

## Kinesisk regulering av privatskoler i et større perspektiv

Oslo, 9. august 2021

### En refleksjon

«Assume such things will happen in the future and invest accordingly. But don't misinterpret these wiggles as changes in trends, and don't expect this Chinese state-run capitalism to be exactly like Western capitalism.»

Ray Dalio: *Understanding China's Recent Moves in Its Capital Markets*, 31. juli 2021

### Fall i kinesiske teknologiaksjer etter frykt for nye innstramminger

Det kinesiske kommunistpartiet har over flere tiår valgt markedsøkonomi som en strategi for økt brutto nasjonalprodukt. Private aktører har sluppet til på mange områder som ellers gjerne kunne forventes være underlagt statlig styring. Også innen utdanningssektoren har private aktører etablert seg, og blant dem er store, profitable og børsnoterte selskaper, som er ettertraktede investeringsobjekter for internasjonale investorer.

Opptaksprøven for kinesisk høyere utdanning er nåløyet for kinesiske studenter. Denne kalles for gaokao. Privatundervisning forut for denne prøven og andre typer ekstraundervisning over internett er produkter i den private utdanningssektoren i Kina.

I siste del av juli publiserte sentralkomiteen i Kinas kommunistparti og den kinesiske regjeringen sitt felles dokument «Guidelines for Further Easing the Burden of Excessive Homework and Off-campus Tutoring for Students at the Stage of Compulsory Education». Dette dokumentet var igjen forankret i den 19. nasjonalkongressen i Kinas kommunistiske parti. I siste del av punkt 13 av dokumentets omfattende 30 punkter berøres finansiering. Det statlige nyhetsselskapet Xinhua oppsummerer dette slik:

- 1) Privatundervisning av skolepensum skal ikke være for profit.
- 2) Privatundervisning av skolepensum skal ikke skje i virksomheter som søker børsnotering.

Dette dokumentet var med på å utløse et videre aksjefall blant utdanningsselskaper, men frykten gjaldt også teknologi-selskaper mer generelt, som framgår av figuren til høyre.

Et naturlig spørsmål fra en investor er hvorvidt dette er en forbigående innstramning eller en større kursendring. Svaret kan finnes om investor ser den politiske endringen i et større perspektiv i form av utviklingen i kinesisk utdanning.

[Det kinesiske utdanningsdepartementet](#) løfter fram to forventede konsekvenser av femårsplanen for 2021-2025 som departementet selv ser som relevant for kinesisk utdanning:

- a) Sterkere grad av like muligheter for alle i utdanningen
- b) Høyere kvalitet i utdanningen

Punkt a) berører en sentral sak for kinesiske myndigheter, som har vært fattigdomsbekjempelse. Størstedelen av kinesiske familier har ikke hatt økonomisk fleksibilitet til å betale for privatundervisningen for å gi sine barn større mulighet for innpass i høyere utdanning. Dette rammeverket viser at i det større perspektivet er regulering av profitt knyttet til overordnede mål i det kinesiske utdanningssystemet. Det skulle tilsi at begrensningen av profittsøkende utdanningsvirksomhet er en varig endring.

#### Fall i kinesiske teknologiaksjer etter ny regulering



Kilde: Bloomberg

Et annet spørsmål er om utdanningsreguleringen sammen med andre reguleringer i sum kan anses som tiltak mot teknologisektoren generelt. Skyss-selskapet Didi har fått sin app regulert etter myndighetenes spørsmål om sikkerhet, og det er høring om regler for cybersikkerhet for selskaper som søker utenlandsk børsnotering.

Svaret kan igjen finnes i det større perspektivet. Jmfør refleksjonen fra Ray Dalio over, bør en investor være klar over reguleringsrisiko ved sine investeringer. Han løfter i samme [artikkel](#) perspektivet fra usikkerhet rundt tolkning av enkeltreguleringer til de store trendene. Han mener at markeds-konsekvensene av den siste utviklingen i regulering i Kina egentlig er små sammenlignet med vestlig intervensjoner via pengepolitikk og at hovedtrenden for kinesisk markedsøkonomi ikke bør trekkes i tvil. Han avslutter dog med et hjertesukk: «Having said that, I do think that it is unfortunate that Chinese policy makers don't publicly communicate the reasoning behind their moves more clearly.»

## Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 16,4 % avkastning siden nyttår per 31. juli, målt i NOK.

Oljeprisen har steget 47,4 % siden nyttår per 31. juli, målt i USD, og energisektoren har gitt best avkastning blant sektorene i samme tidsrom, med 24,6 %, målt i NOK. De sykliske aksjene hadde generelt sterk avkastning første halvår.

## Likviditet, verdsetting og sentiment

Vi tror på å være strategisk investert i kvalitetsaksjer i det lange løp. De tre faktorene i overskriften er for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategien.

**Verdsetting** har vært vanskelig å måle i den pågående pandemien, da den realiserte inntjeningen har vært preget av den forbigående lave inntjeningen i første og andre kvartal 2020. Det har vært flere slike turbulente perioder hvor inntjeningen har falt. Figuren til høyre viser med stiplede linje pris på inntjening (P/E) siste 12 måneder siden 1998. I den perioden har vi hatt både sprekken i teknologiboblen, finanskrisen og koronakrisen, hvor inntjeningen falt alle tre gangene. For å få et mer jevnt bilde av utviklingen i P/E, jevner vi ut verdiene i perioden med ekstraordinær lav inntjening. Figuren viser at verdsettingen basert på siste 12 måneder er høyere nå enn på lenge, selv når vi jevner ut grafen. Dette gjelder både P/E siste 12 måneder og P/E neste 12 måneder.

De fire kvartalene som har fulgt deretter har hatt inntjening på om lag samme nivået som før krisen, og vi kan sammenligne verdiene i siste punkt på grafene, per juni, med historiske verdier. Etter rapporteringen i slutten av juni 2021, er nå siste 12 måneders inntjening over nivået ved utgangen av 2019. Rentefallet ved koronakrisen kan være en forklaringsvariabel, men verdsettingen er også høyere enn årene fra 2009 til 2014, forrige periode med tilnærmet nullrenter fra sentralbankene.

Troen på gjeninnhenting av inntjening i gjenåpningen er ikke lenger nok til å forsvare dagens verdsetting, da inntjeningen allerede har hentet seg inn etter krisen. Verdsettingen baserer seg derfor på forventninger om ny og ytterligere inntjeningsvekst.

Det tar lengre tid å samle statistikk for globalt brutto nasjonalprodukt per første halvår, men PMI-indeksene for næringslivets aktivitet indikerer at veksten også på samfunnsøkonomisk plan langt på vei er normalisert.

## Konklusjon

Vi anbefaler å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Vi justerer ned overvekten i aktivklasser med høyere risiko. Verdsettingen er høy og generelt stigende. Sentimentet er godt for store

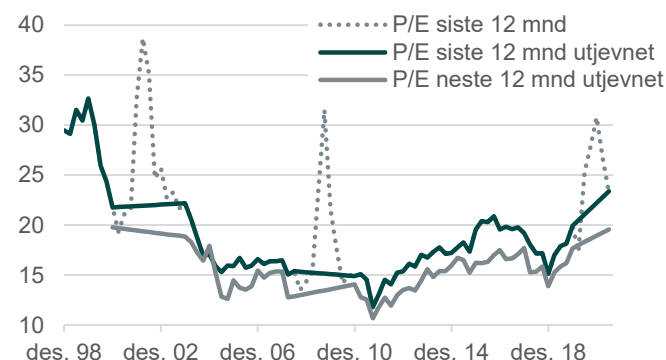
Kvalitetsaksjer, som målt ved MSCI All Countries Quality har kommet sterkere tilbake de siste tre månedene, og har nå sterkest avkastning hittil i år.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner er 5,5 % per 30. juli, mot 7,4 % ved nyttår. For Bloomberg Barclays Global High Yield er den løpende renteavkastningen 4,4 % per 30. juli, mot 4,5 % per nyttår.

**Sentimentet** er fortsatt sterkt. Rent fundamentalt er det basert på forventninger til enda høyere inntjening enn før koronakrisen og fortsatt ekspansiv pengepolitikk.

Usikkerhet oppstod i juli for mulig negativ effekt av deltavarianten, samt den nevnte kinesiske reguleringen av utdanningsselskaper. De viser begge større nervøsitet i markedet etter mange måneders oppgang.

### Verdsetting MSCI ACWI utjevnet for ekstremverdier



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

**Likviditeten** har potensiale til å bli tungen på vektskålen for den videre markedsutviklingen. Likviditeten fra sentralbankene er god. Inflasjonen er allerede etablert over sin målsetning i USA, og arbeidsledigheten ventes i 2022 å komme ned på det nivået Federal Reserve selv forventer vil bli langsiktig nivå. Dette gjør at de forventer at de selv vil beslutte renteoppgang i 2023. Markedet forventer økte styringsrenter før dette, og de kvantitative lettelsene vil nok først bli mindre ekspansive. I rentemøtet i juli diskuterte Fed hvordan en moderering vil kunne skje, selv om det ikke er fattet en beslutning om hvor mye og når det eventuelt skal skje.

selskaper, men har vært mer volatil for mindre selskaper. Likviditeten er et vippepunkt. Usikkerhet rundt noe moderering av den ultraekspansive pengepolitikken kan svekke sentimentet.

### Relevante markedsindikatorer per 31. juli 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 %	0,1 %	0,1 %	2,1 %	3,0 %	0,1 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,5 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	8,4 %	11,3 %	1,5 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,6 %	1,9 %	6,7 %	13,3 %	13,1 %	41,0 %	5,5 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	1,2 %	2,0 %	-0,2 %	0,6 %	13,6 %	13,4 %	1,2 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	1,3 %	2,0 %	-0,3 %	0,2 %	13,5 %	12,5 %	1,0 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	0,1 %	1,5 %	2,8 %	9,1 %	13,8 %	25,7 %	4,4 %
Oslo Børs Fondsindeks	1,7 %	5,6 %	16,5 %	39,1 %	33,3 %	88,3 %	1 155,4
Oslo Børs Hovedindeks	1,2 %	5,4 %	16,5 %	37,3 %	26,5 %	85,1 %	1 134,3
Oslo Børs Small Cap Index	-1,8 %	-1,2 %	12,9 %	48,3 %	20,1 %	56,4 %	846,8
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	0,6 %	5,6 %	23,1 %	42,4 %	66,7 %	191,5 %	2 904,0
Oslo Børs Eiendomsindeks	9,5 %	15,1 %	10,7 %	48,1 %	70,0 %	105,2 %	--
VINX Benchmark Cap	7,8 %	15,1 %	23,5 %	38,7 %	76,5 %	114,4 %	--
MSCI All Countries (AC) World	3,3 %	9,9 %	16,4 %	29,2 %	59,0 %	99,5 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	0,7 %	4,0 %	14,1 %	31,0 %	--	--	--
MSCI Developed World	4,4 %	11,2 %	18,4 %	31,0 %	62,4 %	103,8 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	1,7 %	5,3 %	16,2 %	33,2 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-4,3 %	1,4 %	3,1 %	17,0 %	36,1 %	71,2 %	--
MSCI Frontier World	2,2 %	12,9 %	18,0 %	34,8 %	34,3 %	61,0 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	4,5 %	11,0 %	17,2 %	28,5 %	36,8 %	67,1 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3,2 %	14,9 %	22,8 %	31,1 %	34,7 %	61,1 %	--
MSCI Developed North America	4,8 %	12,0 %	20,9 %	33,0 %	77,4 %	127,2 %	--
MSCI Emerging Latin America	-1,6 %	12,9 %	7,5 %	21,5 %	10,2 %	26,5 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-4,2 %	0,2 %	2,7 %	17,0 %	40,0 %	77,2 %	--
MSCI Japan	1,3 %	6,1 %	2,9 %	21,5 %	31,2 %	57,4 %	--
MSCI AC Communication Services	2,4 %	7,8 %	18,3 %	29,6 %	82,6 %	67,9 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	0,2 %	5,2 %	9,0 %	28,2 %	74,6 %	123,6 %	--
MSCI AC Consumer Staples	3,0 %	9,5 %	8,3 %	11,0 %	38,9 %	42,2 %	--
MSCI AC Energy	-3,5 %	8,9 %	24,6 %	29,5 %	-15,5 %	5,2 %	--
MSCI AC Financials	1,9 %	7,0 %	21,0 %	39,8 %	30,5 %	75,1 %	--
MSCI AC Health Care	5,6 %	14,9 %	16,4 %	18,3 %	63,4 %	84,3 %	--
MSCI AC Industrials	3,3 %	8,7 %	16,6 %	36,6 %	47,4 %	84,4 %	--
MSCI AC Information Technology	5,4 %	14,5 %	19,0 %	35,9 %	131,5 %	260,0 %	--
MSCI AC Materials	5,3 %	9,0 %	19,2 %	37,5 %	54,2 %	102,0 %	--
MSCI AC Real Estate	4,2 %	10,8 %	20,1 %	21,5 %	36,1 %	38,6 %	--
MSCI AC Utilities	5,2 %	5,4 %	5,7 %	7,0 %	38,5 %	44,2 %	--
USDNOK	2,6 %	6,1 %	2,9 %	-3,0 %	8,2 %	4,5 %	8,8
EURNOK	2,7 %	4,8 %	0,0 %	-2,2 %	9,9 %	11,1 %	10,5
GBPNOK	2,9 %	6,6 %	4,5 %	2,9 %	14,5 %	9,7 %	12,3
SEKNOK	2,1 %	4,4 %	-1,5 %	-1,0 %	10,6 %	4,0 %	1,0
Bloomberg Commodity	1,8 %	6,6 %	23,4 %	40,3 %	16,7 %	20,8 %	--
Brent Crude (ICE)	1,6 %	13,5 %	47,4 %	76,3 %	2,8 %	79,8 %	76,3
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	9,9 %	8,0 %	42,8 %	26,5 %	17,8 %	1,4 %	66,1
Gull spot	2,5 %	2,5 %	-4,4 %	-8,2 %	48,2 %	34,3 %	1 814,2
Aluminium spot	3,5 %	7,9 %	31,6 %	55,1 %	26,1 %	58,8 %	2 598,0
Kobber spot	3,7 %	-1,3 %	25,2 %	51,1 %	54,5 %	97,4 %	9 701,0

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, 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.