

Kvalitetsaksjer viser vei ut av krisen

Oslo, 13. april 2021

En refleksjon

“In the short run, the market is a voting machine. In the long run, it is a weighing machine.”

Benjamin Graham

Makro

Det internasjonale pengefondet (IMF) har nylig publisert World Economic Outlook. Igjen oppjusteres forventningene til global, økonomisk vekst, men IMF understreker at det er fire faktorer som skaper ekstra høy usikkerhet rundt forventningene:

- 1) Den videre utviklingen av pandemien er avhengig av at vaksinasjonsprogrammene ikke blir mindre effektive på grunn av nye mutasjoner av viruset.
- 2) Finans- og pengepolitiske virkemidler bør være balanserte og godt kommunisert.
- 3) Endring av finansielle rammevilkår kan skape sterk usikkerhet.
- 4) Folks evne til å tilpasse sin økonomiske virksomhet til foreløpig fortsatt begrensninger i mobilitet og nærhet.

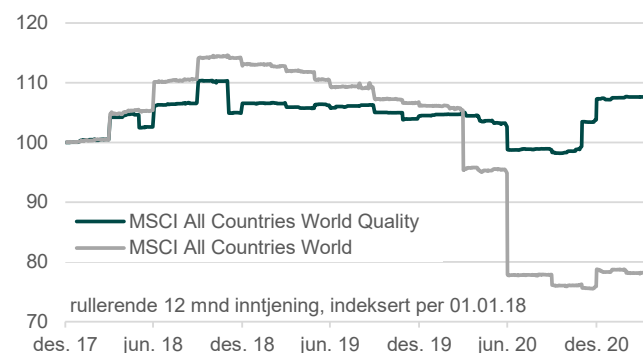
Hva punkt 1 angår, henviser IMF til data fra [Our World In Data](#). Denne organisasjonen, som er tilknyttet Oxford University, rapporterer at 5 % av befolkningen i verden fått minst en dose vaksine per 8. april. 22 % og 14 % av befolkningen i henholdsvis Nord-Amerika og Europa har fått minst én dose, mens de andre regionene ikke har kommet like langt. Israel er nasjonen som leder an, der 61 % av befolkningen har fått minst én vaksinedose. Tallene skinner som et lys i enden av pandemitunnelen, men viser også at det tar tid å komme ut av den.

Med hensyn til punkt 2 har spesielt USA, EU og Japan omfattende og aktive finanspolitiske tiltak. President Biden utarbeider en ny og vidtrekkende infrastrukturpakke opp mot 15 % av egen BNP for å ta igjen mange års manglende investeringer, men det er også et grønt skifte. EUs nye instrument for innhenting i økonomien, NextGenerationEU, implementeres videre i år. Til sist har også Japan annonsert nye tiltak tilsvarende om lag 20 % av eget BNP.

I lys av punkt 3 påpeker TS Lombard i sin Daily Note av 7. april at de sterke finanspolitiske tiltakene i USA som nevnt i punkt 2 kan bli en medvirkende årsak til at Federal Reserve (Fed) mot sommeren kan annonsere en noe mindre ekspansiv pengepolitikk. TS Lombard viser til at Fed allerede tror på arbeidsledighet nede på 4,5 % ved utgangen av året, og at de vil følge opp sine vurderinger med handling.

Under punkt 4 er poenget i hvilken grad folk tilpasser virksomhetene og bedriftene sine slik at den gjenstående tiden med smittevern ikke legger overdrevne dempere på deres inntekter og inntjening. For økonomien som helhet har kvalitetselskaper skilt seg positivt ut. Kvalitetselskaper er per definisjon mer solide enn selskaper flest. De har gjerne også hatt produkter eller tjenester folk har etterspurt også gjennom krisen, og er således mindre konjunktursensitive. Flere av dem har i tillegg hatt fremtidsrettede produkter og teknologi som bare har blitt mer verdifull i en slik tid.

Kvalitetsaksjenes inntjening har vært mer stabil



Kilde: Bloomberg og Industrifinans

Figuren over viser rullerende 12 måneders inntjening for MSCI All Countries World Quality versus MSCI All Countries World. Førstnevnte er et estimat på utviklingen hos kvalitetselskaper, mens sistnevnte er den brede verdensindeksen for aksjer. Grafen viser at kvalitetsaksjenes inntjening i 2020 var like høy som i 2019, mens den brede verdensindeksen for aksjer hadde betraktelig lavere inntjening i 2020. De siste kvartalene har også sistnevnte styrket seg.

Den sterke fundamentale kvaliteten i kvalitetsaksjene ble tidlig verdsatt av markedet og var med å gi dem relativt høyere avkastning da markedet steg igjen etter krisen. Utover høsten kom en sterk innhenting i den generelle økonomien slik at også andre typer av selskaper fikk god avkastning i markedet.

Vi ser fortsatt en innhenting i den underliggende økonomien, er bevisst den risiko som endringer i finans- og pengepolitikk utgjør, men er overbevist om at fundamentalt gode og velstyrte selskaper fortsatt er attraktive investeringer i det lange løp.

Avkastning – hittil i år

Avkastningen til verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, i norske kroner hittil i år per 31. mars var 4,3 %. Tilsvarende avkastning sikret til NOK var 5,9 %.

Blant sektorene i samme periode, gav MSCI sin energiindeks best avkastning med 17,4 %, fulgt av finans med 11,1 %. Avkastningen i konsumsektoren var derimot negativ med fall på -1,1 %. MSCI Emerging World gav 2,0 % i samme periode. MSCI All Countries Value, som måler avkastningen på selskaper med lavere verdsetting, gav 8,6 % avkastning i samme periode. Den sykliske veksten ved innhenting etter koronakrisen var også i mars en viktig forklaring for hvilke deler av aksjemarkedet som har hatt sterkest avkastning hittil i år. Avkastningen på MSCI-indeksene er oppgitt i NOK.

Oslo Børs, målt ved OSEFX-indeksen, hadde steget med 8,3 % hittil i år, per 31. mars.

Rentenivået for NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet og tre års rentedurasjon var 1,5 % per 31. mars, mot 1,2 % ved årsskiftet. Avkastningen var -0,6 % i samme periode.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner var 5,7 % per 31. mars, mot 7,4 % ved inngangen til året. Avkastningen var 4,0 % i samme periode.

Rentenivået for Bloomberg Barclays Global Aggregate indeks var 1,2 % i USD per 31. mars, mot 0,8 % ved nyttår. Rentenivået for Bloomberg Barclays Global High Yield indeks var 4,6 % i USD per 31. mars, mot 4,5 % ved årsskiftet.

Hittil i år, per 31. mars, har gullprisen falt med 10,0 %. Bloombergs indeks for industrimetaller har derimot steget med 7,5 % i samme periode, inklusive et tilbakefall i mars. Også dette er i tråd med den sykliske veksten ved innhenting etter koronakrisen. Råvareprisene er målt i USD.

Oljeprisen (Brent) var per 31. januar USD 63,5, som er 22,7 % høyere enn ved utgangen av 2020, og på samme nivå som ved utgangen av 2019.

Lakseprisen for eksport var 62,1 kr/kg per 31. mars. Prisen har steget med 34,2 % hittil i år per 31. mars, målt i NOK. Prisen har de siste fem årene svingt mellom 50 og 70 kr/kg.

Hittil i år, per 31. mars, hadde USD, EUR og SEK svekket seg mot NOK med henholdsvis 0,3 %, 4,3 % og 6,1 %. I et kvartal preget av syklisk oppgang etter koronakrisen styrkes NOK som en valuta nærmere knyttet til en noe mer syklisk, norsk økonomi.

Likviditet, verdi og sentiment

Verdsettingen av norske obligasjoner har blitt høyere, både ved at statsrentenivået har falt og at kredittpåslaget har falt. Kredittpåslaget er den ekstra løpende avkastningen investor krever, ut over hva de får fra statsobligasjoner, for å bære kredittrisiko.

Utviklingen i kredittpåslaget for norske obligasjoner med høy kredittverdighet og høyrenteobligasjoner er vist i figuren til høyre. Etter den sykliske oppgangen i innhenting etter koronakrisen har kredittpåslagene falt tilbake til nivåene forut for krisen. Disse nivåene er igjen blant de laveste siden indeksen oppstart for vel seks år siden. God likviditet i form av gode finansielle rammevilkår har trolig vært en sterkere drivkraft til de lave kredittpåslagene enn at den fundamentale risikoen er på historiske lave nivåer.

De fleste aktivaklasser har høy verdsetting i påvente av videre syklisk innhenting, videre vekst og god tilførsel av sentralbank-

likviditet. Vi følger med på verdsettingen og vurderer løpende aktivaklassene opp mot hverandre.

Kredittpåslagene faller til svært lave nivåer



Kilde: Nordic Bond Pricing (NBP)

Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. De siste kvartalers inntjening er styrket og pågående innhenting i økonomisk vekst bidrar positivt i finansmarkedene. Verdsettingen priser inn enda sterkere vekst, og kan sammen med mulige annonseringer av endringer i pengepolitikk utgjøre et risikomoment.

Totalt sett konkluderer vi med en viss overvekt i aktivaklasser med høyere risiko, men vurderer dette løpende. Vi har overvekt i høyrenteobligasjoner og en svak overvekt i internasjonale aksjer. Undervekten i aktivaklasser med lavere risiko er i utgangspunktet i pengemarked.

Relevante markedsindikatorer per 31. mars 2021

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	2,2 %	3,0 %	0,17 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	-0,1 %	-0,6 %	-0,6 %	2,6 %	8,2 %	11,5 %	1,54 %
NBP høyrenteobligasjoner	1,0 %	4,0 %	4,0 %	28,4 %	12,3 %	44,7 %	5,65 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0,4 %	-2,4 %	-2,4 %	2,1 %	10,8 %	14,6 %	1,35 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0,4 %	-2,5 %	-2,5 %	1,3 %	10,7 %	13,5 %	1,16 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-0,3 %	-0,2 %	-0,2 %	22,1 %	10,6 %	31,4 %	4,64 %
Oslo Børs Fondsindeks	5,2 %	8,3 %	8,3 %	53,7 %	38,7 %	87,6 %	1 073,88
Oslo Børs Hovedindeks	5,1 %	8,7 %	8,7 %	49,7 %	31,5 %	83,3 %	1 058,86
Oslo Børs Small Cap Index	6,0 %	9,9 %	9,9 %	94,9 %	28,7 %	52,6 %	824,56
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	8,2 %	12,0 %	12,0 %	52,4 %	52,9 %	156,7 %	2 641,40
Oslo Børs Eiendomsindeks	4,0 %	-3,7 %	-3,7 %	47,7 %	67,3 %	115,8 %	--
VINX Benchmark Cap	2,3 %	4,2 %	4,2 %	34,6 %	58,2 %	87,4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1,4 %	4,3 %	4,3 %	27,2 %	53,7 %	92,3 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	3,5 %	5,9 %	5,9 %	48,3 %	--	--	--
MSCI Developed World	2,0 %	4,7 %	4,7 %	26,8 %	56,7 %	93,6 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	2,9 %	5,9 %	5,9 %	21,8 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-2,8 %	2,0 %	2,0 %	30,3 %	31,8 %	82,8 %	--
MSCI Frontier World	-1,0 %	0,5 %	0,5 %	14,6 %	4,7 %	42,5 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	1,8 %	3,8 %	3,8 %	19,3 %	28,7 %	53,3 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3,2 %	6,3 %	6,3 %	17,4 %	15,8 %	40,5 %	--
MSCI Developed North America	2,4 %	5,3 %	5,3 %	30,5 %	72,2 %	114,8 %	--
MSCI Emerging Latin America	3,3 %	-5,6 %	-5,6 %	23,5 %	-9,5 %	26,1 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-3,4 %	2,5 %	2,5 %	30,5 %	41,6 %	91,5 %	--
MSCI Japan	-0,2 %	1,3 %	1,3 %	15,0 %	31,2 %	70,2 %	--
MSCI AC Communication Services	-1,0 %	6,3 %	6,3 %	29,6 %	69,0 %	60,4 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0,1 %	2,0 %	2,0 %	46,2 %	76,8 %	118,9 %	--
MSCI AC Consumer Staples	4,7 %	-1,1 %	-1,1 %	2,6 %	34,1 %	37,9 %	--
MSCI AC Energy	0,8 %	17,4 %	17,4 %	23,4 %	-6,7 %	9,2 %	--
MSCI AC Financials	2,9 %	11,1 %	11,1 %	29,2 %	22,9 %	69,3 %	--
MSCI AC Health Care	1,0 %	0,2 %	0,2 %	7,2 %	58,7 %	78,6 %	--
MSCI AC Industrials	4,4 %	7,2 %	7,2 %	33,5 %	43,6 %	81,4 %	--
MSCI AC Information Technology	-0,9 %	1,5 %	1,5 %	41,3 %	116,9 %	232,4 %	--
MSCI AC Materials	2,1 %	6,1 %	6,1 %	45,3 %	47,1 %	103,1 %	--
MSCI AC Real Estate	2,9 %	5,7 %	5,7 %	7,1 %	27,7 %	34,3 %	--
MSCI AC Utilities	6,0 %	0,3 %	0,3 %	1,1 %	41,7 %	46,9 %	--
USDNOK	-1,3 %	-0,3 %	-0,3 %	-17,7 %	9,2 %	3,4 %	8,55
EURNOK	-4,1 %	-4,3 %	-4,3 %	-12,6 %	3,8 %	6,6 %	10,03
GBPNOK	-2,5 %	0,5 %	0,5 %	-8,7 %	7,2 %	-0,8 %	11,78
SEKNOK	-4,6 %	-6,1 %	-6,1 %	-6,7 %	4,2 %	-3,8 %	0,98
Bloomberg Commodity	2,6 %	11,5 %	2,6 %	7,3 %	-6,8 %	9,9 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-0,6 %	7,7 %	7,7 %	35,4 %	6,3 %	-1,4 %	--
Brent Crude (ICE)	-3,9 %	22,7 %	22,7 %	179,4 %	-9,6 %	60,5 %	63,54
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	21,5 %	34,2 %	34,2 %	5,3 %	-4,7 %	-0,7 %	62,06
Gull spot	-1,5 %	-10,0 %	-10,0 %	8,3 %	28,8 %	38,5 %	1 707,71
Aluminium spot	1,8 %	10,8 %	10,8 %	46,6 %	10,1 %	44,8 %	2 187,50
Kobber spot	-3,8 %	13,4 %	13,4 %	77,9 %	31,6 %	80,1 %	8 787,75

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 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.