

En langsiktig investor tar del i realøkonomiens verdiskaping

Oslo, 11. oktober 2021

En refleksjon

«Our favourite holding period is forever.»

Warren Buffett, Berkshire Hathaway Letters to Shareholders

Hvordan er sammenhengen mellom realøkonomien og aksjemarkedene?

En langsiktig investor i aksjemarkedet er nærmere knyttet til den underliggende realøkonomiske utviklingen enn kortsiktige spekulanter. Når realøkonomiens verdiskaping overrasker positivt, er det naturlig at verdien vil stige på de selskapene som er sterkt delaktige i nettopp denne verdiskapingen.

En del analytikere avfeier sammenhengen mellom realøkonomiens verdiskaping og aksjemarkedet fordi de analyserer kortsiktige tall og leter etter korrelasjon mellom kortsiktige endringer i begge verdiene. Med lengre perioder trer den fundamentale sammenhengen klarere fram. BCA Research publiserte nylig sin siste Global Investment Strategy. De framhever at den intuitive sammenhengen også kan observeres i analysen av markedsavkastningen med rullerende årlig avkastning.

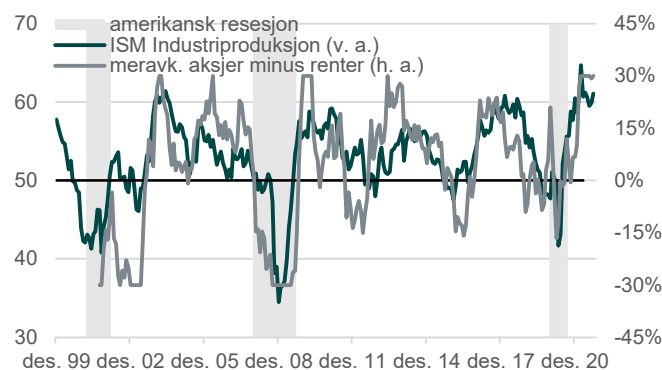
Figuren til høyre er inspirert av denne rapporten. Den grønne grafen viser rullerende 12 måneders meravkastning for den globale, brede aksjeindeksen MSCI All Countries World, sammenlignet mot Bloomberg Global Aggregate Treasuries, som er en global, bred statsobligasjonsindeks med høy kredittverdighet. Denne meravkastningen kan avleses på høyre akse. Den grå grafen er Institute of Supply Management sin velkjente indikator for industriproduksjon i USA, her brukt som en tilnærming til global industriproduksjon. Dette er en indikator basert på spørreundersøkelser blant industri-selskaper. Verdien på denne indikatoren kan avleses på venstre akse. En verdi over 50 indikerer vekst. De grå feltene indikerer periodene med amerikansk resesjon.

BCA Research framhever her at med 6-18 måneders horisont er det en sammenheng mellom *nivåene* i den globale verdiskapingen og *endringen* i verdiene i det globale aksjemarkedet. Med høyere nivå i verdiskapingen, har aksjemarkedet sterkere avkastning. Med lavere nivå for indikatoren for industriproduksjon, selv om den er over 50, har aksjemarkedet noe lavere avkastning. Vi promoterer ikke med dette å gjøre hyppige reallokeringer i et forsøk på å utnytte denne type observasjoner. Vårt poeng er å belyse at den grunnleggende forståelsen av aksjemarkedet for den langsiktige investor er sterkt forankret i den fundamentale økonomiske utviklingen.

Selv de nevnte 12 månedene er kort tid for en langsiktig investor, som gjerne investerer for de neste ti årene eller

lenger. Også over lengre perioder er den samlede utviklingen i realøkonomien sentral for grunnlaget for de samlede børsverdiene. Den tålmodige investor får derfor på virkelig lang sikt ta del i resultatene av menneskers kunnskap, kreativitet og arbeid. Underveis kan andre faktorer dominere for kortere eller lengre perioder, slik som likviditet, verdsetting eller sentiment. Sistnevnte elementer inngår i vurderingen av taktisk allokering på neste side.

Aksjemarkedet påvirkes av styrken i økonomisk vekst



Kilde: BCA, Bloomberg og Industrifinans. Ekstremverdier er avkortet.

Vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi kan også analyseres i lys av den underliggende realøkonomiske utviklingen. Over tid har selskaper med sterk egenkapitalavkastning, god soliditet og stabil vekst i inntjeningen gitt bedre avkastning enn det brede aksjemarkedet, som målt ved MSCI All Countries World Quality versus MSCI All Countries World. Unntakene de siste 20 årene har vært noe sammenfallende med de periodene med ekstraordinær sterk økonomisk utvikling, som i figuren er toppene på den svarte grafen. Dette gjelder toppen av teknologiboblen, deler av vekstperioden fram mot finanskrisen og enkelte år i innhenting etter denne krisen. Dette var alle år med positiv avkastning også for kvalitetsaksjer, men hvor den alminnelige oppgangen løftet alle typer selskaper, også de mer sykliske.

Gjennom alt dette, sier vi oss enige med Warren Buffett i hans klassiske sitat i refleksjonen over. Vi tror på langsiktig investering, både i valget av enkeltaksjer og i strategisk allokering til aksjemarkedet.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI All Countries World, har gitt 13,4 % avkastning siden nyttår per 30. september, målt i NOK. Avkastningen for tilsvarende indeks valutasiåret til NOK er 12,9 %, omtrent det samme.

Både sektorene energi og finans har globalt sett hatt betraktelig sterkere avkastning enn den brede verdensindeksen med henholdsvis 34,9 % og 23,0 % i NOK siden nyttår per 30. september. Dette sammenfaller også med at Oslo Børs Fondsindeks har hatt relativ god avkastning, med 17,5 %, og Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks har hatt 32,0 % avkastning i samme periode.

Likviditet, verdsetting og sentiment

De tre faktorene i overskriften er fokusområder for vårt markedssyn for eventuell utnyttelse av frihetsgrader rundt strategien for taktisk allokering.

Likviditeten har vi tidligere framholdt som det mulige vippepunktet for den videre markedsutviklingen. Likviditeten fra sentralbankene har vært ultraekspansiv, men har nå blitt justert noen hakk i modererende retning.

I sitt møte 22. september konkluderte den amerikanske sentralbanken (Fed) at med fortsatt god realøkonomisk utvikling, ville de fra november i år begynne å moderere sine kvantitative lettelselser, selv om rentenivået blir liggende urørt en god stund ennå. Figuren til høyre viser hvilket nivå beslutningstakerne i Fed mener renten vil ha i årene som kommer. Den svarte grafen viser median forventning, mens prikkene viser fordelingen av anslag mellom beslutningstakerne (Fed dot plot). I sitt møte 9. september valgte den europeiske sentralbanken å fortsette med samme nivå både for kvantitative lettelselser og rentenivå. Til sammen 10 av de 38 sentralbankene som inngår i statistikken til Bank of International Settlements har satt opp styringsrenten i tredje kvartal.

Norges Bank satte opp renten fra 0 % til 0,25 % fra 24. september, samtidig som sentralbanksjef Olsen sa at renten mest sannsynlig vil bli hevet ytterligere i desember.

Verdsettingen er generelt høy. Verdsettingen henger sammen med rentenivået, men den er også høy sammenlignet med forrige periode med lave renter, fra finanskrisen til 2016.

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi.

Taktisk allokering vurderer vi slik: Verdsettingen er høy. Sentimentet har svekket seg for mange aksjemarkeder og er blitt mer volatil. Likviditeten er et vippepunkt. Sterkere signaler

Oljeprisen Brent Blend har steget over 50 % siden nyttår per 30. september. Bloomberg Industrial Metal har steget 20,0 % i samme periode. Råvareprisene er målt i USD.

Rentenivået for indeksen NBP norske høyrenteobligasjoner er 5,5 % per 30. september, mot 7,4 % ved nyttår. Denne nedgangen er knyttet til lavere kredittpåslag i høyrente-markedet.

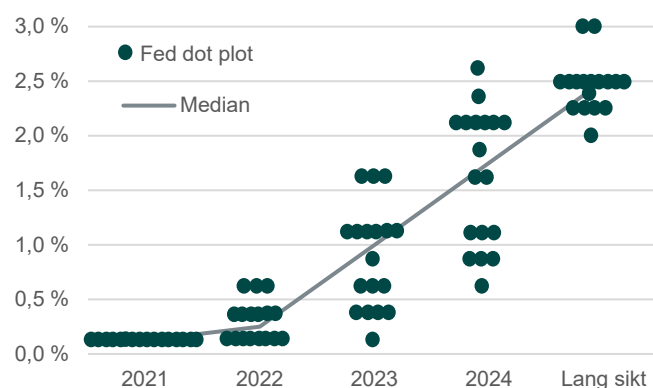
Rentenivået for indeksen NBP norske obligasjoner med høy kredittverdighet er 1,8 % per 30. september, mot 1,2 % ved nyttår. Denne oppgangen er i tråd med høyere rentenivå i det globale obligasjonsmarkedet for høy kredittverdighet.

Inntjening har allerede hentet seg inn etter krisen for det globale aksjemarkedet. Verdsettingen baserer seg derfor på forventninger om ny og ytterligere sterk inntjeningsvekst.

De siste PMI-tallene, som er spørreundersøkelser for utviklingen i selskaper verden over, viser at den sterke veksten i midten av 2021 nå er moderert. PMI for Kina indikerer nå en viss tilbakegang. Men på grunn av god vekst i USA og Europa indikerer PMI globalt en mer normal vekst, samlet sett.

Sentimentet har svekket seg, nå ikke bare for mindre selskap, som målt ved Russell 2000 indeksen, men også for hovedindeksene for de store markedene. Årsaken til svekkelsen er nok knyttet til den nevnte utviklingen i likviditet.

Utsikter til økt amerikansk styringsrente - noe frem i tid



Kilde: Bloomberg, Industrifinans

fra både den amerikanske og den europeiske sentralbanken, samt nå også de første beslutningene om moderering av den ultraekspansive pengepolitikken har svekket det positive sentimentet. Vi nøytraliserer en svak taktisk overvekt i aktivaklassen høyrente.

Relevante markedsindikatorer per 30. september 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 %	2,0 %	2,9 %	0,1 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-0,6 %	-0,2 %	-0,5 %	-0,8 %	7,4 %	10,5 %	1,8 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,6 %	1,8 %	8,1 %	12,0 %	13,5 %	38,8 %	5,5 %
Bloomberg Barclays Global Multiverse Hedged NOK	-0,9 %	0,1 %	-1,3 %	-0,2 %	12,7 %	12,0 %	1,4 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-0,9 %	0,1 %	-1,4 %	-0,6 %	12,5 %	11,3 %	1,2 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-0,7 %	0,1 %	2,8 %	9,4 %	13,6 %	22,4 %	4,7 %
Oslo Børs Fondsindeks	0,5 %	2,5 %	17,5 %	34,7 %	28,8 %	86,2 %	1 165,2
Oslo Børs Hovedindeks	1,9 %	3,8 %	19,4 %	35,9 %	24,0 %	86,8 %	1 163,3
Oslo Børs Small Cap Index	-1,6 %	-0,5 %	14,4 %	39,9 %	20,6 %	54,9 %	858,1
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	5,0 %	7,8 %	32,0 %	48,7 %	66,8 %	177,9 %	3 112,2
Oslo Børs Eiendomsindeks	-6,7 %	1,7 %	2,9 %	38,7 %	63,1 %	85,1 %	--
VINX Benchmark Cap	-5,8 %	1,1 %	15,9 %	20,6 %	64,2 %	110,0 %	--
MSCI All Countries (AC) World	-3,5 %	0,6 %	13,4 %	19,5 %	53,2 %	103,7 %	--
MSCI All Countries (AC) World Hedged to NOK	-3,6 %	-0,4 %	12,9 %	26,5 %	--	--	--
MSCI Developed World	-3,5 %	1,7 %	15,3 %	20,8 %	55,5 %	108,7 %	--
MSCI Developed World Hedged to NOK	-3,7 %	0,6 %	14,9 %	28,2 %	--	--	--
MSCI Emerging World	-3,3 %	-6,6 %	0,7 %	10,9 %	37,4 %	70,5 %	--
MSCI Frontier World	1,9 %	5,1 %	21,3 %	24,0 %	46,1 %	72,8 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-4,1 %	0,1 %	12,3 %	19,3 %	34,5 %	67,5 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3,2 %	9,6 %	30,4 %	37,0 %	44,8 %	76,7 %	--
MSCI Developed North America	-4,0 %	1,8 %	17,4 %	22,0 %	66,8 %	133,0 %	--
MSCI Emerging Latin America	-9,7 %	-11,8 %	-3,7 %	19,4 %	3,0 %	20,1 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-3,3 %	-6,9 %	-0,2 %	9,4 %	39,7 %	75,5 %	--
MSCI Japan	3,5 %	6,3 %	8,0 %	14,5 %	33,5 %	71,4 %	--
MSCI AC Communication Services	-5,2 %	-1,0 %	14,5 %	20,9 %	74,2 %	77,6 %	--
MSCI AC Consumer Discretionary	-2,7 %	-3,6 %	4,8 %	10,3 %	64,8 %	127,4 %	--
MSCI AC Consumer Staples	-3,1 %	-0,5 %	4,6 %	3,3 %	35,3 %	46,5 %	--
MSCI AC Energy	9,8 %	4,5 %	34,9 %	53,8 %	-8,7 %	16,2 %	--
MSCI AC Financials	-0,7 %	3,6 %	23,0 %	40,3 %	35,3 %	84,1 %	--
MSCI AC Health Care	-4,4 %	1,9 %	12,3 %	10,9 %	50,5 %	96,5 %	--
MSCI AC Industrials	-3,9 %	-0,5 %	12,3 %	19,4 %	40,3 %	85,1 %	--
MSCI AC Information Technology	-5,0 %	2,2 %	15,4 %	22,2 %	115,3 %	251,1 %	--
MSCI AC Materials	-6,4 %	-3,4 %	9,3 %	18,9 %	44,7 %	91,4 %	--
MSCI AC Real Estate	-4,5 %	-0,2 %	15,1 %	14,6 %	34,0 %	44,9 %	--
MSCI AC Utilities	-5,6 %	1,4 %	1,9 %	3,3 %	35,8 %	53,4 %	--
USDNOK	0,7 %	1,7 %	2,0 %	-6,2 %	7,3 %	9,6 %	8,7
EURNOK	-1,2 %	-0,7 %	-3,3 %	-7,4 %	7,1 %	13,0 %	10,1
GBPNOK	-1,4 %	-0,9 %	0,6 %	-2,2 %	11,1 %	13,8 %	11,8
SEKNOK	-1,0 %	-0,7 %	-4,2 %	-4,2 %	8,9 %	7,2 %	1,0
Bloomberg Commodity	5,0 %	6,6 %	29,1 %	42,3 %	22,0 %	24,8 %	--
Brent Crude (ICE)	7,6 %	4,5 %	51,6 %	91,7 %	-5,1 %	60,0 %	78,5
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-2,2 %	-12,0 %	14,4 %	4,2 %	-12,3 %	-0,9 %	52,9
Gull spot	-3,1 %	-0,7 %	-7,4 %	-6,8 %	47,5 %	33,5 %	1 757,0
Aluminium spot	3,8 %	13,3 %	44,0 %	64,4 %	38,8 %	70,7 %	2 842,3
Kobber spot	-6,1 %	-4,4 %	15,4 %	34,1 %	42,8 %	84,5 %	8 944,5

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.