

Kvalitet holder i det lange løp

Oslo, 7. juni 2021

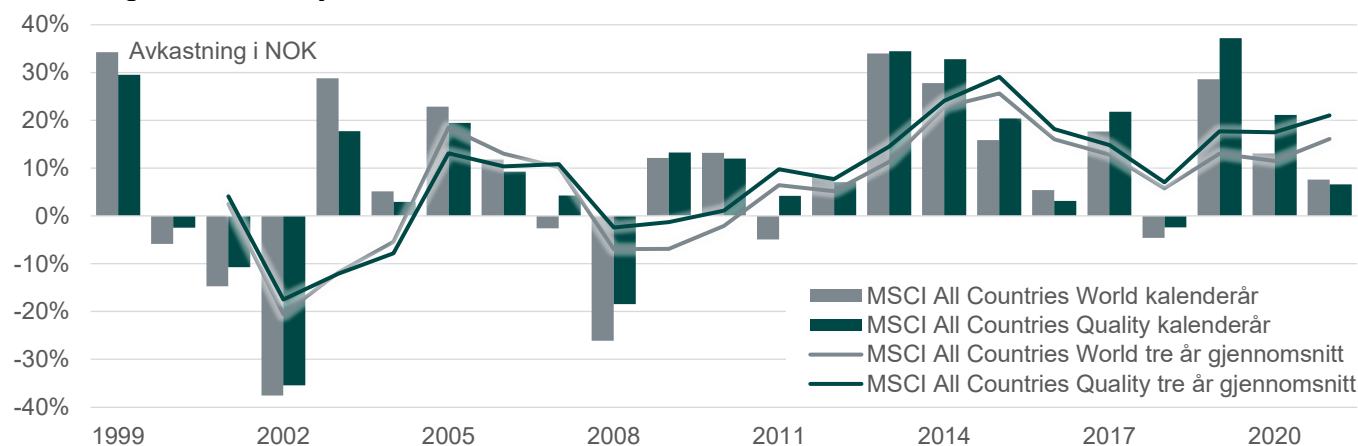
En refleksjon

«A good company is one which creates value for its shareholders by making a high return on capital – significantly above its cost of capital – across the business and economic cycle.»

Investing for growth – how to make money by only buying the best companies in the world, side 141, Terry Smith, Harriman House, 2020

Kvalitet som investeringsfilosofi

Avkastning for kvalitetsaksjer



Kilde: Bloomberg og Industrifinans

Figuren over viser avkastningen til MSCI All Countries World og MSCI All Countries Quality. Førstnevnte er den brede verdensindeksen for aksjer, mens sistnevnte består av aksjer som oppfyller noen fundamentale kriterier for kvalitet. Disse kriteriene er sterk egenkapitalavkastning, god soliditet og stabil vekst i inntjeningen. De to siste søylene er avkastningen hittil i år, per 31. mai.

Vi er overbevist om at **kvalitetsselskaper** bør utgjøre en bærebjelke i aksjeinvesteringene til en langsiktig investor. 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. Dette gjør vi gjennom å finne dyktige forvaltere som nøye velger og overvåker disse selskapene.

Med **langsiktighet** mener vi at tross kortsiktige svingninger, vil fundamental verdiskaping over tid reflekteres i aksjeprisen. Den langsiktige investor tenker mer som en industriell eier, 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.

Figuren over viser at på sikt gir god kvalitet uttelling i avkastningen, men det er ikke slik hvert eneste år. Eurokrisen kom i 2011. I 2012 ble andre typer aksjer løftet. I 2016 og 2017 løftet på ny tidevannet av makroøkonomisk vekst opp alle typer aksjer, slik at kvalitetsaksjer ble hengende etter i 2016. Allerede i 2017 kom likevel kvalitetsaksjene tilbake, året under ett. TS Lombard publiserte ny rapport 4. juni 2021 med tittel «Growth, value or ... quality?». Der viser de hvordan verdiaksjer har historisk hatt medvind når økonomien har vært i fasene for innhenting og ekspansjon. Når ekspansjonsfasen går over i fasen for avdemping, mener de kvalitetsaksjer kommer i vinden.

I 2020 kom pandemien med Covid-19. Kvalitetsaksjer har kommet best ut av krisen til nå, både fundamentalt i inntjeningen og markedsmessig i avkastningen for 2020 og 2021, samlet sett. Finanspolitikk drev dog fram ny syklisk vekst, og løftet aksjemarkedet bredt, spesielt fra og med i fjor høst. Siden da har verdiaksjer hatt klart best avkastning. Dette

reflekteres i avkastningen hittil i år for 2021, hvor kvalitetsaksjer har hatt noe lavere avkastning enn gjennomsnittet.

Det finnes eksempel på at slike perioder har vart lenge. I oppgangen etter teknologiboblen, var det flere etterfølgende år med positiv absoluttavkastning, men hvor andre typer aksjer enn kvalitetsaksjer hadde en relativt bedre avkastning.

Absoluttavkastning for aksjer er derimot gjerne positiv i perioder med inflasjon koblet til ekspansjon. Inflasjons-

forventningene, som vi har diskutert i tidligere månedsbrev, materialiserer seg ved siste målinger av realisert inflasjon. Skulle ytterligere ekstraordinær innhenting av realøkonomisk vekst fortsette med tilhørende styrket inflasjon, er det nok en risiko for fortsatt mindreavkastning hva kvalitetsaksjer angår. Dersom ikke inflasjonen utløser mindre ekspansiv pengepolitikk, vil dette dog kunne skje i en periode med fortsatt positiv absoluttavkastning.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 7,6 % avkastning siden nyttår, målt i NOK. De selskapene som har bidratt sterkest til avkastning har vært Alphabet (Google) og Microsoft. Energi er har gitt best avkastning blant sektorene, med 21,0 % avkastning for MSCI All Countries Energy. Sektoren er likevel liten, og det er finans som har bidratt med nesten en tredjedel av den brede verdensindeksens avkastning. Investeringsstilen kvalitet har

gitt lavere avkastning hittil i år, men meravkastning siste 3, 5 og 10 år, som diskutert på første side av månedsbrevet.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner er 5,7 % per 31. mai, mot 7,4 % ved nyttår. For Bloomberg Barclays Global High Yield er den løpende renteavkastningen 4,3 % per 31. mai, mot 4,5 % per nyttår. Lavere kredittpåslag har bidratt til lavere løpende renteavkastning, spesielt for norske høyrenteobligasjoner.

Likviditet, verdsetting og sentiment

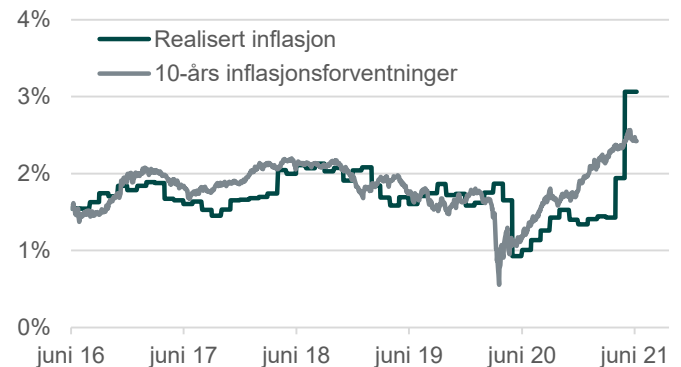
Industrifinans Kapitalforvaltning søker som kjent fundamentalt orienterte forvaltere med en langsiktig investeringshorisont. Vi anerkjenner likevel at markedet kan ha en egen dynamikk på kortere sikt. De viktigste interne markedsfaktorene er likviditet, verdi og sentiment.

Likviditeten er en faktor med flere aspekter. Den globale sentralbanklikviditeten er god. Sentralbankbalansene i USA og i eurosoneen har økt drastisk som respons på koronakrisen. Det er en viss usikkerhet knyttet til moderering av de ekstraordinære tiltakene ved rentemøtet i Federal Reserve 15.-16. juni. Figuren til høyre viser hvordan realisert inflasjon nå har styrket seg. Noe av dette er en overgangseffekt etter krisen, men også langsiktige inflasjonsforventninger er godt forankret over målsetningen på 2 %. Sysselsetting, som sentralbankens andre delmål, har kommet godt tilbake, men er lavere enn før krisen.

Verdsetting av finansielle instrumenter i markedet er generelt høy, og vi følger også særskilt verdsettingen av de aksjer som inngår i våre utvalgte fond. Som etter finanskrisen, stiger prisene på aktiva sterkere enn den fundamentale inntjeningen og kontantstrømmen, basert på sterke forventninger til

forbedringer. Denne gangen har også aksjeprisene steget sterkere enn det konsensusforventningene til inntjening og kontantstrøm skulle tilsi.

Amerikansk inflasjon er rundt sentralbankens målsetning



Kilde: Bloomberg

Sentimentet er fortsatt sterkt. Rent fundamentalt er det basert på forventninger til videre innhenting i økonomien og selskapene og fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

Konklusjon

Vi endrer ikke taktisk allokering. Den underliggende økonomiske utviklingen og likviditeten er god. Pengepolitikken er dog i en fase for revurdering, spesielt hos Federal Reserve, opp mot høyere forventet og oppnådd inflasjon. Markedets verdsetting er høy.

Totalt sett konkluderer vi med overvekt i høyrenteobligasjoner og en svak overvekt i internasjonale aksjer, men vurderer denne posisjonen løpende.

Relevante markedsindikatorer per 31. mai 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 %	0.1 %	0.1 %	0.1 %	2.2 %	3.1 %	0.1 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0.0 %	0.3 %	-0.2 %	0.4 %	7.7 %	11.8 %	1.6 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0.8 %	2.6 %	5.6 %	18.7 %	12.7 %	41.2 %	5.7 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	0.2 %	0.2 %	-1.8 %	0.5 %	11.7 %	14.3 %	1.3 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	0.2 %	0.1 %	-2.0 %	-0.1 %	11.5 %	13.4 %	1.1 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0.6 %	1.7 %	1.9 %	14.1 %	14.0 %	29.2 %	4.3 %
Oslo Børs Fondsindeks	2.5 %	9.9 %	13.1 %	40.8 %	32.4 %	82.9 %	1 121.6
Oslo Børs Hovedindeks	2.8 %	9.9 %	13.6 %	38.9 %	26.4 %	79.3 %	1 106.6
Oslo Børs Small Cap Index	-0.4 %	9.7 %	13.8 %	62.4 %	19.5 %	52.0 %	853.8
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	2.8 %	15.7 %	19.8 %	39.8 %	68.3 %	181.9 %	2 824.9
Oslo Børs Eiendomsindeks	4.7 %	8.8 %	0.7 %	36.6 %	59.0 %	106.6 %	--
VINX Benchmark Cap	4.2 %	9.8 %	11.8 %	31.8 %	64.5 %	95.8 %	--
MSCI All Countries (AC) World	1.6 %	4.6 %	7.6 %	21.5 %	50.3 %	92.9 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	1.1 %	8.4 %	10.9 %	35.7 %	--	--	--
MSCI Developed World	1.5 %	5.4 %	8.1 %	20.5 %	52.5 %	93.4 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	1.0 %	9.5 %	11.5 %	35.0 %	--	--	--
MSCI Emerging World	2.4 %	-0.8 %	4.1 %	29.4 %	34.2 %	90.4 %	--
MSCI Frontier World	4.1 %	7.1 %	8.8 %	17.5 %	23.5 %	46.3 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	4.3 %	7.9 %	10.0 %	22.1 %	31.6 %	57.5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	5.4 %	9.4 %	12.7 %	15.6 %	28.1 %	52.9 %	--
MSCI Developed North America	0.8 %	5.8 %	8.7 %	21.3 %	65.7 %	114.2 %	--
MSCI Emerging Latin America	8.1 %	12.6 %	2.9 %	27.3 %	11.4 %	43.6 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1.5 %	-1.9 %	4.0 %	29.5 %	37.6 %	95.2 %	--
MSCI Japan	1.6 %	-2.9 %	-1.4 %	7.3 %	22.8 %	58.0 %	--
MSCI AC Communication Services	0.0 %	2.2 %	9.8 %	22.5 %	74.8 %	64.5 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-1.0 %	0.6 %	2.5 %	28.6 %	66.7 %	118.5 %	--
MSCI AC Consumer Staples	3.4 %	8.2 %	2.2 %	4.8 %	37.4 %	40.5 %	--
MSCI AC Energy	5.8 %	4.0 %	21.0 %	15.4 %	-15.8 %	5.8 %	--
MSCI AC Financials	5.1 %	10.0 %	18.8 %	36.1 %	30.3 %	73.5 %	--
MSCI AC Health Care	2.3 %	4.5 %	3.7 %	2.1 %	55.3 %	74.5 %	--
MSCI AC Industrials	3.0 %	7.6 %	10.5 %	28.4 %	41.7 %	82.7 %	--
MSCI AC Information Technology	-0.8 %	0.6 %	3.0 %	26.9 %	100.9 %	233.1 %	--
MSCI AC Materials	4.1 %	9.6 %	13.8 %	38.2 %	47.9 %	109.8 %	--
MSCI AC Real Estate	1.5 %	7.0 %	10.0 %	9.5 %	26.2 %	38.5 %	--
MSCI AC Utilities	-0.2 %	5.8 %	0.1 %	0.0 %	35.5 %	46.2 %	--
USDNOK	0.1 %	-3.9 %	-2.9 %	-14.3 %	1.8 %	-0.6 %	8.3
EURNOK	1.8 %	-2.6 %	-2.9 %	-5.6 %	6.5 %	9.2 %	10.2
GBPNOK	3.0 %	-2.0 %	0.9 %	-1.4 %	8.8 %	-2.5 %	11.8
SEKNOK	2.1 %	-2.3 %	-3.8 %	-2.6 %	8.1 %	-0.2 %	1.0
Bloomberg Commodity	2.7 %	8.9 %	18.9 %	46.2 %	6.3 %	15.1 %	--
Brent Crude (ICE)	3.1 %	4.8 %	33.8 %	96.2 %	-10.7 %	39.5 %	69.3
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	3.9 %	24.4 %	37.4 %	-2.9 %	-13.8 %	10.7 %	63.5
Gull spot	7.8 %	10.0 %	0.4 %	10.2 %	46.9 %	56.9 %	1 906.9
Aluminium spot	2.1 %	14.4 %	24.6 %	61.1 %	7.4 %	59.3 %	2 458.5
Kobber spot	4.3 %	12.1 %	32.3 %	91.5 %	49.7 %	118.2 %	10 248.3

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.