

Hva er ditt perspektiv?

Oslo, 7. desember 2021

En refleksjon

"If you are not willing to own a stock for 10 years, do not even think about owning it for 10 minutes."

Klassisk sitat, ofte tillagt Warren Buffett

Rystelser for den kortsiktige kan være ubetydelige for den langsiktige

Markedsnyhetene fra deler av finansmediene passer til tider best for en kortsiktig investor. Hardtslående overskrifter som tiltrekker seg mange klikk, har likevel ikke nødvendigvis et poeng som fortjener oppmerksomheten fra en langsiktig investor.

Industrifinans anbefaler langsiktighet, hva angår investeringer i aksjemarkedet, og fokus på gode kvalitetsselskaper. Med et slikt perspektiv er det forståelsen av det enkelte selskapet som er mest sentralt, og vi forstår dermed refleksjonen sitert innledningsvis bedre.

Vår langsiktige investeringsfilosofi utelukker dog ikke taktisk allokering, og vi diskuterer markedssyn jevnlig i våre månedsbrev. Større avvik mellom markedets utvikling og vårt eget syn vil ligge til grunn for tydelige grep for de av våre kunder som ønsker dette.

Figuren nedenfor viser ulike perspektiver på aksjemarkedet, representert ved MSCI sin brede verdensindeks i lokal valuta. De tre plansjene viser samme indeks og samme avkastningsberegning, bare med ulik tidshorisont. Den første plansjen er de siste dagene utvikling som har dominert mye av overskriftene. Her framheves det at aksjeverdiene har falt rundt månedsskiftet. Ser vi heller på hittil i år, som i andre

plansje, er det lett å observere at markedet har hatt mange slike mindre fall i løpet av 2021. Tredje plansje viser til slutt siste 15 år, hvor siste dagers uroligheter blir ubetydelige i det lange løp.

De siste 15 årene har det dog også vært noen betydelige markedsfall. Sterke avvik mellom markedets utvikling og vårt markedssyn vil kunne ligge til grunn for taktisk allokering.

Hovedspørsmålet, når tidsaktuelle markedshendelser skal analyseres, blir likevel hvilket perspektiv investor har. Er det kortsiktige viktigst, preget av den delen av media og markedsaktører som fokuserer på bevegelser time for time og dag for dag? Eller er det langsiktige viktigst, preget av den reelle, fundamentale styrken i de enkelte selskapene som blir anerkjent av markedet over mange år?

For den kortsiktige investor er det viktigere å følge med på hva andre markedsaktører gjør og tenker. For den langsiktige investor, er analysen og tankene rettet mot styrken i selve investeringene. Med dette perspektivet blir investor i mindre grad grepet av den uro som skapes av hendelser som er mindre relevant for utviklingen med hensyn til investeringsporteføljens egentlige tidshorisont.

Ulike perspektiv på aksjemarkedets utvikling



Kilde: MSCI ACWI lokal valuta, Bloomberg

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har gitt 20,1 % avkastning siden nyttår per 30. november, målt i NOK. Avkastningen for tilsvarende indeks valutasikret til NOK er 16,1 %. Oslo Børs har gitt tilsvarende avkastning, med 19,3 % i samme periode

Oljeprisen Brent Blend har steget med 36,2 % siden nyttår per 30. november, målt i USD, etter et kraftig fall på 16,4 % i forrige måned. Bloomberg Industrial Metal har steget 22,5 % i samme periode, målt i USD.

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 er i endring. Det sentrale er hvorvidt den sterkere inflasjonen er forbigående eller mer varig.

Argumenter for at inflasjonen er forbigående, baserer seg mye på forsinket volum på tilbudssiden etter at nedstengte økonomier nå i stor grad har åpnet opp og etterspørselen er i ferd med å normalisere seg. Tanken er da at når også tilbudssiden har normalisert seg, vil inflasjonen modereres.

Argumenter for at inflasjonen er mer varig, baserer seg på at etterspørselen ikke bare har hentet seg inn, men har steget markant over nivået forut for koronakrisen. Bridgewater hevder i sin artikkel av 19. oktober at nettopp kombinasjonen av penge- og finanspolitiske tiltak etter utbruddet av Covid-19 har mer enn veid opp for tapt inntekt i krisen uten å erstatte det tilbudet som den tapte inntekten skulle ha kommet fra. Tiltakene stod ifølge Bridgewater i sterk kontrast til de ensidige pengepolitiske tiltakene etter finanskrisen som gav reduserte risikopåslag og kredittpremier, men ikke inflasjon. Betydningen av kombinert finans- og pengepolitikk har også i årevis blitt framhevet av Det internasjonale pengefondet (IMF) og Wharton-professor Jeremy Siegel, som beskrevet i tidligere månedsbrev.

Bridgewater ramser opp en god del tilbudssidefaktorer som det nå er mangel på. Blant disse elementene er arbeidskraft med riktig kompetanse. Figuren til høyre viser at det aldri de siste tre tiår har vært et større antall små bedrifter med ubesatte, ledige stillinger. Dette nivået overgår nivåene fra finanskrisen og teknologiboblen. Slike nivåer gir arbeidstakere sterkere forhandlingsrom og tilhørende press på lønn og inflasjon.

En del av siste tids volatilitet er også knyttet til grad av tiltro til at sentralbankene vurderer inflasjonsutvikling riktig og vektlegger denne riktig veid opp mot siste utvikling i

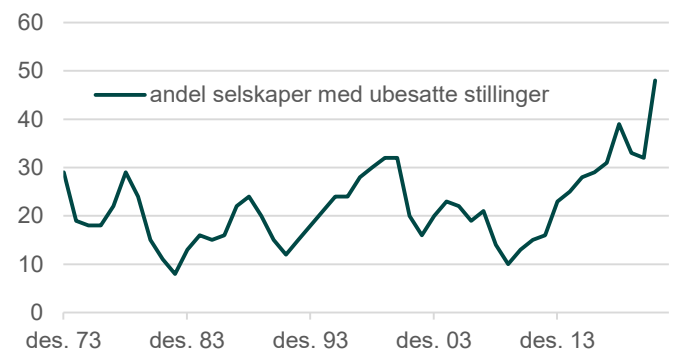
pandemien med spredning av Covid-19 varianten omikron. Federal Reserve sin siste beslutning om å moderere sin ultraekspansive pengepolitikk vektlegger at de vil kunne revurdere farten i omleggingen av politikken, dersom realøkonomisk utvikling tilsier det. Likviditeten er derfor fortsatt vippepunkt.

Verdsettingen er fremdeles generelt høy. Verdsettingen henger sammen med rentenivået, men den er også høy sammenlignet med forrige periode med lave renter, fra finanskrisen til 2016. Inntjening er nå sterk og høyere enn før koronakrisen. Verdsettingen baserer seg dog på forventninger om enda høyere inntjening.

I tillegg har den ultraekspansive pengepolitikken over mange år blitt gjort gjennom store oppkjøp av verdipapirer som har bidratt til lavere løpende avkastning og dermed høyere verdsetting.

Sentimentet har vært varierende. Hovedindeksene for de store markedene var nylig tilbake over alle sine respektive 50-, 100- og 200-dagers glidende snitt, men har nå begynt å falle tilbake under 50- og 100 dagers glidende snitt.

Lønnspress: USAs små bedrifter mangler arbeidskraft



Kilde: National Federation of Independent Business, Bloomberg

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik: Inntjeningen er god, men verdsettingen er høy. Sentimentet er mer volatil i aksje-

markedene. Likviditeten er fortsatt vippepunkt. De første beslutningene om moderering av pengepolitikken har dog skjedd uten dramatisk. Vi beholder vår nøytralvekt i risikoaktiva og tar ingen nye, taktiske posisjoner.

Relevante markedsindikatorer per 30. november 2021

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd (NOGOV3DM)	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,1 %	1,9 %	2,8 %	0,4 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,8 %	-0,2 %	-0,1 %	-0,3 %	7,4 %	11,5 %	1,9 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	0,0 %	1,0 %	8,5 %	10,1 %	13,8 %	36,6 %	6,2 %
Bloomberg Global Multiverse Hedged NOK	0,7 %	-0,5 %	-0,8 %	-0,5 %	13,2 %	15,5 %	1,5 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	0,8 %	-0,4 %	-0,9 %	-0,6 %	13,1 %	15,0 %	1,2 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-1,5 %	-2,7 %	0,7 %	2,7 %	14,3 %	21,2 %	5,4 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1,5 %	2,1 %	19,3 %	25,2 %	41,4 %	81,3 %	1 183,2
Oslo Børs Hovedindeks	-1,0 %	3,5 %	21,3 %	27,0 %	37,2 %	79,9 %	1 181,3
Oslo Børs Small Cap Index	0,0 %	-0,4 %	15,8 %	27,4 %	35,3 %	47,1 %	868,7
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	1,5 %	14,4 %	43,7 %	47,9 %	90,7 %	164,7 %	3 389,2
Oslo Børs Eiendomsindeks	-0,2 %	-0,2 %	10,1 %	21,1 %	75,3 %	102,2 %	--
VINX Benchmark Cap	1,9 %	-1,8 %	20,8 %	22,5 %	81,9 %	122,1 %	--
MSCI ACWI	4,5 %	2,2 %	20,1 %	21,0 %	63,8 %	103,9 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-1,9 %	-0,8 %	16,1 %	20,5 %	--	--	--
MSCI World	4,7 %	3,0 %	23,1 %	23,5 %	67,8 %	109,6 %	--
MSCI World Hedged NOK	-1,6 %	-0,1 %	19,1 %	23,2 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	2,7 %	-3,3 %	0,8 %	4,2 %	37,1 %	66,9 %	--
MSCI Frontier Markets	2,1 %	4,4 %	24,3 %	26,5 %	44,0 %	69,4 %	--
MSCI Europe (EMEA)	1,5 %	-1,9 %	14,9 %	15,9 %	42,6 %	69,6 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-1,2 %	1,6 %	28,3 %	30,1 %	37,9 %	64,7 %	--
MSCI North America	5,7 %	4,8 %	28,1 %	28,4 %	82,2 %	134,4 %	--
MSCI Emerging Latin America	3,9 %	-14,4 %	-8,6 %	-1,5 %	-8,5 %	8,5 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	2,5 %	-2,8 %	0,4 %	3,1 %	42,0 %	71,8 %	--
MSCI Japan	4,4 %	0,7 %	5,1 %	5,4 %	34,0 %	58,0 %	--
MSCI ACWI Communication Services	2,2 %	-5,0 %	14,6 %	14,5 %	65,7 %	79,1 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	5,3 %	6,8 %	15,0 %	15,8 %	86,2 %	134,4 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	4,3 %	0,4 %	8,3 %	7,7 %	33,5 %	55,2 %	--
MSCI ACWI Energy	-0,4 %	12,1 %	37,8 %	38,5 %	0,8 %	7,4 %	--
MSCI ACWI Financials	0,4 %	1,6 %	25,9 %	27,7 %	37,1 %	62,7 %	--
MSCI ACWI Health Care	3,2 %	-1,4 %	15,9 %	15,6 %	49,8 %	103,8 %	--
MSCI ACWI Industrials	2,9 %	-0,7 %	16,1 %	14,9 %	50,0 %	77,6 %	--
MSCI ACWI Information Technology	9,7 %	7,2 %	30,3 %	34,1 %	156,8 %	277,9 %	--
MSCI ACWI Materials	4,1 %	-2,7 %	13,7 %	17,1 %	58,9 %	83,3 %	--
MSCI ACWI Real Estate	4,0 %	0,4 %	20,9 %	18,5 %	32,2 %	55,0 %	--
MSCI ACWI Utilities	4,5 %	-0,7 %	7,2 %	5,7 %	31,8 %	62,7 %	--
USDNOK	7,0 %	4,0 %	5,3 %	1,4 %	5,1 %	6,0 %	9,0
EURNOK	5,0 %	0,0 %	-2,2 %	-3,4 %	5,4 %	13,6 %	10,3
GBPNOK	4,0 %	0,5 %	2,5 %	1,3 %	9,4 %	12,7 %	12,0
SEKNOK	1,9 %	-0,7 %	-3,9 %	-3,2 %	5,8 %	8,4 %	1,0
Bloomberg Commodity	-7,3 %	-0,2 %	22,8 %	28,9 %	19,3 %	17,7 %	--
Brent Crude (ICE)	-16,4 %	-3,3 %	36,2 %	48,3 %	20,2 %	39,8 %	70,6
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	3,7 %	14,3 %	33,7 %	29,7 %	14,9 %	-1,0 %	61,8
Gull spot	-0,5 %	-2,2 %	-6,5 %	-0,1 %	45,4 %	51,3 %	1 774,5
Aluminium spot	-2,6 %	-3,8 %	33,5 %	29,4 %	34,6 %	52,2 %	2 634,8
Kobber spot	-3,0 %	-0,1 %	22,8 %	25,7 %	52,8 %	63,7 %	9 515,5

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasikring, med unntak av NBP sine indekser (sikret til NOK), globale renteindekser (sikret til NOK), MSCI ACWI Hedged NOK og MSCI World Hedged NOK (sikret til NOK) 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.