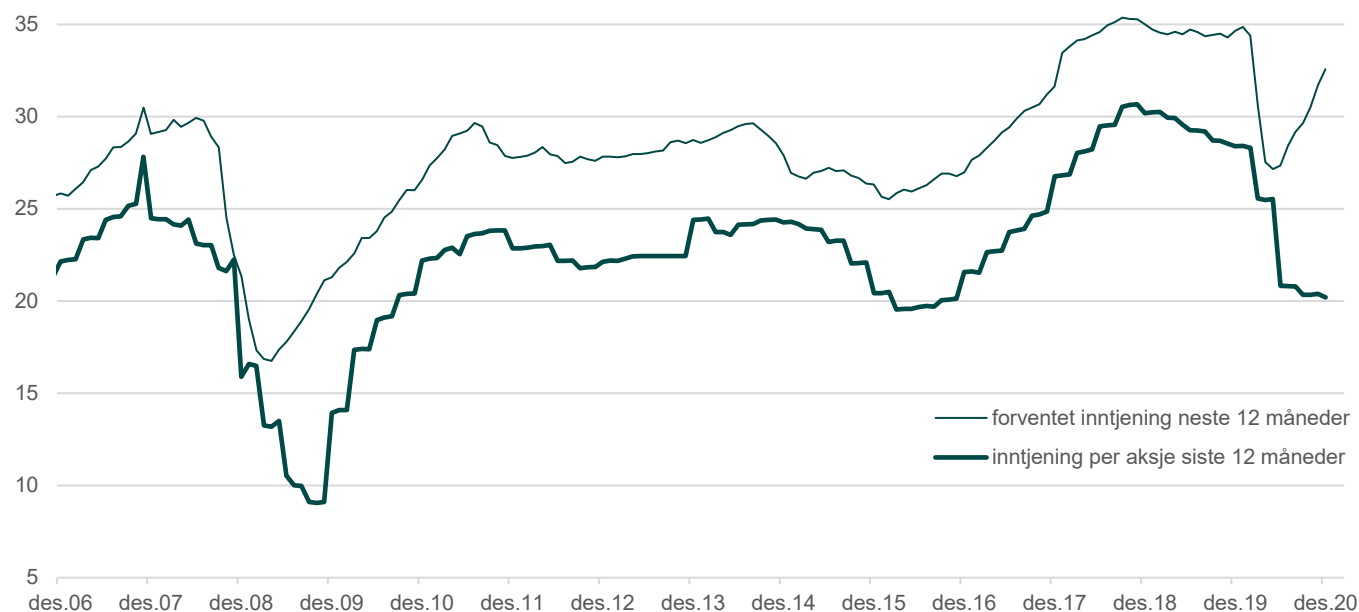
Inntjeningsutviklingen er sentral for enhver investor. Våre månedsbrev framhever verdsettelse, likviditet og sentiment i vurderingene av aktivaklassene. Analyse av inntjeningsutviklingen inngår da i evalueringen av verdsettelsen av aksjemarkedet.

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

Det er imidlertid ikke ofte konsensus for inntjeningsforventninger blir realisert, da analytikere i snitt nesten uten unntak predikerer vekst, mens realitetene er mer skiftende. De gangene inntjeningsforventningene har truffet, har vært i perioder med makroøkonomisk innhenting med tilhørende inntjeningsvekst. I figuren skjedde det i innhenting etter teknologiboblen, innhenting etter finanskrisen og innhenting i 2017. En ny innhenting i økonomisk vekst forventer vi også nå, og da vil den utgjøre en underbyggende kraft for inntjeningsvekst i 2021.

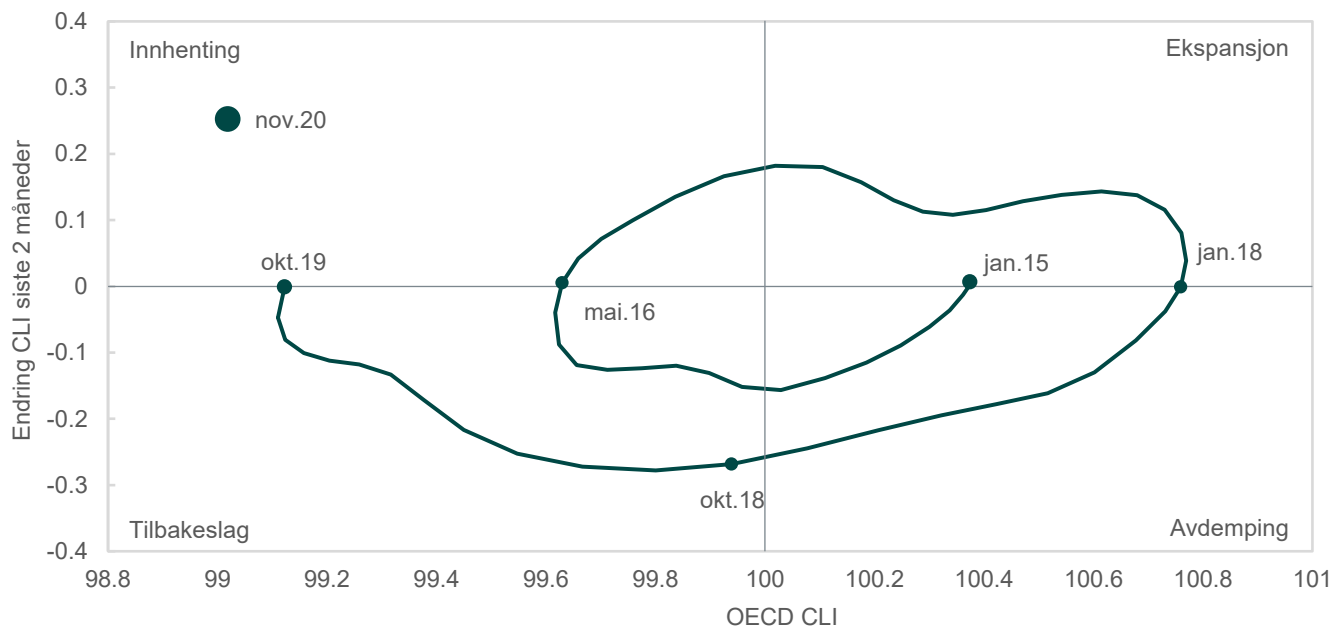
Hvordan denne økonomiske innhenting vil kunne ta form, diskuterer vi mer i neste kapittel.

FIGUR 1
Forventet og realisert inntjeningsvekst for internasjonale aksjer



Kilde: Bloomberg, 31.12.2020

FIGUR 2
OECD sine ledende indikatorer viser starten på innhenting i 2021



Kilde: OECD, Industrifinans. januar 2021

Den kommende innhenting etter koronakrisen

I årsbrevet ved inngangen til 2020 benyttet vi oss av OECDs samlede ledende indikator (CLI) som utgangspunkt for å diskutere videre økonomisk vekst. **FIGUR 2** viser OECD CLI som vi den gang brukte, hvor siste punkt var analysen per oktober 2019. 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

Vi spurte oss da om forventningene var på vei til å gå fra tilbakeslag til innhentning for den økonomiske veksten i OECD-området. I årets versjon er grafen oppdatert med ett nytt punkt, som er siste tilgjengelige analyse fra OECD fra november 2020. Nå har svaret kommet: det er nå forventninger til innhentning. Den oppmerksomme leser ser at de to siste punktene ikke er forbundet med en strek, da veien fra tilbakeslag til innhentning gikk via en enorm koronaomvei dypt ned i resesjonsområde, langt utenfor rammene av disse aksene. Det oppmuntrende var at innen året var omme, var igjen OECD CLI tilbake i område for forventet innhentning. Makroøkonomisk vekst garanterer ikke at inntjeningsveksten holder seg, men understøtter en positiv utvikling fundamentalt sett.

Også en spørreundersøkelse blant verdens bedrifter bekrefter økende aktivitet. Markit publiserer de velkjente PMI-indeksene for ulike land og regioner. PMI er resultatet av en månedlig spørreundersøkelse blant bedriftsledere om utviklingen i deres virksomhet i forhold til forrige måned. I tillegg er det ett forventningsspørsmål. Verdier over 50 angir vekst. **FIGUR 3** viser de samlede PMI-indeksene for både vare- og tjenesteproduksjon for tre sentrale økonomier.

For Kina er innhentningen i gang. Den startet tidligere, da pandemien nådde dem på et tidligere stadium og kinesiske myndigheter relativt hurtig gjenåpnet samfunnet. Samtidig gikk nedstengning av samfunnene i andre deler av verden mest ut over tjenesteproduksjon, mens produktimport fra blant annet Kina tok seg opp igjen. Innfor 2021 er aktiviteten økende.

Det tok lengre tid før pandemien nådde USA og perioden med svekkelse varte lengre. I august rapporterte bedriftene fornyet vekst, men da fra et lavere nivå. Denne vekstperioden har vedvart helt fram til årsskiftet og USA går inn i 2021 med innhenting.

Eurosonen har vært hardest rammet av disse tre økonomiene. Svekkelsen var dypere og fornyet vekst svakere i etterkant. Ved inngangen til 2021 er eurosonen fremdeles preget av svekkelsen og har ikke startet innhenting ifølge PMI-indeksene.

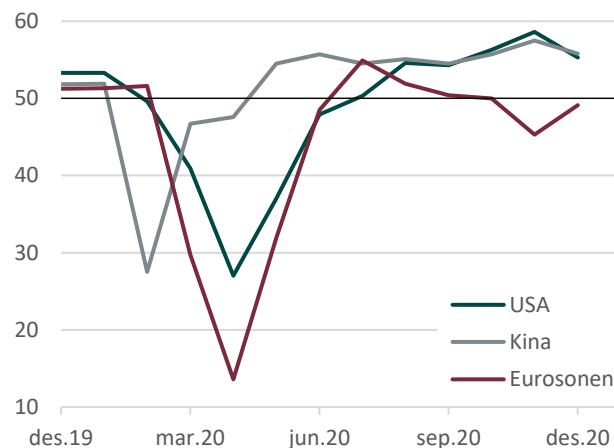
Selv om vi har tro på en ny økonomisk vekst og innhenting av veksttakten, er det flere scenarier for styrken i innhenting.

FIGUR 4 viser et grunnscenarior hvor konsensusforventningen er at veksttakten tar seg opp, men at GDP ikke nødvendigvis kommer opp på de absoluttnivåene og vekstbanen som var forventet før koronakrisen. Noe tilsvarende skjedde i finanskrisen. Forut for finanskrisen var det forventet at amerikansk BNP skulle fortsette å vokse langs den banen som markert med en grå, stiplet linje. Etter resesjonen i 2008 kom veksten tilbake, men USA kom ikke opp på de nivåene som var forventet før krisen. Den realiserede vekstbanen går derfor i årene 2010-2019 i en bane under den tidligere forventede utviklingen.

Et nedre scenario er at selve veksttakten blir svakere. TS Lombard tar i en rapport fra 05.11.2020 opp mulige konsekvenser av sosial nedstengning, som er observert ved tidligere resesjoner. Den umiddelbare svekkelsen av etterspørsel kan gi svakere investeringlyst hos bedriftene, som følgelig gir svakere produktivitetsvekst. Økt gjeld hos utsatte næringer gjør dem også mer sårbare for andre utfordringer.

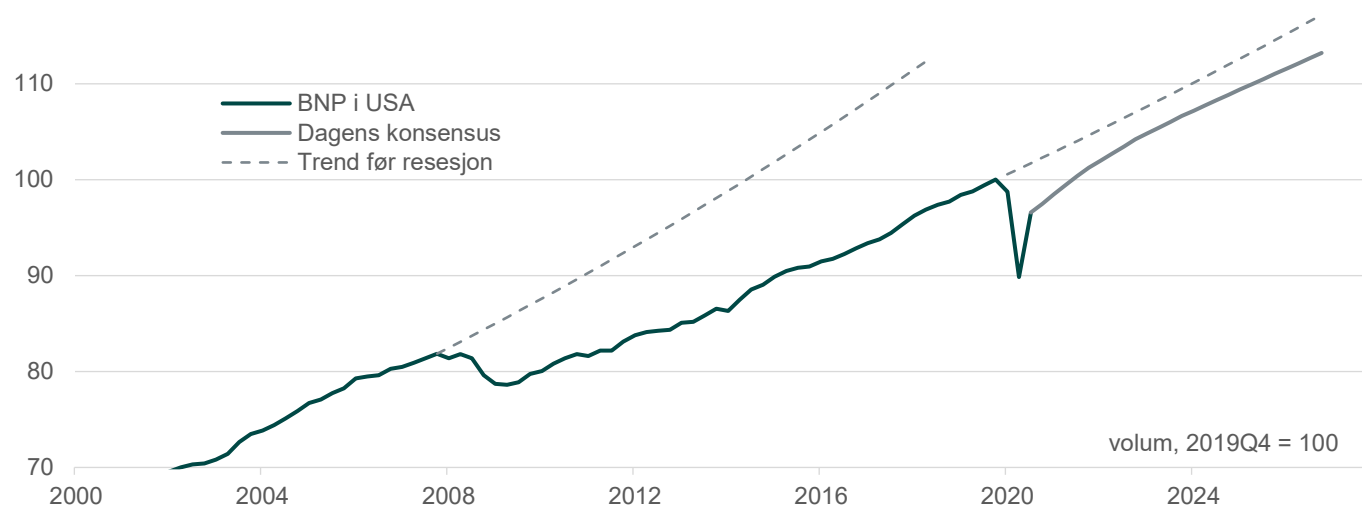
Et øvre scenario er at vaksinasjonen blir overraskende effektiv, med suksessfulle modifikasjoner for å møte muterte virusvarianter. Med sterk og vedvarende ekspansiv finans- og pengepolitikk vil bedriftene kunne jobbe seg ut av problemene, mens forbrukerne er motivert til økt forbruk av både varer og tjenester. I tillegg vil ytterligere digitalisering

FIGUR 3
PMI, samlet for tjeneste og produksjon



Kilde: Markit, Bloomberg, 31.12.2020

FIGUR 4
Vi tror på innhenting, men hvor sterk blir den?



Kilde: TS Lombard "Long Covid", 28.12.2020

og fleksibilitet, som kom med en påtvunget bratt lærekurve ved sosial nedstengning, gi så sterk effektivisering og vekst at hele pandemien kun blir et midlertidig avvik fra opprinnelig trendvekst.

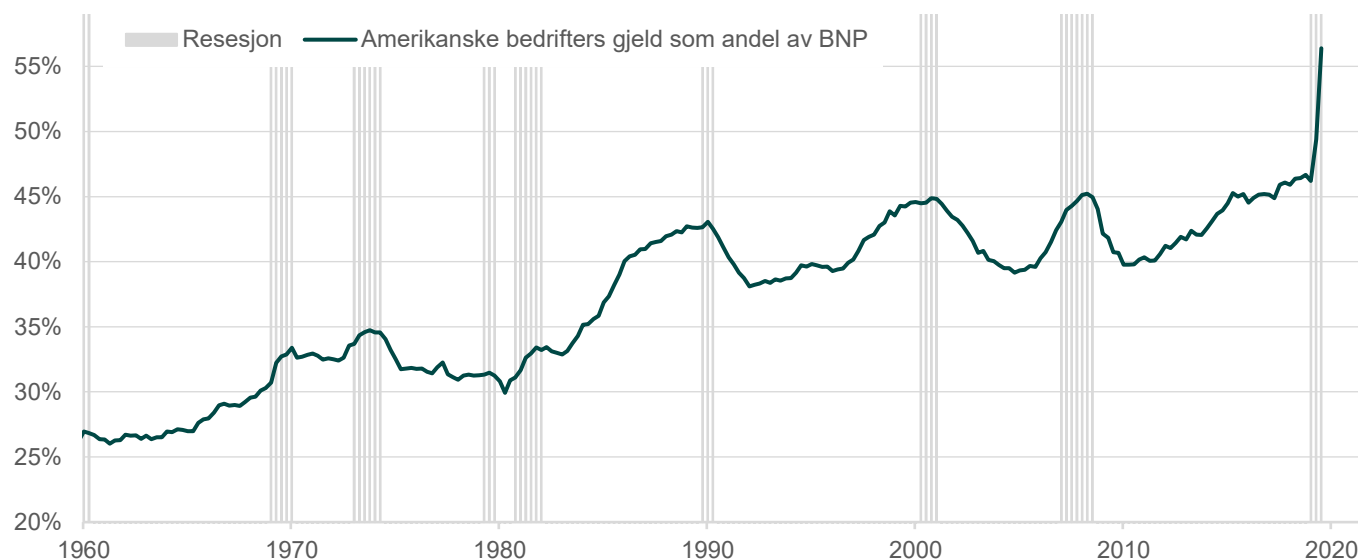
Vi mener at innhenting av økonomisk vekst om lag tilsvarende grunnsceariet, er mest sannsynlig med en 12-24 måneders horisont. Rasjonalet bak det er at hurtig eller stegvis, effektivt eller forsinket, så vil også denne pandemien en gang komme under kontroll. Vaksinasjonsprogrammene vil til slutt kunne dempe smittespredningen slik at en normalisering blir mulig. Det kan komme ny usikkerhet i 2021, til og med ny økonomisk tilbakegang og tilhørende markedsfall, men til sist mener vi at hovedproblemet blir løst ved at koronaviruset blir bekjempet.

Hvilke konsekvenser dette har for markedsutviklingen, bør ses i sammenheng med risikofaktorer i neste tema, og verdsettelsen i neste kapittel.

Hva bør investorer følge med på i 2021?

Det er naturligvis viktig å følge med på utviklingen i finans- og pengepolitikken. Med høyere gjeldsnivåer i selskapene, og høyere verdsettelse av verdipapirene, er markedene utsatte om disse tiltakene blir mindre ekspansive. Den kraftige utviklingen i gjeldsnivået er illustrert i **FIGUR 5**. OECD anbefaler at finans- og pengepolitiske tiltak opprettholdes til innhenting er godt i gang. Bedrede finansielle rammevilkår har vært en sentral drivkraft i avkastningen på tross av svak underliggende utvikling i 2019 og 2020. En svekkelse her vil kunne være en utfordring for verdsettelsen av markedene.

FIGUR 5
Koronakrisen gav brå økning i gjeldsnivåene



Kilde: Bloomberg. 30.06.2020

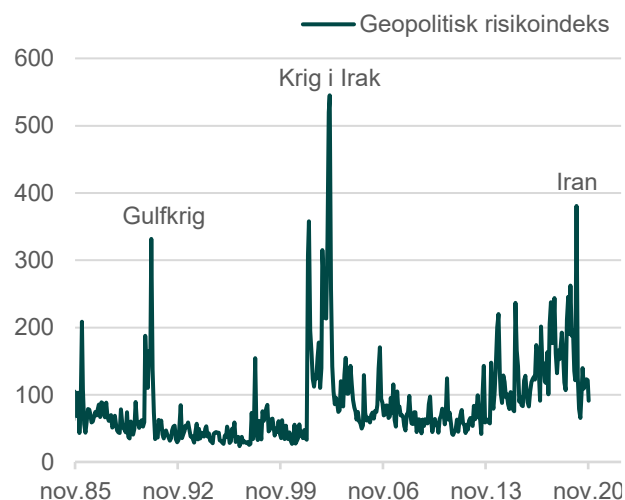
Geopolitisk usikkerhet var i fokus i 2019, men druknet i nyhetsflommen rundt pandemien. Når investorer, media og folk flest ser lys i enden av koronatunnelen, vil det på ny gi rom til oppmerksomhet mot andre problemområder. **FIGUR 6** viser at den nyetablerte og mye siterte indeksen for geopolitisk usikkerhet fra forskere ved Federal Reserve falt kraftig tilbake i 2020. Dette må forstås på bakgrunn av metodologien som benyttes for indeksen. Den baserer seg på nyhetsartikler i et knippe internasjonale aviser. I tider hvor det er medisinske kriser som dominerer, blir spalteplassen for andre nyheter redusert. Samtidig med Joe Bidens seier i det amerikanske presidentvalget, er det et sterkere håp om at USAs alenegang er over. Det er håp om at USA igjen vil være en stabil partner i globale avtaler og allianser.

En oppsidemulighet for det internasjonale aksjemarkedet er at proteksjonismen også blir avdempet med den nye amerikanske administrasjonen. Gillian Tett skriver i sin artikkel i Financial Times den 03.12.2020 at **globaliseringens død kan være overdrevet**. Selv om president Trump har jobbet for at amerikanske selskaper skal ta produksjonen hjem igjen, er det ikke det som har vært hovedtrenden. Selv om en stor del av selskapene med internasjonale leverandørkjeder har sett den geopolitiske risikoen, har løsningen ofte vært en diversifisering med flere mulige leverandørkjeder for å sikre seg mot proteksjonistiske tiltak og geopolitisk usikkerhet. På denne måten legger selskapene grunnen for en mer hardfør internasjonal handel. Det finnes da muligheter for en fornyelse av globalisering i 2021.

Et større tema det er interessant å følge med på, uavhengig av investors taktiske syn for 2021, er den **grønne bølgen**. For noen år siden var ofte avveiningen for investorer hvor mye av avkastningen de var villige til å gi fra seg for å inkludere miljøhensyn i sine porteføljer. I den senere tid har argumentasjonen snudd til at det har blitt populært å få nye verdipapirer klassifiserte som grønne for å få del i den ekstra avkastning som dette gir på grunn av

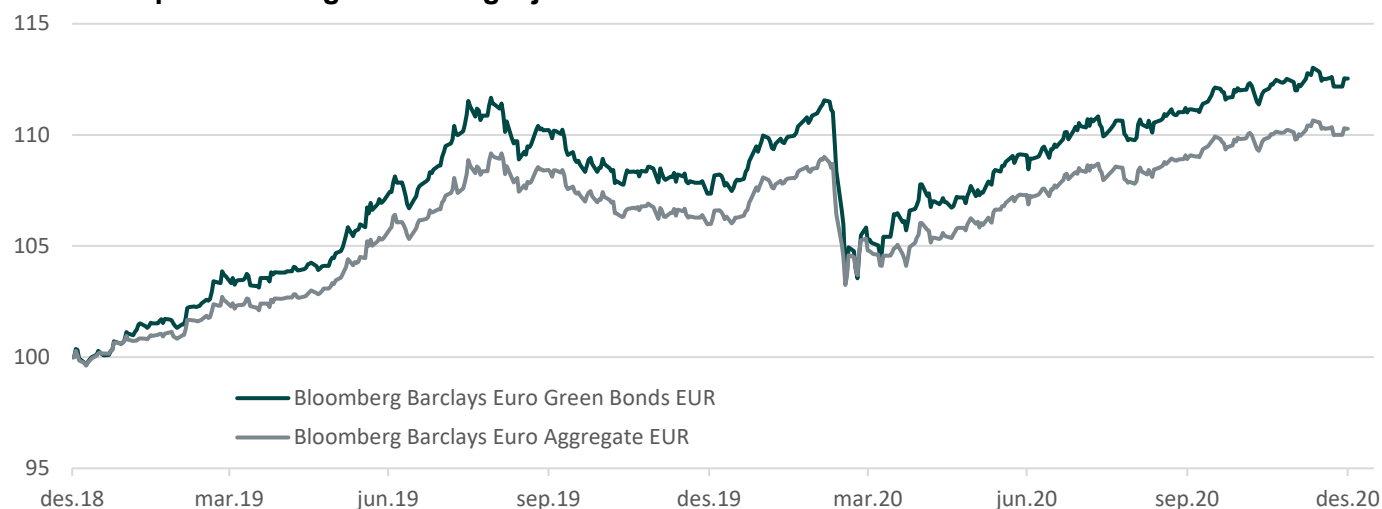
stor etterspørsel av grønne verdipapirer fra institusjonelle investorer med stadig økende fokus på miljøhensyn. **FIGUR 7** viser indeksert avkastning til grønne obligasjoner versus en bred obligasjonsindeks. Dersom dette kun hadde vært drevet av markedskrefter, vil en kunne forvente at markedskreftene også ville balansere denne trenden. Da den grønne bølgen har vært eksplisitt tilrettelagt av mange lands nye reguleringer, gjør denne trenden til mer enn en kortlevd boble. EUs nye regulering om bærekraftige investeringer er allerede vedtatt. En artikkel i Financial Times av 03.01.2021 beskriver hvordan en ny, tung aktør legger sine krefter til den samme bølgen: Christine Lagarde, president i Den europeiske sentralbanken (ESB), har kunngjort at hun ønsker å gjøre håndteringen av klimaendringer til en del av årets strategiske revisjon av gjeldende palett av pengepolitiske tiltak. Et nytt tiltak vil kunne være å sette miljøkriterier til obligasjoner som kjøpes av ESB.

FIGUR 6
Større fokus på geopolitisk risiko i 2021?



Kilde: Caldara, Dario and Matteo Iacoviello, "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, november 2020

FIGUR 7
Stor etterspørsel etter grønne obligasjoner



Kilde: Bloomberg, 06.01.2021

2. Likviditet og verdsettelse

Høy verdsettelse

Vi går inn i 2021 med høy verdsettelse for de store aktivaklassene, både internasjonale aksjer og obligasjoner. Både analytikere og vi forventer vekst i inntjeningen, men verdsettelsen er høy også målt opp mot forventningene.

Jeremy Grantham skriver i sin artikkel om markedets verdsettelse, 5. januar 2021: «Today the P/E ratio of the market is in the top few percent of historical range and the economy is in the worst few percent».

I høst, som også ved forrige resesjon, fikk aksjemarkedet medvind da forventningene snudde. Det tok likevel tid før realisering av forventet inntjening førte den brede globale aksjeindeksen tilbake til gamle høyder. Denne gangen kom medvinden på samme måte ved endringer i forventningene til underliggende inntjening, men aksjemarkedets medvind har vært betydelig sterkere. MSCI All Countries World har allerede nådd nye toppnoteringer. I høst har den sterke oppgangen i tillegg vært drevet av ytterligere finanspolitiske og pengepolitiske tiltak. Det gjør også avkastningen i 2021 avhengig av at disse tiltakene opprettholdes. Det vil bli langt fra en normalisering av politikken i 2021, men selv en reduksjon av kraften i de gjeldende tiltakene vil kunne skape ny markedsure. Skuffelser i inntjeningsforventningene vil kunne skape uro i seg selv, men vi forventer at eventuelle nye nedstengninger vil følges av ytterligere ekspansiv politikk.

Det finnes mange ulike verdsettelsesmåltall. **FIGUR 8** viser et sett av disse. Alle viser at vi er på vei inn i 2021 med en høy verdsettelse for internasjonale aksjer under ett. Internasjonale obligasjoner, både de med høy kredittverdighet og høyrente, har også høy verdsettelse.

Michael Mackenzie skriver i sin artikkel i Financial Times 02.01.2021 om et déjà vu ved inngangen til 2021, sammenlignet med inngangen til 2020: Begge gangene har verdsettelsen vært høy. Selv med høy verdsettelse i starten og påfølgende resesjon, ble avkastningen i 2020 god. Samtidig viser han til siste årenes volatilitetshistorikk, hvor markedene har hatt ro over lange tider, før volatiliteten plutselig slår til. Mackenzie viser til at rundt 80 % av internasjonale obligasjoner med høy kredittverdighet nå har løpende renteavkastning på 1 % eller mindre. Dette har ført til en jakt på høyere løpende avkastning og ytterligere sensitivitet til finansielle rammevilkår.

FORKLARINGER

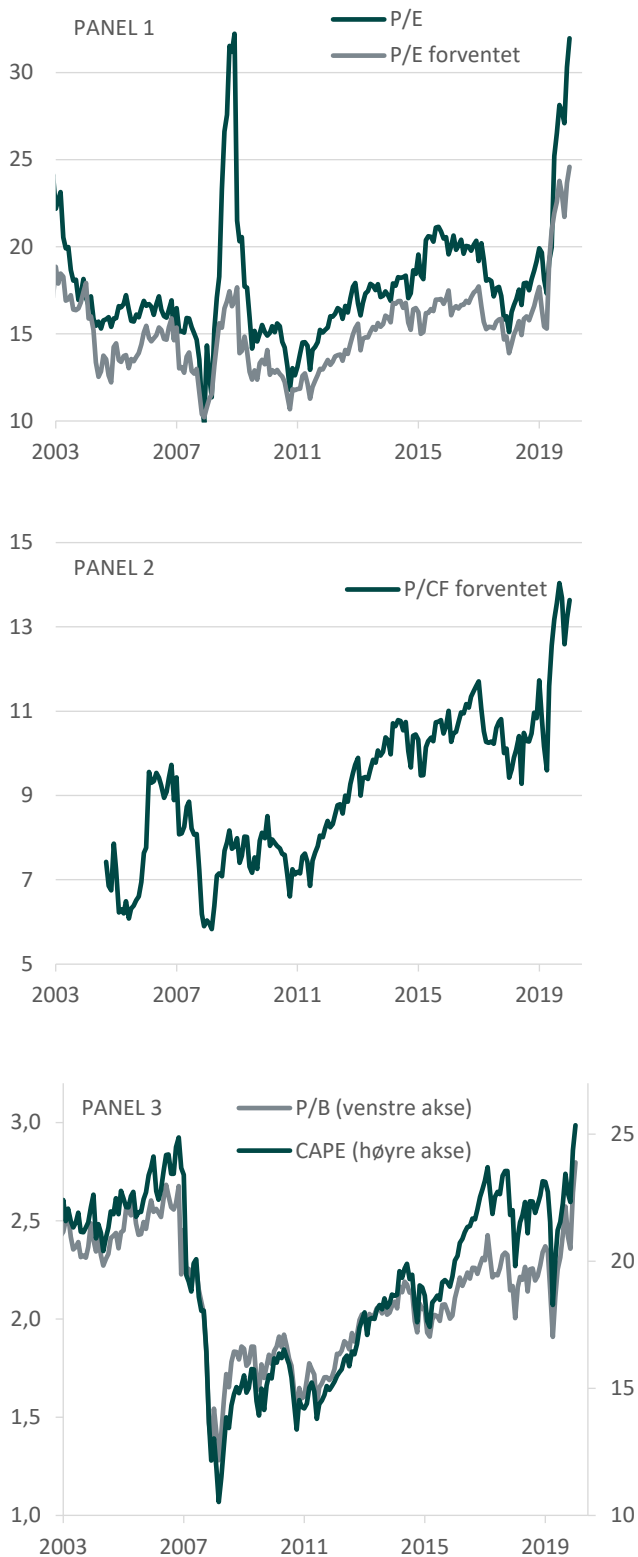
For den interesserte leser, følger her en forklaring av de ulike verdsettelsesgrafene i **FIGUR 8**.

Panel 1, 2 og 3 viser ulike måltall for verdsettelse av verdensindeksen MSCI All Countries World. Panel 1 viser verdsettelse 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.

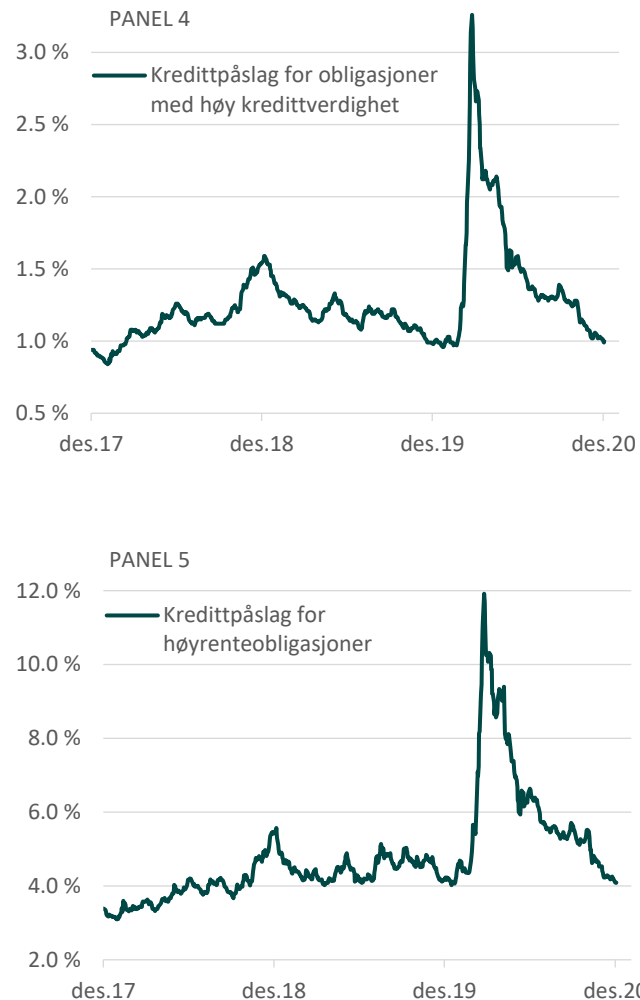
Panel 6 kombinerer verdsettelse for aksjer med verdsettelse for obligasjoner. Figuren viser løpende inntjeningsavkastning som er ratioen siste 12 måneders inntjening dividert på pris. Dette er beregnet for MSCI All Countries World og kalles løpende inntjeningsavkastning. Figuren viser også løpende renteavkastning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

FIGUR 8
Høyere aksjeverdsettelse uavhengig av måltall

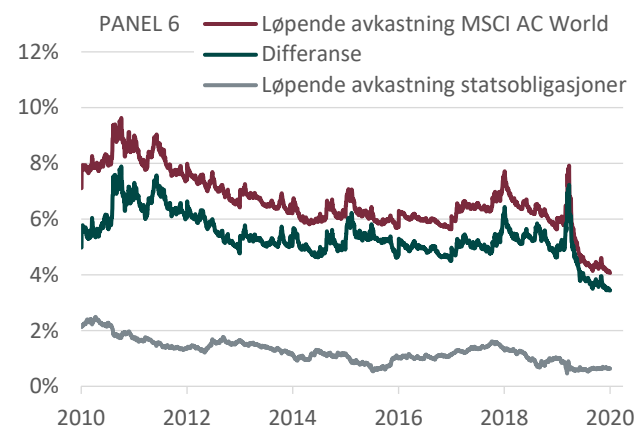


Kilde: Bloomberg, 31.12.2020

Lave kredittpåslag internasjonale obl.



Løpende overskuddsavkastning globale aksjer



Fremdeles ultraekspansiv pengepolitikk

Ved inngangen til 2021 er likviditeten fra sentralbankene en viktig og positiv faktor for markedsutviklingen.

FIGUR 9 viser utviklingen i et knippe sentralbankrenter og markedets forventninger til framtidig utvikling i disse. Det ekstremt lave rentenivået er priset inn i markedet til å vare i flere år framover.

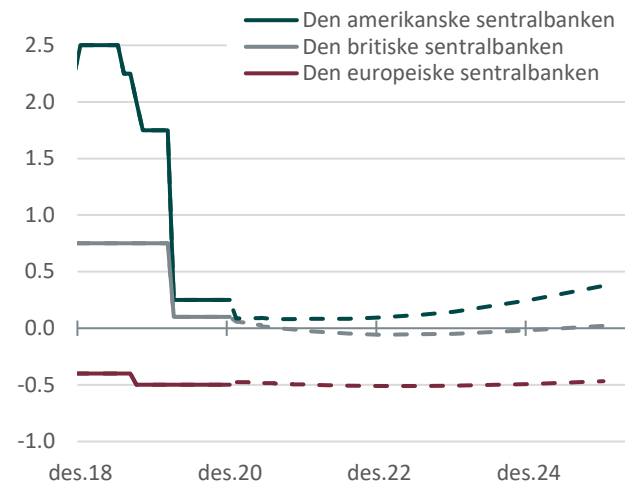
Dette rentenivået støtter aksjeutviklingen på minst to måter:

- 1) Det gir bedriftene lavere renter på sine lån, som ved gode investeringer kan øke egenkapitalavkastningen.
- 2) Det gir investorene lavere neddiskonteringsrente for verdsettelse av aksjer.

Samtidig er rentene lave av en årsak, som er utilstrekkelig økonomisk vekst og tilhørende lav inflasjon.

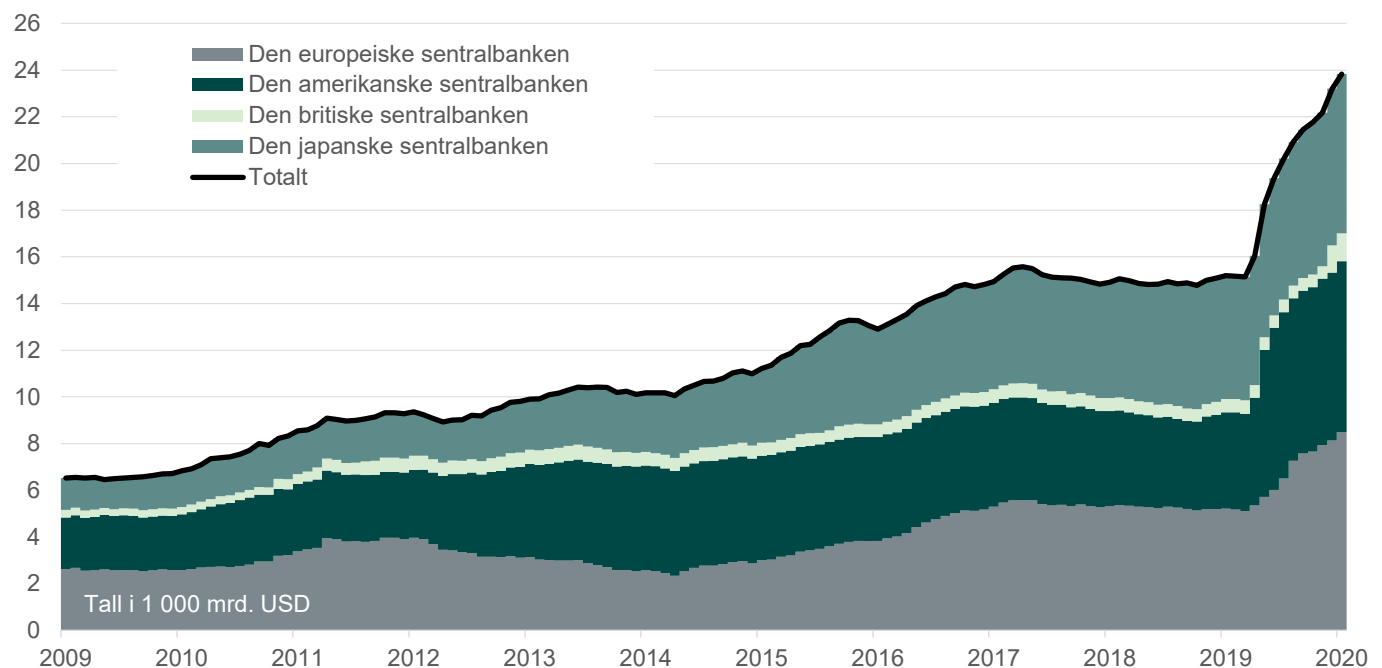
Sentralbankrentene var allerede lave ved utbruddet av koronapandemien, og det var lite ytterligere å hente fra dette pengepolitiske virkemiddelet. Kvantitative lettelsler har siden blitt benyttet igjen, i enda sterkere grad enn ved tidligere tiltak etter finanskrisen. **FIGUR 10** viser hvordan spesielt Federal Reserve og Den europeiske sentralbanken har økt sine balanser ved store oppkjøp av verdipapirer.

FIGUR 9
Tro på lave renter i mange år framover



Kilde: Bluebay 2021 Outlook chart 3, Bloomberg, 31.12.2020

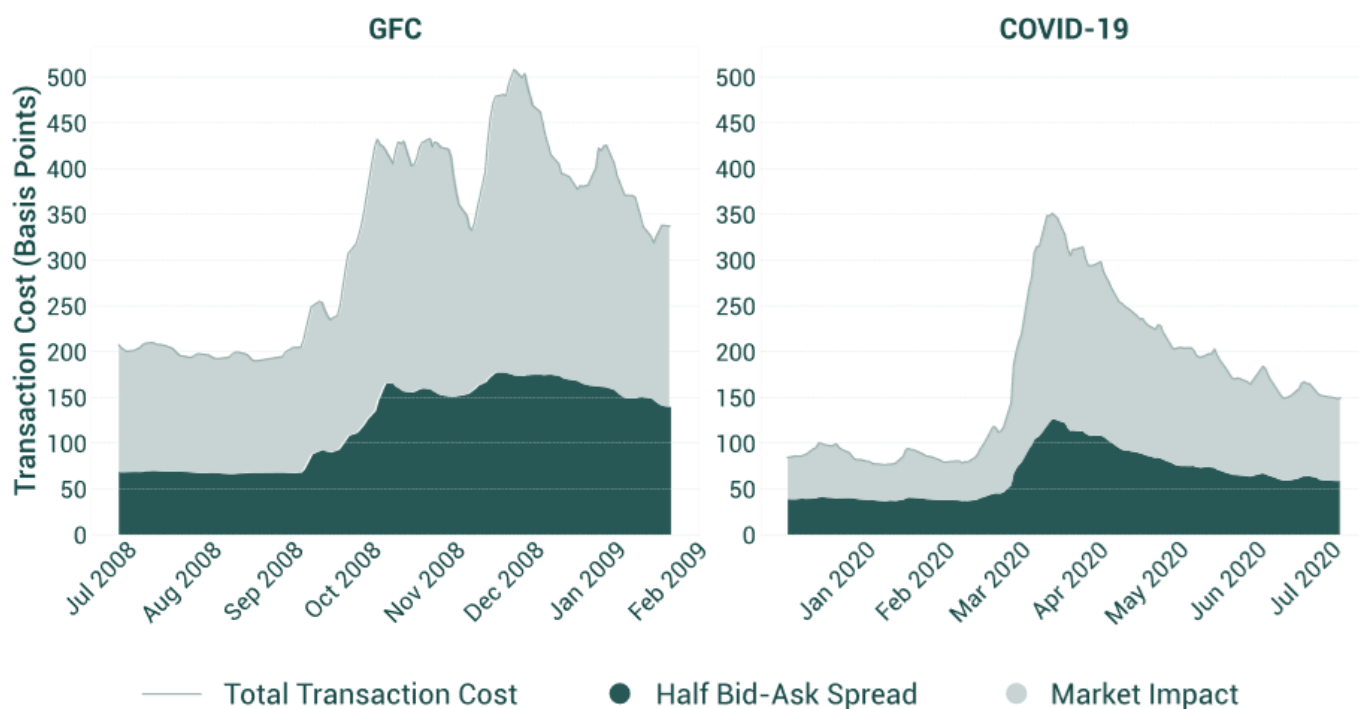
FIGUR 10
Sterke, nye kvantitative lettelsler



Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2020

FIGUR 11
Markedslikviditet under finanskrisen og koronakrisen

Cost of Forced Selling of USD 10 Million of US High-Yield Corporate Bonds



Kilde: MSCI, 16.09.2020

Markedslikviditet

Likviditetsproblemene midt i koronakrisen for deler av obligasjonsmarkedet og for valutasikring til norske kroner har fått investorer til å reflektere i etterkant.

MSCI kommenterer i sin artikkel «Bond Liquidity: How Bad Was COVID?» av 16.09.2020 at de totale transaksjonskostnadene tredoblet seg for amerikanske obligasjoner under koronakrisen. **FIGUR 11** viser kostnader ved tvunget salg av 10 millioner USD i amerikanske høyrenteobligasjoner som estimert av MSCI ved finanskrisen (GFC) og krisen ved covid-19. For det norske markedet var nok økningen i transaksjonskostnader like høy eller høyere. For en investor som plutselig kan få behov for innløsning eller kan ha ønske om reallokering midt i krisen, betyr disse svingningene mye. Men for en langsiktig investor med en strategisk allokering, er løpende transaksjonskostnader mindre relevant.

Både finanskrisen (GFC) og krisen ved covid-19 var ekstraordinære i et historisk perspektiv. Vi har ikke tilsvarende beregninger for det norske og nordiske markedet, men den generelle erfaringen var at markedslikviditeten var strammere i det lokale markedet. Svak likviditet betyr nødvendigvis ikke at handler ikke kan gjennomføres, men at transaksjonskostnadene blir store.

I Norge hadde fondsforvaltere andre problemer i mars på grunn av svingningene i valutakursen for norske kroner. Valutasvingningene var svært store i mars, spesielt for norske kroner, og var en ytterligere negativ faktor for rentemarkedet for en norsk investor. Prisen for USD målt i NOK steg fra 9,39 til 11,71 og tilbake til 10,40 i løpet av mars. Kun august 2008 under finanskrisen har gitt sterkere månedlig bevegelse etter at kronkursen ble flytende i 1992. Hovedårsaken var fallet i oljeprisen drevet av pågående priskrig og redusert etterspørsel i mange land på grunn av lavere økonomisk aktivitet.

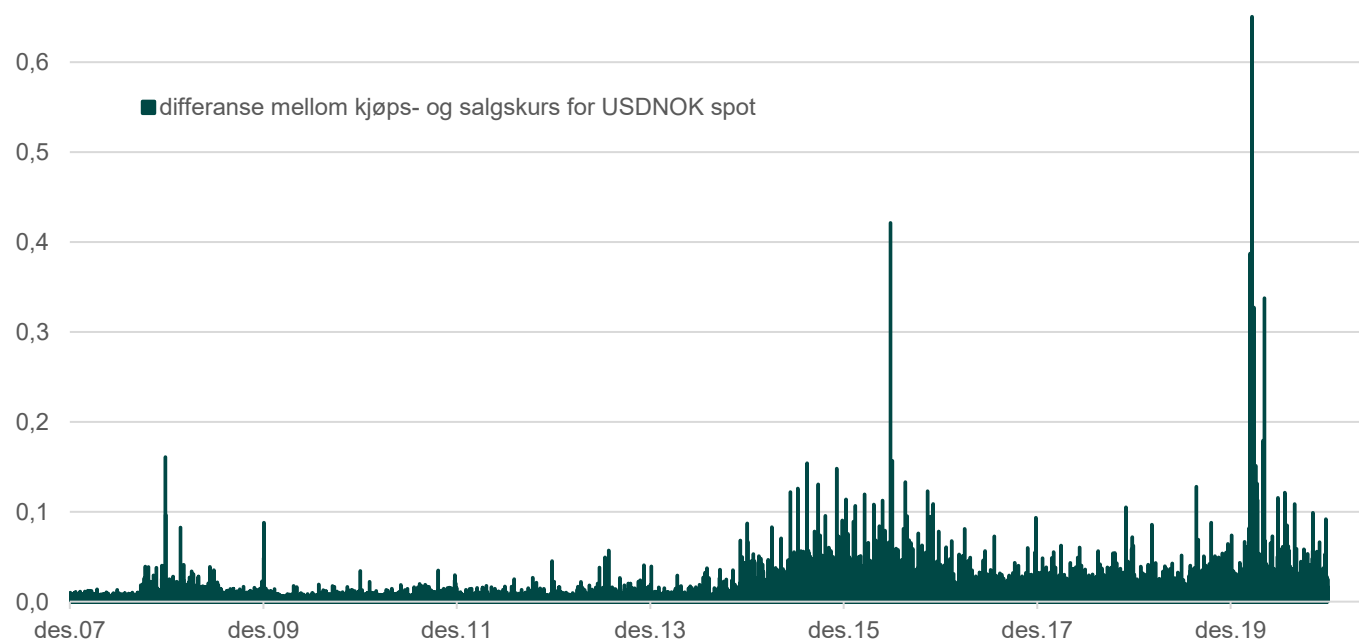
Selv om ikke NOK beveget seg like kraftig mot alle valutaer, måtte norske fond som hadde valutasikret sine internasjonale obligasjoner selge ytterligere obligasjoner for å dekke sikringstapet. Dette var lite gunstig i et marked

med allerede svak likviditet. I tillegg var det mindre likviditet med tilhørende større differanse mellom kjøps- og salgskurser for norske kroner. Valutasikring til norske kroner skjer gjerne som bilaterale terminavtaler mellom fond og banker. Terminkursen tar utgangspunkt i spotkurs og rentedifferanse.

FIGUR 12 viser daglig differanse i norske kroner mellom kjøps- og salgskurs (bid/offer) for selve spotprisen i valutakrysset USDNOK. Differansen steg betraktelig i mars 2020, noe som påvirket transaksjonskostnadene ved handel i valutaterminer for norske kroner og dermed kostnadene for valutasikring.

Erfaringen fra koronakrisen er at en investor er spesielt utsatt i mindre markeder med lave handelsvolum i krisetider med tilhørende transaksjonskostnader. Langsiktighet i disse markedene gjør investor mindre utsatt.

FIGUR 12
Valutasikring for norske kroner under krisen



Kilde: Bloomberg, 31.12.2020

3. Forvaltning

En tydelig investeringsfilosofi

Vår investeringsfilosofi for forvaltningen omfatter både strategisk aktivaallokering og verdipapirseleksjon.

For strategisk aktivaallokering vil en langsiktig investor kunne høste av risikopremien som aksjeinvesteringer gir over tid. Investors risikotoleranse er førende for aktivallokeringen, og en god forståelse for aktivaklassenes avkastningsmuligheter og risiko er derfor viktig for den overordnede rammen for forvaltningen.

For verdipapirseleksjon har vi tro på at en langsiktig investeringshorisont, kombinert med kvalitativt god fundamentalanalyse av selskaper, utført av dyktige forvaltere, kan skape bedre risikjustert avkastning enn relevante markedsindekser. Vi søker hovedsakelig forvaltere som er mindre knyttet til stil og tar selskapsspesifikk risiko basert på god fundamentalanalyse.

Vi er overbevist om at **kvalitetsselskaper** bør utgjøre en bærebjelke i aksjeinvesteringene. Med kvalitetsselskaper mener vi selskaper med sterke og langsiktige forretningsmodeller som har god selskapsstyring og solid verdiskaping. Vårt krav til forvalterne om å vite hva vi og kundene eier er naturlig knyttet til ønsket om å eie gode selskaper gjennom dyktige forvaltere som nøye velger og overvåker dem.

Med **langsiktighet** mener vi at tross kortsiktige svingninger, vil fundamental verdiskaping over tid reflekteres i aksjeprisen. Den langsiktige investoren tenker mer som en industriell investor, som søker å finne den riktige investeringen, forstå verdiskapingen og følge selskapene over tid. Salg av investeringene skjer helst først når begrunnelsen for investeringen endrer seg, verdien har steget tilfredsstillende eller forvalter har funnet en bedre investeringsmulighet.

Investeringene bør gjøres til en **fornuftig pris**. Vi fremmer ikke ett enkelt måltall som skal avgjøre hva som er fornuftig pris, men anser det som naturlig i en aktiv forvaltning å ta hensyn til det avkastningspotensialet som ligger i investeringen gitt hva investor betaler for den.

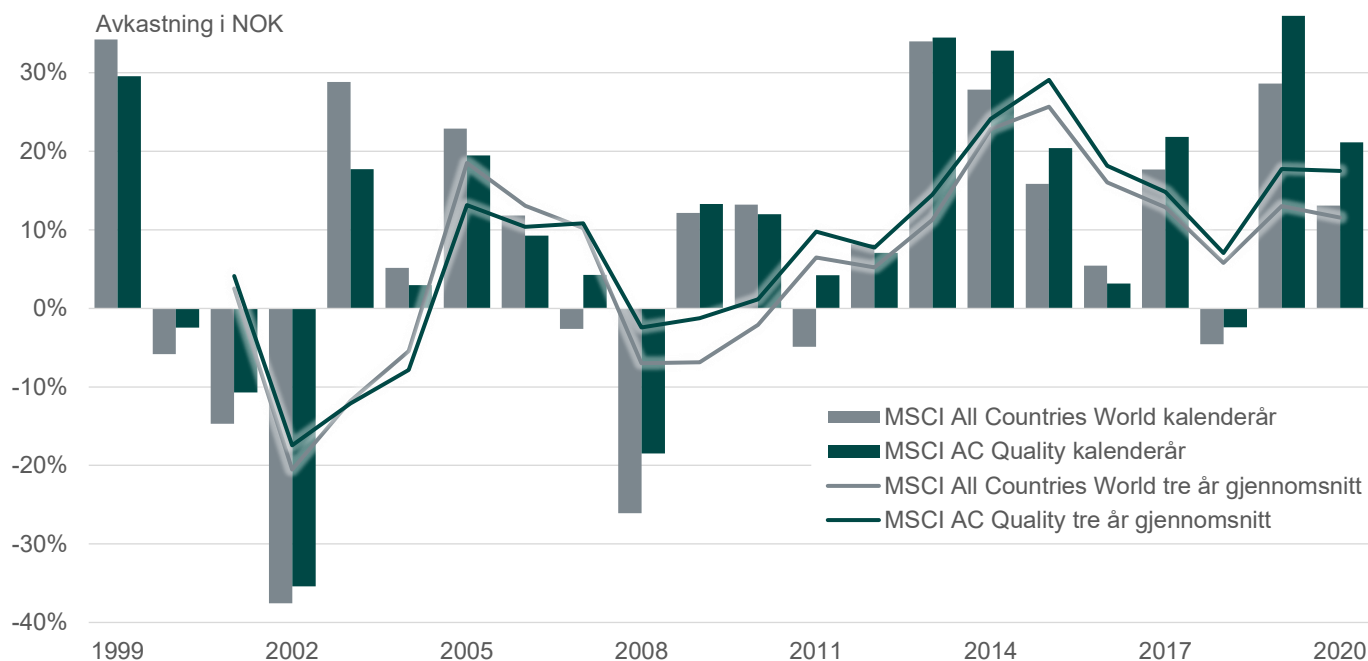
Denne investeringsfilosofien er sterkest knyttet til aksjeinvesteringer. Obligasjonsinvesteringer har veletablerte standarder for kredittkvalitet og langsiktighet over et bredt spekter. For rentemarkedet er vi likevel overbevist om betydningen av forvalters dyktighet innen fundamental analyse som grunnlag for god aktiv forvaltning.

Passiv indeksforvaltning er et velkjent alternativ til vår aktivt orienterte investeringsfilosofi. Investor eier da et utsnitt av hele markedet og gir fra seg muligheten til å selektere blant selskapene. Passiv indeksforvaltning kan likevel være nyttig til sitt bruk, som et godt sekundært alternativ. En fordel med passiv indeksforvaltning er at det reduserer risikoen for kortsiktige, negative avvik mot referanseindeks. En annen positiv side er lave forvaltningskostnader.

FIGUR 13 viser at MSCI All Countries Quality ikke har meravkastning alle enkeltår. Dette er en stilindeks, og vår investeringsfilosofi har en bredere forståelse av kvalitet, men vi bruker denne indeksen som illustrasjon. Eksempelvis gav andre typer selskaper bedre avkastning i flere år av innhenting etter at teknologiboblen sprakk. Også i innhenting etter finanskrisen var det noen år hvor kvalitetsselskaper gav mindreavkastning. Finanskrisen ble likevel en utløser for utstrakt bruk av ekspansiv pengepolitikk og en viss grad av ekspansiv finanspolitikk. Kvalitetsselskaper kunne da bli en trygg havn i en urolig tid. Koronakrisen krevde enda sterkere tiltak fra både sentralbanker og statsbudsjetter, og igjen gav kvalitetsselskaper en bedre avkastning i et turbulent år.

Figuren viser at det er enkeltår hvor kvalitetsselskaper gir svakere avkastning. Det er også treårsperioder, illustrert ved linjefrafene, hvor denne type selskaper gir lavere avkastning enn markedet. Likevel er det ingen 10-års periode hvor ikke MSCI All Countries Quality har gitt meravkastning over MSCI All Countries. I fremtiden kan vi heller 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 aktivaklassene for aksjer og vektingen av denne, vil vi anbefale investor å følge vår filosofi for forvaltervalg og fondsseleksjon.

FIGUR 13
Avkastning for investeringsstilen kvalitet målt mot verdensindeksen



ESG: miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring

Miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring (ESG) er naturlig knyttet til vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Vi søker å finne forvaltere som investerer i selskaper med bærekraftige forretningsmodeller. I vår forvalterseleksjonsprosess analyserer vi og har en dialog med forvalterne hva angår ESG i bred forstand.

Industrifinans er medlem av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif). Norsif er en uavhengig forening for kapitaleiere, forvaltere, tjenestetilbydere og bransjeorganisasjoner med interesse for ansvarlig og bærekraftig forvaltning. Norsif skal fremme kunnskap om og bidra til utviklingen av fagområdet ansvarlige investeringer i finansbransjen og blant andre interessenter.

Vi søker å være løpende oppdatert på beste internasjonale praksis og følger utviklingen i anbefalinger og standardutvikling. **FIGUR 14** er en illustrasjon over noen av elementene som opptar investorer. Sentrale retningslinjer er FNs prinsipper for ansvarlige investeringer (UN PRI), FNs Global Compact og FNs bærekraftsmål (SDG). Vi oppfordrer forvaltere til å signere UN PRI dersom de ikke allerede har gjort det. I tillegg har vi et bevisst forhold til hvilke fond som velger å følge de etiske vurderinger som Etikkrådet til Statens Pensjonsfond Utland (SPU) kommer fram til.

Vi tror at **bevissthet rundt ESG vil bidra til god verdiskaping i selskapene over tid**. Manglende bevissthet rundt miljøansvar er ikke nødvendigvis en kostnad på kort sikt, men vil kunne representere skjulte forpliktelser ved mulig framtidige miljøavgifter, som skaper usikkerhet rundt forventningene til framtidig inntjening. 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 ønsker at våre forvaltere skal ha et aktivt eierengasjement i selskapene de er investert i for å sikre **god selskapsstyring**. Vi ønsker at forvaltere følger anbefalingen til Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (NUES) eller tilsvarende internasjonale standarder. Et viktig fokus innen aktivt eierskap innebærer å delta på generalforsamlinger og stemme for de aksjene fondene eier. Aktivt eierskap kan benyttes som et virkemiddel for å realisere verdier for aksjonærene gjennom blant annet å forbedre selskapenes selskapsstyring. Sentrale områder er å sikre likebehandling av aksjonærer, et tilstrekkelig uavhengig styre og balanserte kompensasjonsmodeller.

Vi vurderer alle fond i vår forvalterseleksjonsprosess med hensyn til ESG. For hvert fond som inngår i investeringsbeslutningen, skriver vi et tilhørende fondsnotat med et eget kapittel om ESG, hvor fondets ESG-tilnærming beskrives. Nærmere bestemt beskriver vi hvorvidt fondet integrerer ESG i sin investeringsprosess, om fondet ekskluderer spesifikke sektorer eller om fondet benytter andre tilnærminger til ESG. I fondsnotatet fremkommer det også om fondets forvalterforetak har signert UN PRI eller om fondet eksplisitt følger de etiske vurderinger som Etikkrådet til SPU kommer frem til.

I våre møter med forvaltere får vi løpende oppdatering på deres arbeid innen ESG. I tillegg krever vi full åpenhet om forvalternes porteføljer. Som forvalter av andres kapital anser vi det som helt nødvendig å vite hva investor eier.

Industrifinans benytter seg blant annet av analyse fra MSCI ESG, en av verdens største leverandører av ESG-analyser og data. Ved hjelp av MSCI ESG kan vi overvåke hvilke selskaper som er i brudd med internasjonalt anerkjente normer, som FNs Global Compact. Vi kan også overvåke og filtrere porteføljene basert på en lang rekke kundespesifikke kriterier.

FIGUR 14
Industrifinans – en god samtalepartner om miljø, sosialt ansvar og selskapsstyring

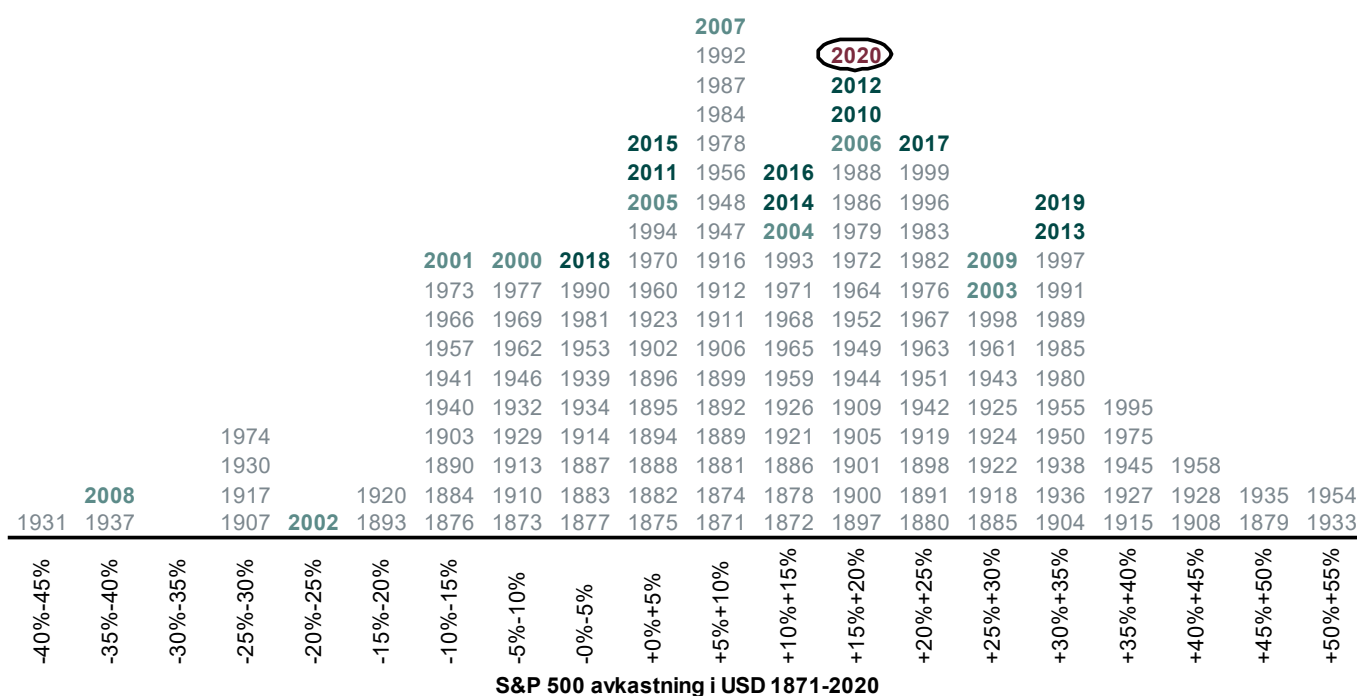


Kilde: MSCI ESG, Industrifinans, januar 2021

God aksjeavkastning i 2020

Selv om 2020 har vært et år med mye menneskelig lidelse som en konsekvens av pandemien, sosial nedstengning og tilhørende problemer, har det amerikanske aksjemarkedet gitt en god absoluttavkastning. **FIGUR 15** viser at kun tre av årene i forrige tiår gav bedre avkastning. Når finanspolitiske virkemidler støttet opp om allerede sterke pengepolitiske virkemidler, ristet markedene fort av seg pessimismen og neddiskonterte en løsning med vaksinasjon og gjenåpning av økonomiene.

FIGUR 15
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Nordea Investment Management, 31.12.2020

Ansvarsbegrensning. Dette markedsbrevet 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.