

Forvaltning ved inngangen til 2022

Oslo, 12. januar 2022

Vi går inn i 2022 med fortsatt tro på langsiktighet i aksjeinvesteringer med den porteføljeandel som den enkelte investor har risikotoleranse for. Selv om markedet noen ganger favoriserer andre typer selskaper, tror vi at kvalitet holder i det lange løp. Hva angår taktisk allokering, er vi om lag nøytralvektet for risikoaktiva.

Årets brev diskuterer først vår investeringsfilosofi for **langsiktig** investering i **kvalitetsselskaper** til en **fornuftig pris**. Vi søker også å fremme en forståelse av hva de ulike tilnærmingene til **ESG** innebærer for den enkelte investor.

Deretter gjennomgår brevet utviklingstrekk som vil ha innflytelse på **markedsutviklingen** for inneværende år:

- Styringsrenter rundt null forventes ikke lenger å vedvare, men ei heller stige kraftig. Det store spørsmålet blir hvorvidt nivået på inflasjonen fra slutten 2021 fortsetter eller er forbigående i forbindelse med gjenåpning av samfunnet etter pandemiens nedstengninger. I historisk perspektiv er selv styringsrenter på et par prosent å regne som lave renter. Renteoppgangen er dog viktig å følge med på, da endringen er viktig, ikke bare det absolutte nivået. Lave renter og god tilgang på likviditet har motivert søk etter høyere løpende avkastning og ført til høy etterspørsel etter risikoaktiva og høy verdsetting av disse.
- Videre realøkonomisk vekst vil være basert på underliggende økonomiske sykluser eventuelt hjulpet av videre ekspansiv finanspolitikk. Til sammenligning var vi ved inngangen til 2021 positive til sterk inntjeningsvekst basert på innhenting i inntjening etter fallet under koronakrisen. Innhentingen av inntjeningen for markedet totalt sett kom gjennom året. Deler av underliggende realøkonomi har mer å hente inn, andre deler har overgått tidligere trendvekst.
- Vi følger fremdeles nøye muligheten for feilsteg i finans- og pengepolitikk. Velkommuniserte signaler fra de store sentralbankene har til nå skiftet forventningene i retning av en mindre ultraekspansiv pengepolitikk.
- Geopolitisk risiko har gjerne ry på seg å ha kortvarige virkninger i markedet. I en verden hvor den vekstdrivende, globale handelen står overfor fornyet proteksjonisme som underliggende geopolitisk trend, vil dog mer rivalisering mellom Vesten og henholdsvis Kina og Russland ha innflytelse på sentimentet.

Hovedtemaer for årsbrevet

1	2	3
Forvaltning (side 2)	Aktivaallokering (side 8)	Inntjeningsutvikling (side 16)
Hva mener vi egentlig med kvalitet? (side 2)	Hva er viktig å følge med på i 2022? (side 8)	Hva driver inntjeningsveksten i 2022? (side 16)
Vær en strategisk investor (side 5)	Mindre ultraekspansiv pengepolitikk (side 10)	Finanspolitikk (side 18)
Forstå ulike tilnærminger til ESG (side 5)	Troen på sterk inntjeningsvekst bidrar til høy verdsetting (side 13)	Økonomisk syklus (side 19)

1 Forvaltning

1.1 Hva mener vi egentlig med kvalitet?

Når Industrifinans Kapitalforvaltning velger fond til våre kunders porteføljer, følger vi en kvalitetsorientert investeringsfilosofi. Vi ønsker å gjøre langsiktige investeringer i gode selskaper til en fornuftig pris. Dette kommer sterkest til uttrykk i vår brede, globale portefølje av aksjefond.

År for år gir ikke alltid denne type selskaper meravkastning, men vi er overbevist om at gode selskaper over tid vil bli anerkjent i markedet med tilhørende god avkastning. **FIGUR 1** viser et estimat på årlig avkastning til kvalitetsaksjer over de siste to tiår.

Kvalitet er likevel et velbrukt begrep og gode selskaper kan bety så mye, avhengig av den som vurderer dem. Skjønnhet avhenger som kjent av øyet som ser. Hva mener Industrifinans egentlig med kvalitet?

Det kan hjelpe å dele opp kvalitet i fire elementer for bedre forståelse:

1. Aksjemarkedet
 - god risikojustert avkastning
2. Finansiell styrke
 - god egenkapitalavkastning og sterk soliditet
3. Forretningsmodell
 - god selskapsstyring og solid verdiskaping
4. Produktmarkedet
 - god markedsposisjon i et interessant marked

Avkastningen til selskapets aksjer i verdipapirmarkedet får kanskje størst oppmerksomhet, men er egentlig frukten av god kunnskap og hardt arbeid ut fra en sunn forretningsmodell i et produktmarked med gode muligheter.

Regnskapstall og *finansiell styrke* benyttes for å definere kvalitet. Det mest sentrale er egenkapitalavkastning eller varianter av denne, herunder kontantstrømtall. MSCI ACWI Quality benytter regnskapstall for å klassifisere selskaper til

Hva er definisjonen på et godt selskap?

Habib Subjally, Royal Bank of Canada:

“We will only invest in businesses that we believe have strong Competitive Dynamics. Such businesses benefit from: a winning business model giving them a sustainable competitive advantage, are positioned in attractive end markets, and are responsibly managed for the long-term, including strong ESG practices.”

Terry Smith, Fundsmith:

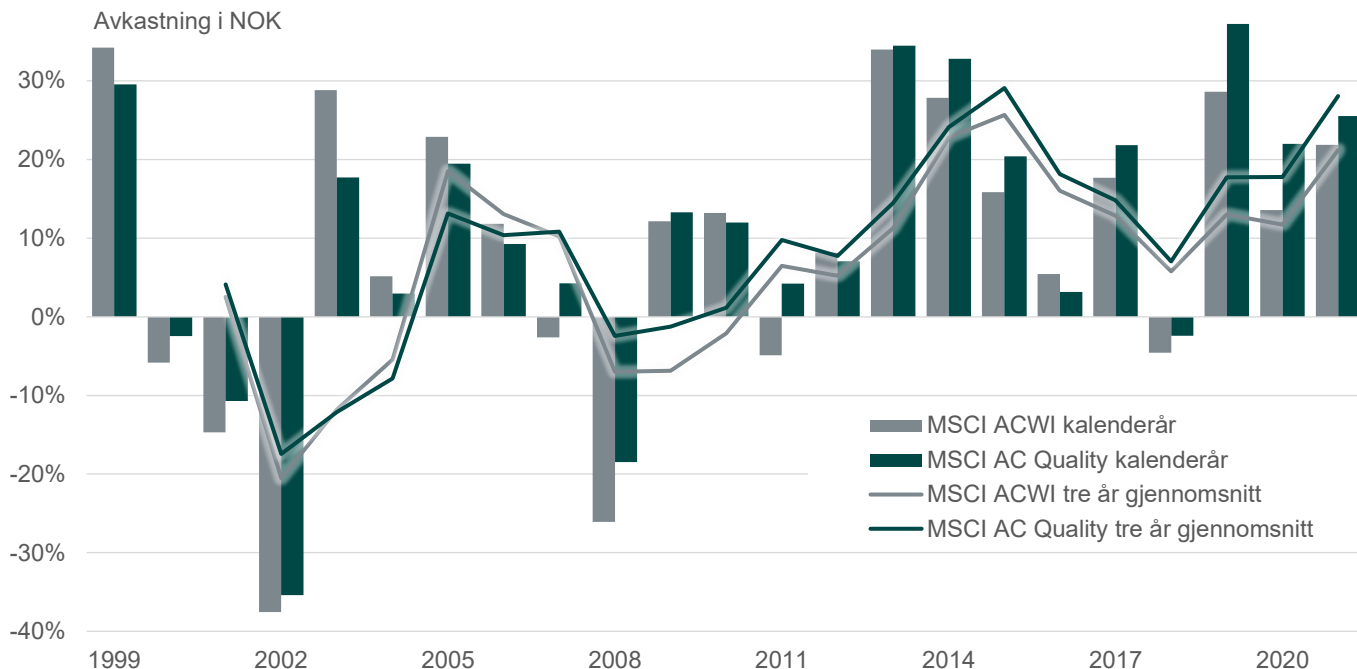
“Fundsmith is of the view that a good company is one which can generate high returns on capital across full business cycles, well in excess of their cost of capital, in cash and without requiring leverage. The company must be able to protect and sustain these high returns from competition and importantly has the ability to reinvest cash at those high rates of return to grow and compound for the foreseeable future.”

Rob Rohn, Sustainable Growth Advisors:

“For us at SGA, quality means predictability and sustainability of growth in cash flow, i.e., low risk of interruption in the compounding of the fruits of the business, cash flows available to shareholders, the ultimate driver of value of the underlying shares.

In our experience, this is born of a repeat pattern of revenues providing confidence in top line progress regardless of economic environment, and a high degree of pricing power ensuring stability of margins regardless of the competitive intensity in the industry. This also requires astute management that we judge will execute on the promise of the business effectively, and we trust to operate responsibly with regard to all constituents, including society.”

FIGUR 1
Avkastning for investeringsstilen kvalitet målt mot verdensindeksen



investeringsstilen kvalitet. Analysen for vår kvalitetsorienterte *investeringsfilosofi* går likevel dypere enn kun analyse av regnskapstall.

Den ekte fundamentalanalytikereren stopper ikke ved regnskapet, men vil forstå kvaliteten i selve forretningsmodellen, herunder strategi og god selskapsstyring.

Skal så denne forretningsmodellen ha langsiktige muligheter til å reinvestere overskuddet til fortsatt god egenkapitalavkastning, bør selskapet operere i en sektor/produktmarked med muligheter for reinvestering av overskuddet til fortsatt god egenkapitalavkastning.

Med kvalitetsselskaper mener vi selskaper med sterke og langsiktige forretningsmodeller som har god selskapsstyring og solid verdiskaping. En typisk bieffekt av dette, er at disse selskapene også pleier å være godt posisjonert med hensyn på problemstillinger knyttet til ESG. Vårt krav til forvalterne om å vite hva vi og kundene eier er naturlig knyttet til ønsket om å eie gode selskaper gjennom dyktige forvaltere som nøye velger og overvåker dem.

FIGUR 1 viser at MSCI ACWI Quality ikke har meravkastning hvert enkelt kalenderår. Dette er en stilindeks for det globale aksjemarkedet basert på *regnskapstall*, og vår investeringsfilosofi har en bredere forståelse av kvalitet, men vi bruker denne indeksen som illustrasjon. Eksempelvis gav andre typer selskaper bedre avkastning i flere år av innhenting etter at teknologiboblen sprakk. Også i innhenting etter finanskrisen var det noen år hvor kvalitetsselskaper gav mindreaktning. Finanskrisen ble likevel en utløser for utstrakt bruk av ekspansiv pengepolitikk og en viss grad av ekspansiv finanspolitikk. Kvalitetsselskaper kunne da bli en trygg havn i en urolig

tid. Koronakrisen krevde enda sterkere tiltak fra både sentralbanker og regjeringer, og igjen gav kvalitets-selskaper en bedre avkastning i et turbulent år.

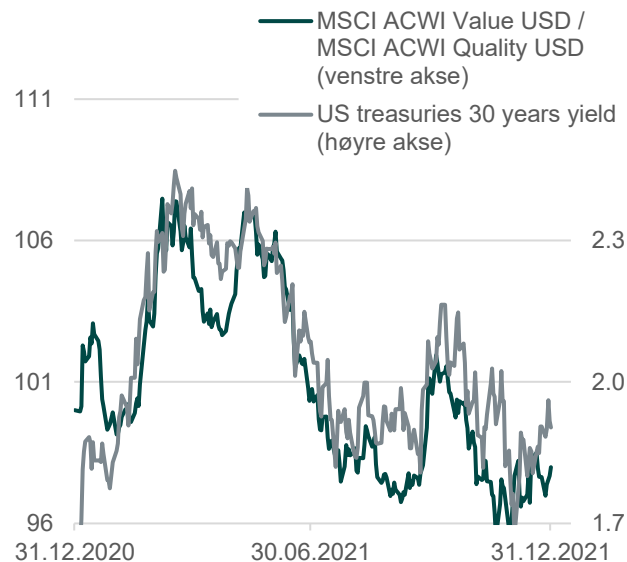
I tider med syklisk oppgang, kjennetegnet av sterkere inflasjon og stigende renter, vil markedet gjerne favorisere sykliske aksjer. Dette skjedde i noen perioder i fjor og kan skje igjen i 2022. Vi er observant på disse skiftende sentimentene, men reallokerer ikke nødvendigvis porteføljen etter forventninger knyttet til skiftende sentiment. **FIGUR 2**, grønn linje og venstre akse, viser avkastningen til MSCI ACWI Quality sammenlignet med MSCI ACWI Value. Sistnevnte stilindeks består typisk av mer sykliske aksjer. Vi kan observere at den relative styrken til de mer sykliske aksjene samvarierte temmelig godt med løpende avkastning for amerikanske 30-årige statsobligasjoner i 2021.

Vi gjør samme observasjon i **FIGUR 1**, hvor det er enkeltår der kvalitetsselskaper gir svakere avkastning. Det er også treårsperioder, illustrert ved linjefrafene, hvor denne type selskaper gir lavere avkastning enn markedet. Likevel er det ingen 10-års periode hvor ikke MSCI ACWI Quality har gitt meravkastning over den brede verdensindeksen MSCI ACWI. I framtiden kan vi heller ikke garantere at våre kvalitetsorienterte aksjefond vil gi meravkastning år for år, men vi er overbevist at over tid vil markedet betale for kvalitet. Derfor søker vi kvalitetsselskaper til en fornuftig pris for en langsiktig investering.

Passiv *indeksforvaltning* er et velkjent alternativ til vår aktivt orienterte investeringsfilosofi. Investor eier da et utsnitt av hele markedet og gir fra seg muligheten til å selektere blant selskapene. Passiv indeksforvaltning kan likevel være nyttig til sitt bruk, som et godt sekundært alternativ. En fordel med passiv indeksforvaltning er at det reduserer risikoen for kortsiktige, negative avvik mot referanseindeks. En annen positiv side er lave forvaltningskostnader.

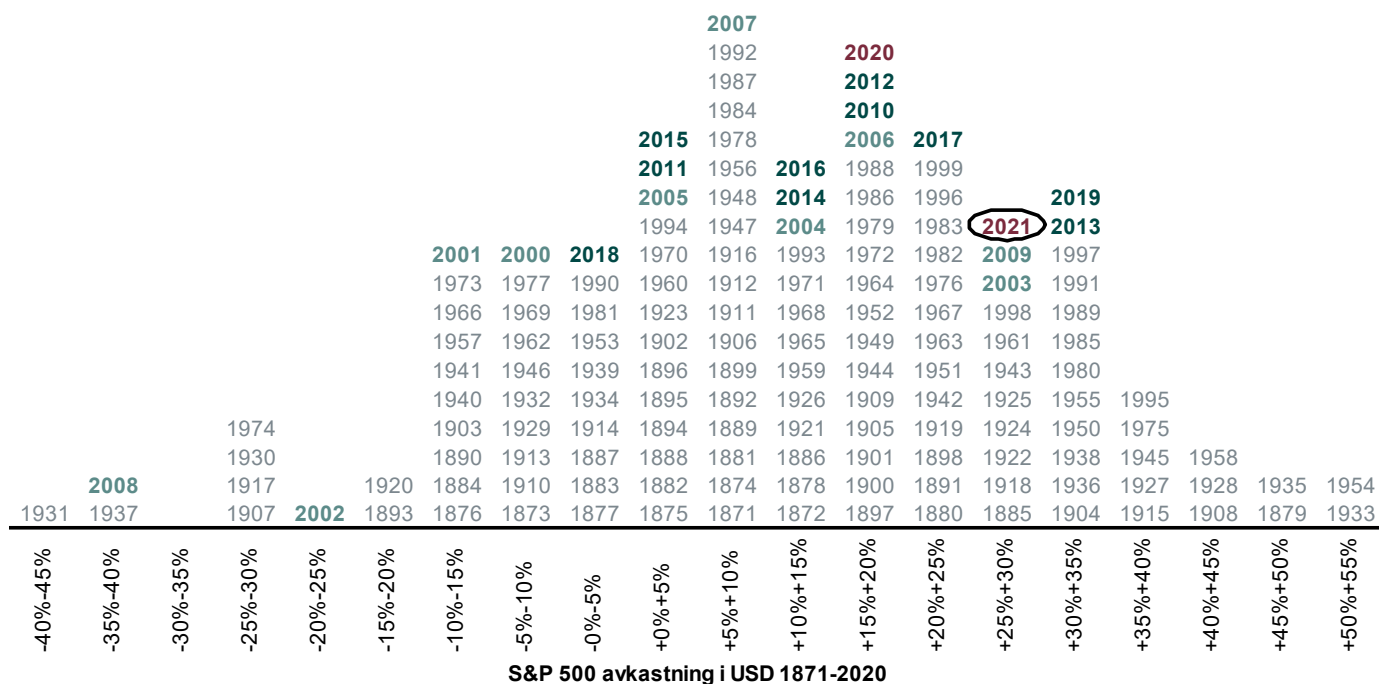
Det er likevel viktig å ta inn over seg at mesteparten av markedets samlede avkastning skjer gjennom et lite mindretall av selskapene. Hendrik Bessembinders «Do stocks outperform Treasury bills?», Journal of Financial Economics, Volume 129, Issue 3, september 2018, side 440-457, argumenterer for at det er en liten andel av selskapene i markedet som står for den samlede avkastningen. Målt i langsiktig avkastning i USD, hevder han det er 4 % av de børsnoterte selskapene som alene har skapt hele meravkastningen over US Treasury Bills for det amerikanske aksjemarkedet siden 1926. Forvalternes utfordring ligger i å kunne identifisere disse selskapene med den sterke meravkastningen på forhånd.

FIGUR 2
Stilavkastning påvirkes av renteendringer



Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2021

FIGUR 3
Årlig aksjeavkastning i USA



Kilde: Nordea Investment Management, 31.12.2021

1.2 Vær en strategisk investor

En strategisk investor er ikke en som blindt lar sine investeringer ligge uten tilsyn i håp om at alt går bra til slutt. En strategisk investor tenker heller mer som en industriell investor, 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.

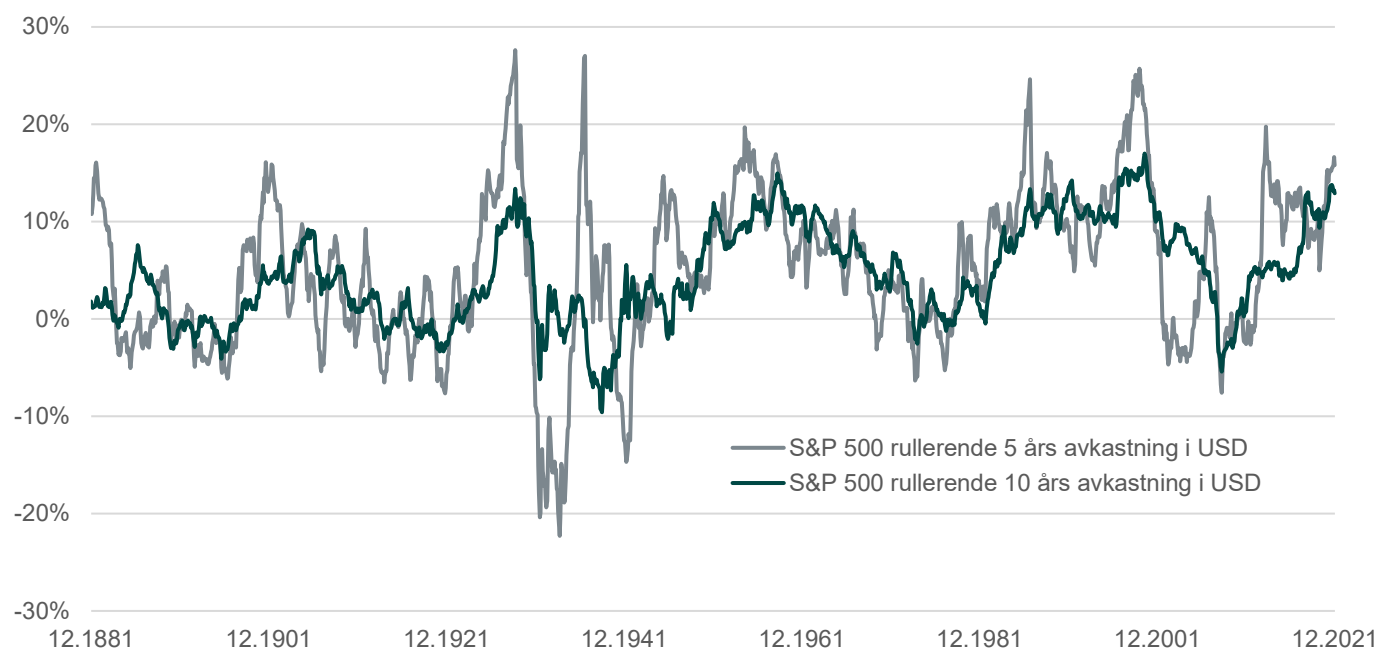
Den strategiske investor utnytter også aktivklassenes langsiktige karakteristika. På kort sikt er aksjemarkedet i høy grad preget av sentiment og daglige svingninger som deler av finansmedia søker å forklare med ulikt hell. På lang sikt er det samme aksjemarkedet i høyere grad preget av den underliggende inntjeningsutviklingen og den realøkonomiske verdiskapingen.

FIGUR 3 viser hvordan den langsiktige avkastningen fordeler seg fra år til år. Det er her brukt S&P 500 målt i USD som har lang historikk. **FIGUR 4** viser rullerende avkastning for samme indeks med 5 og 10 års investeringshorisont. Vi observerer at det har vært få 10-års perioder med negativ avkastning. Med lang investeringshorisont kan investor i større utstrekning utnytte risikopremien for aksjeinvesteringen.

1.3 Forstå ulike tilnærminger til ESG

Miljøansvar, sosialt ansvar og god selskapsstyring (ESG) er naturlig knyttet til vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Vi søker å finne forvaltere som investerer i selskaper med bærekraftige forretningsmodeller. I vår forvalterseleksjonsprosess analyserer vi og har en dialog med forvalterne hva angår ESG i bred forstand.

FIGUR 4
Rullerende aksjeavkastning i USA



Kilde: Industrifinans, Robert Shiller, S&P, 31.12.2021

Lovgivning og bransjestandard for ESG er i rivende utvikling. I 2022 venter vi at *EUs Sustainable Financial Disclosure Regulation (SFDR)* trer i kraft i Norge. Formålet med reguleringen er å oppfordre private investorer til bærekraftige investeringer ved å fremme kunnskap, transparens og kategorisering. SFDR inndeler alle fond i tre kategorier:

- 1) Mørkegrønne fond oppfyller SFDR artikkel 9 ved at de har bærekraftige investeringer som (ett av) investeringsmålene.
- 2) Lysegrønne fond oppfyller SFDR artikkel 8 ved at de fremmer sosiale eller miljømessige egenskaper.
- 3) Artikkel 6 er for øvrige fond som oppfyller verken SFDR artikkel 8 eller 9, men har også informasjonskrav knyttet til ESG.

Mange norske fond har allerede kategorisert seg etter SFDR, da fondene markedsføres til EU hvor regelverket trådte i kraft i 2021. Industrifinans Kapitalforvaltning vil også starte samordnet rapportering i tråd med den nye reguleringen.

Industrifinans er medlem av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (Norsif). Norsif er en uavhengig forening for kapitaleiere, forvaltere, tjenestetilbydere og bransjeorganisasjoner med interesse for ansvarlig og bærekraftig forvaltning. Norsif skal fremme kunnskap om og bidra til utviklingen av fagområdet ansvarlige investeringer i finansbransjen og blant andre interessenter.

Vi tror at bevissthet rundt ESG vil bidra til god verdiskaping i selskapene over tid. Manglende bevissthet rundt miljøansvar er ikke nødvendigvis en kostnad på kort sikt, men vil kunne representere skjulte forpliktelser ved for eksempel mulig framtidige miljøavgifter, som skaper usikkerhet rundt forventningene til framtidig inntjening. Ansattes rettigheter er en viktig del av det sosiale ansvaret for et selskap. For eksempel vil en selskapsledelse som ikke tar

seg av sine ansatte tilstrekkelig bra, kanskje spare kostnader på kort sikt, men få økte kostnader på lang sikt ved manglende kompetansebygging, sykefravær og utskiftninger. Et selskap som forurenser eller selger helseskadelige produkter uten at dette er fanget opp av lovverket, har skjulte forpliktelser på balansen som vil skade selskapets omdømme og verdi når forholdene kommer for dagen.

Vi vurderer alle fond i vår forvalterseleksjonsprosess med hensyn til ESG. For hvert fond som inngår i investeringsbeslutningen, skriver vi et tilhørende fondsnotat med et eget kapittel om ESG, hvor fondets ESG-tilnærming beskrives. I fondsnotatet fremkommer det også om fondets forvalterforetak har signert PRI eller hvilke eksklusjonskriterier forvaltningen benytter.

I våre møter med forvaltere får vi løpende oppdatering på deres arbeid innen ESG. I tillegg krever vi full åpenhet om forvalternes porteføljer. Som forvalter av andres kapital anser vi det som helt nødvendig å vite hva investor eier.

Industrifinans benytter seg blant annet av analysekompetanse fra MSCI ESG, en av verdens største leverandører av ESG-analyser og data. Ved hjelp av MSCI ESG kan vi overvåke hvilke selskaper som er i brudd med internasjonalt anerkjente normer, som FNs Global Compact. Vi kan også overvåke og filtrere porteføljene i detalj for hvert enkelt fond sine aksjeholdninger, basert på en lang rekke kundespesifikke kriterier.

Mange fond framhever sin ESG-profil, men det er en rekke ulike tilnærminger til temaet. Noen velbrukte tilnærminger er kort beskrevet i **FIGUR 5**.

FIGUR 5
Noen av fondsforvalternes ulike tilnærminger til ESG

ESG-tilnærming (engelsk ekvivalent)	Betydning	Eksempel
Integrering (Integration)	Forvalter vurderer ESG-informasjon i sin generelle selskapsanalyse.	De fleste fond har en eller annen grad av integreringstilnærming.
Aktivt eierskap (Engagement)	Forvalter har en aktiv oppfølging og dialog med selskapene når det gjelder problemstillinger knyttet til ESG.	Forvalter stemmer på selskapenes generalforsamlinger eller har dialog med ledelsen i selskapene for å påvirke i positiv retning.
Ekskludering (Exclusion)	Forvalter har en eksplisitt liste over selskap eller sektorer som ekskluderes fra investeringsuniverset.	Denne tilnærmingen var spesielt populær i Norden i kjølvannet av at Statens Pensjonsfond Utland etablerte en eksklusjonsliste. De senere år har fond også søkt å følge andre tilnærminger.
Maksimering (Best in Class)	Forvalter gir selskapene en karakter etter hvor godt de tar hensyn til ESG og bygger portefølje av de som har best karakter i ulike segment av investeringsuniverset.	Fondet vil ikke, eller i mindre grad, erstatte et selskap med høy ESG-rangering med et tilsvarende selskap med lavere ESG-rangering, som har høyere avkastningsforventning. Det søker heller høyest mulig samlet ESG-rangering.
Målfokus (Impact)	Forvalter bygger portefølje med selskaper som søker å oppnå et spesifikt mål knyttet til ESG.	Porteføljen skal ikke bare unngå lavt ESG-rangerte selskaper, eller satse på de best rangerte selskapene. Den skal bestå av selskaper som påvirker samfunnet i retning av et eller flere bestemte mål, for eksempel FNs mål for bærekraftig utvikling

Kilde: Industrifinans, januar 2022

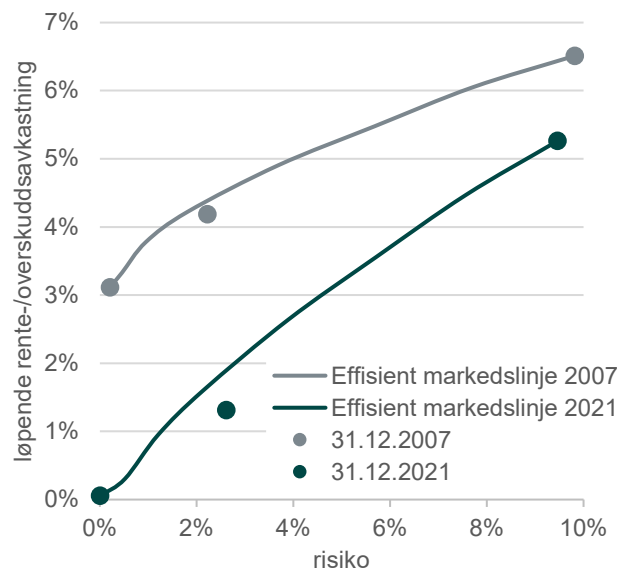
2 Aktivaallokering

Ved inngangen til 2022 opprettholder vi langsiktig vekt i risikoaktiva, men tar ikke *taktisk* risiko.

Kundens risikobærende evne og vilje er utgangspunktet for *strategisk* vekt i risikoaktiva.

Det er velkjent at verdsettingen har steget for de fleste store aktivaklassene. Dette kan illustreres med et oppdatert estimat på Markowitz' markedseffisiente linje (market efficient frontier) som viser løpende rente-/overskuddsavkastning for sentrale aktivaklasser. Den venstre markøren i **FIGUR 6** på den grå linjen viser, for 31.12.07, løpende renteavkastning og siste års risiko for amerikanske ultrakorte statsobligasjoner. Den midterste markøren på den samme linjen viser de samme størrelsene for globale obligasjoner. Markøren lengst til høyre viser løpende forventet overskuddsavkastning og risiko for globale aksjer. All avkastning og risiko er i USD eller valutasikret til USD. Den grønne linjen viser tilsvarende for 31.12.21. Noen tolker dette skiftet nedover som det avgjørende argumentet for at investorer nå må ta betraktelig mer risiko. Det er for så vidt riktig dersom det eneste som betyr noe er forventet avkastning, uavhengig av risikoen. Den velkjente linjen for markedseffisiens var dog heller ment for å illustrere at investeringsresultater måles med begge parametre, og investor kan fremdeles søke en optimal balanse mellom avkastning og risiko ved en balansert portefølje.

FIGUR 6
Utvikling i løpende avkastning



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

2.1 Hva er viktig å følge med på i 2022?

Vi vil nevne fem momenter som bør være på radaren for 2022:

(1) Markedsaktørene lytter for det første intenst etter signaler om hvor mye og hvor fort sentralbankene vil moderere den ultraekspansive *likviditeten* fra pengepolitikken. Det mest omtalte av disse signalene er utviklingen i inflasjon. Mer detaljer om pengepolitikken følger i kapittel 2.2, men her er de overordnede poengene: Med nåværende realøkonomiske utvikling går det mot moderering av pengepolitikken. *Spørsmålet* er om den siste tids ekstraordinært sterke inflasjon ikke bare er forbigående som en konsekvens av tilbudssideproblemer ved gjenåpningen av samfunnet, men også en mer varig inflasjon som konsekvens av at etterspørselen endelig har styrket seg. Dette har vært et viktig mål for penge- og finanspolitikken og er også drevet av konjunktorene. Dersom inflasjonen er mer enn et forbigående fenomen, vil pengepolitikken trolig endres hurtigere og kraftigere enn hva markedet forventer.

(2) For det andre oppstår det uansett i slike brytningstider usikkerhet om sentralbankene håndterer og *kommuniserer* modereringen av pengepolitikken på en betryggende måte.

(3) For det tredje har den lenge omtalte gjeldsyklusen igjen fått oppmerksomhet ved det svært belånte kinesiske eiendomsselskapet Evergrande og andre kinesiske eiendomsselskaper. Investorers øyne er og bør nok også være festet på hvordan kinesiske myndigheter håndterer situasjonen med reguleringer og pengepolitikk. Samtidig er det geopolitisk spenning mellom Kina og Vesten.

(4) Forventninger til inntjeningsvekst er ennå høy, på tross av at inntjeningen for globale aksjer under ett har hentet seg inn igjen etter koronakrisen. Det er derfor relevant å følge med på i hvilken grad disse forventningene blir oppfylt.

(5) Til sist er verden ennå ikke ute av den pågående pandemien.

Hva angår punkt (1) om *inflasjonen som signal for renteheving* viser **FIGUR 7** at inflasjonsforventningene for ulike horisonter i USA er forankret rundt det båndet som tilsvarende at den amerikanske sentralbanken oppnår sitt inflasjonsmål. Forventningen til kommende 12 måneders inflasjon skjøt i været og er fortsatt høy, men har moderert seg mot slutten av 2021 og tenderer mot at inflasjonen ikke blir så vedvarende høy som enkelte spådde. Mer detaljer om inflasjon følger i kapittel 3.3 om økonomiske sykler.

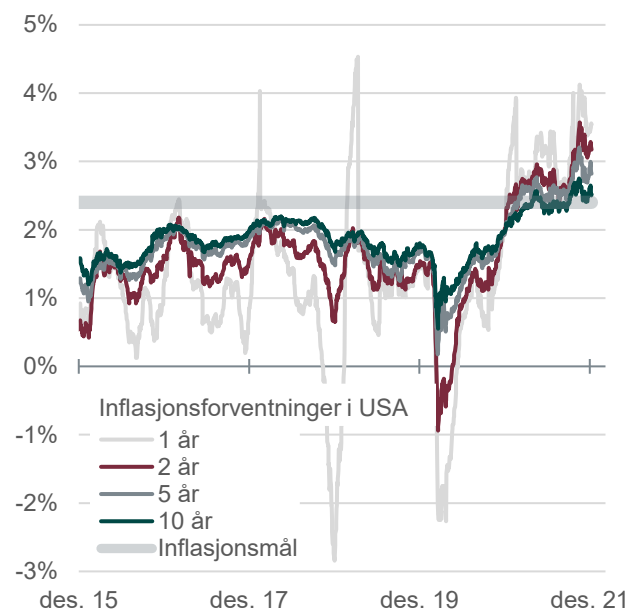
Hva punkt (2) om *feilkommunikasjon* angår, er den mest velkjente episoden de siste årene, den såkalte *taper tantrum* i 2013, den sterke reaksjonen (tantrum) da den amerikanske sentralbanken forrige gang annonserte moderering (taper) av det daværende programmet for verdipapirkjøp. Det virker som både sentralbanker og markedet har lært siden den gang, og annonseringen i 2021 om kommende moderering gikk relativt smertefritt. Da Federal Reserve 5. januar offentliggjorde referatet fra møtet i desember, skapte kraften i deres modererende tone usikkerhet. Dersom Federal Reserve skulle ytterligere tydelig framskynde eller forsterke moderasjonen i møtet 25. januar, vil nok denne usikkerheten forsterkes.

Kina, i punkt (3), har vært langt framme i gjeldsyklusen, spesielt representert ved deres mange og sterkt belånte eiendomsselskaper, hvor Evergrande har vært blant de største. Spørsmålet blir i hvilken grad Kina kan eller vil dempe ringvirkningene av en dempet realøkonomisk vekst.

Punkt (4) om *inntjeningsutviklingen* er for så vidt relevant hvert år, da konsensusforventning ofte er høyere enn hva som til slutt realiseres. I år er den enda mer relevant, på grunn av skiftet i pengepolitikken og at forventningene til ytterligere vekst kommer på toppen av inntjeningsveksten ved gjeninnhenting etter koronakrisen. Mer detaljer om verdsetting følger i kapittel 2.3.

Hva angår punkt (5) vil pandemiens nye fase med *omikron*-variant av Covid-19 helt naturlig få stor oppmerksomhet. Den menneskelige lidelsen som pandemien skaper, må på ingen måte tones ned og neglisjeres. Realøkonomiske

FIGUR 7
Inflasjonsforventninger



Kilde: BCA Research, Bloomberg, 07.01.2022

konsekvenser av nye nedstengninger som fornyet, situasjonsbetinget arbeidsledighet er vanskelig for de som rammes. Markedet vil nok likevel forvente bruk av veletablerte finans- og pengepolitiske virkemidler for å dempe effektene i realøkonomien ved en ny nedstengning, noe som også vil dempe markedsaktørenes respons sammenlignet med 2020.

Sentimentet har vært skiftende gjennom høsten 2021. Sentimentet endrer seg gjerne idet eller i etterkant av hendelsene som endrer markedet. Investor vil gjerne være i forkant av skiftet i sentimentet for å benytte det til allokering, eller henge seg på et nytt sentiment som investor tror blir vedvarende. Begge deler avhenger gjerne av fundamental analyse av de utløsende faktorer som styrer sentimentet, ikke kun av sentimentet selv.

2.2 Mindre ultraekspansiv pengepolitikk

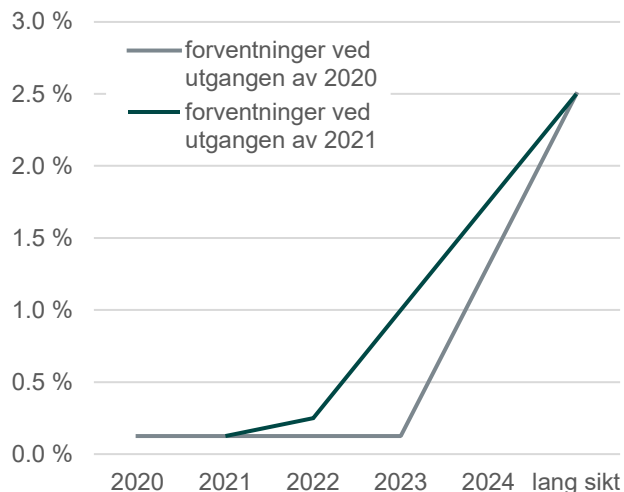
2022 vil gi mindre ultraekspansiv pengepolitikk. Det er fire spørsmål knyttet til dette:

- A. Hvor mye vil pengepolitikken normaliseres?
- B. Hvor fort vil modereringen komme?
- C. Vil den bli betryggende kommunisert?
- D. Hva vil virke sterkest på risikoaktiva: den økte neddiskonteringsrenten ved moderering av ultraekspansiv pengepolitikk eller den styrkede realøkonomien som utløser moderering?

FIGUR 8 viser endringen i Federal Reserve sine egne forventninger til sentralbankrenten mellom inngangen til 2021 og inngangen til 2022. Mens Federal Reserve selv først ikke ventet renteoppgang verken i 2021, 2022 eller 2023, venter de nå renteoppgang allerede i 2022.

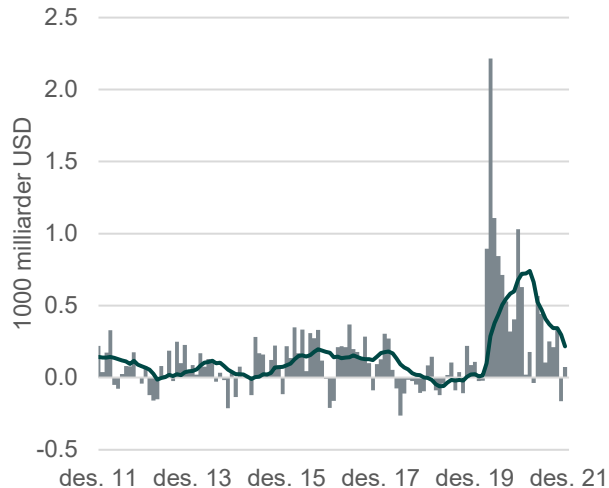
FIGUR 9 viser netto verdipapirkjøp som del av de kvantitative lettelsene (QE) fra de amerikanske, europeiske, britiske og japanske sentralbankene. Størrelsen på QE etter koronakrisen satte tilsvarende tiltak etter finanskrisen helt i skyggen. I 2021 var det fremdeles kraftige oppkjøp, men Federal Reserve har annonsert moderering av dem. Den europeiske sentralbanken forventes å gjøre det samme, mens den kinesiske sentralbanken kan ha behov for å starte ny ekspansiv pengepolitikk i 2021.

FIGUR 8
Renteheving minst to år tidligere?



Kilde: Fed Median Dot, Industrifinans, Bloomberg

FIGUR 9
Når kommer og hvor sterk blir avslutningen av QE?



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, 31.12.2021

Disse to figurene sier noe både om hvor fort modereringen vil komme og hvor sterk den vil bli.

For å forstå hvordan sentralbanklikviditeten kan påvirke i 2022, er det interessant å tenke gjennom hvordan den har påvirket til nå. Likviditeten har bidratt signifikant til den gode avkastningen de siste årene. Det gjør den på to måter: endring og nivå.

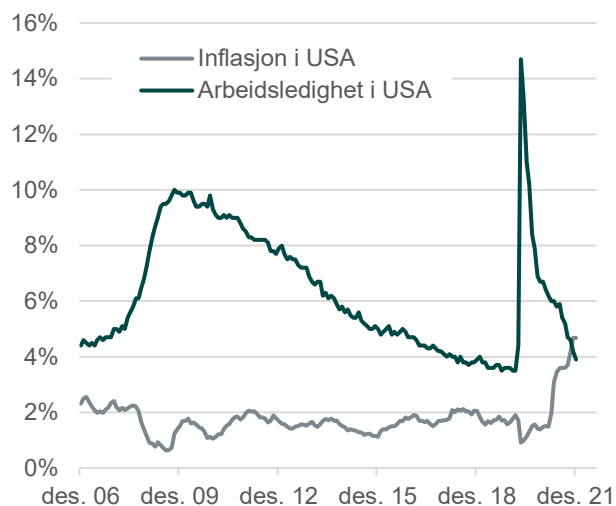
Endringen i sentralbankrentene ved koronakrisen i 2020 skapte lavere rentenivå generelt og nediskonteringsrente spesielt. Nåverdien av framtidige kontantstrømmer ble mer verdt. Aksjonærer i selskaper med en stabil eller stabilt voksende inntjening/kontantstrøm nøt spesielt godt av dette. I tillegg var denne endringen med å trygge den fundamentale risikoen for belånte selskaper som nøt godt av lavere renter. Investors beholdning av risikoaktiva ble nominelt sett mer verdt *uten at investor rebalanserte til høyere fundamental og markeds-messig risiko*.

Nivået på sentralbankrentene og de kvantitative lettelsene forble ultraekspansive etter mars 2020. Investorer stod i et marked hvor løpende renteavkastning på globale obligasjoner med høy kredittverdighet var rundt 1 % i gjennomsnitt og om lag 20 % av disse obligasjonene hadde lavere enn 0 % løpende renteavkastning. Med dette utgangspunktet endte flere investorer opp med å *ta høyere fundamental og markeds-messig risiko for å oppnå høyere løpende avkastning*.

Nivået på sentralbankrenter vil kunne forbli lave i historisk sammenheng med stadig fortsatt søken etter høyere markedsrisiko enn før, men det i seg selv vil ikke kunne garantere for stabilitet i markedsverdiene. Hva investor derfor bør følge med på i 2022 er endringer, eller mer spesifikt forventninger til endringer i likviditeten. En slik endring vil påvirke nåverdien av både aktiva med høyere risiko og aktiva med lavere risiko, men markedsrisikoen er klart høyere for aktiva med høyere risiko.

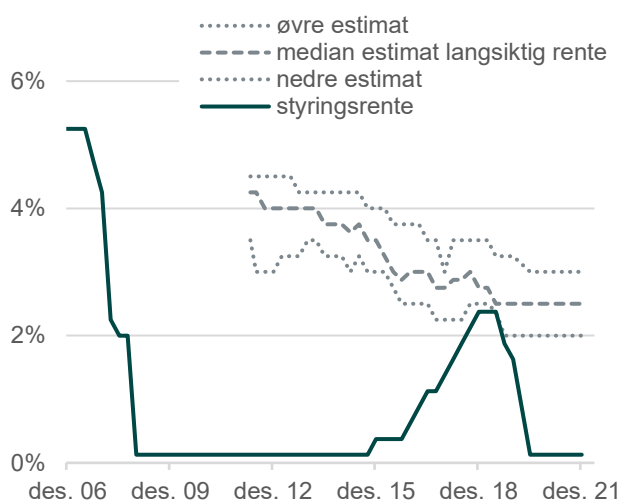
Forventningene til endringer i likviditeten fra pengepolitikken er naturlig nok knyttet til forventninger til om og når målene for den aktuelle pengepolitikken vil oppnås. **FIGUR 10** viser utviklingen for Federal Reserve sine viktigste målsetningstall.

FIGUR 10
Federal Reserve er nær ved sine mål



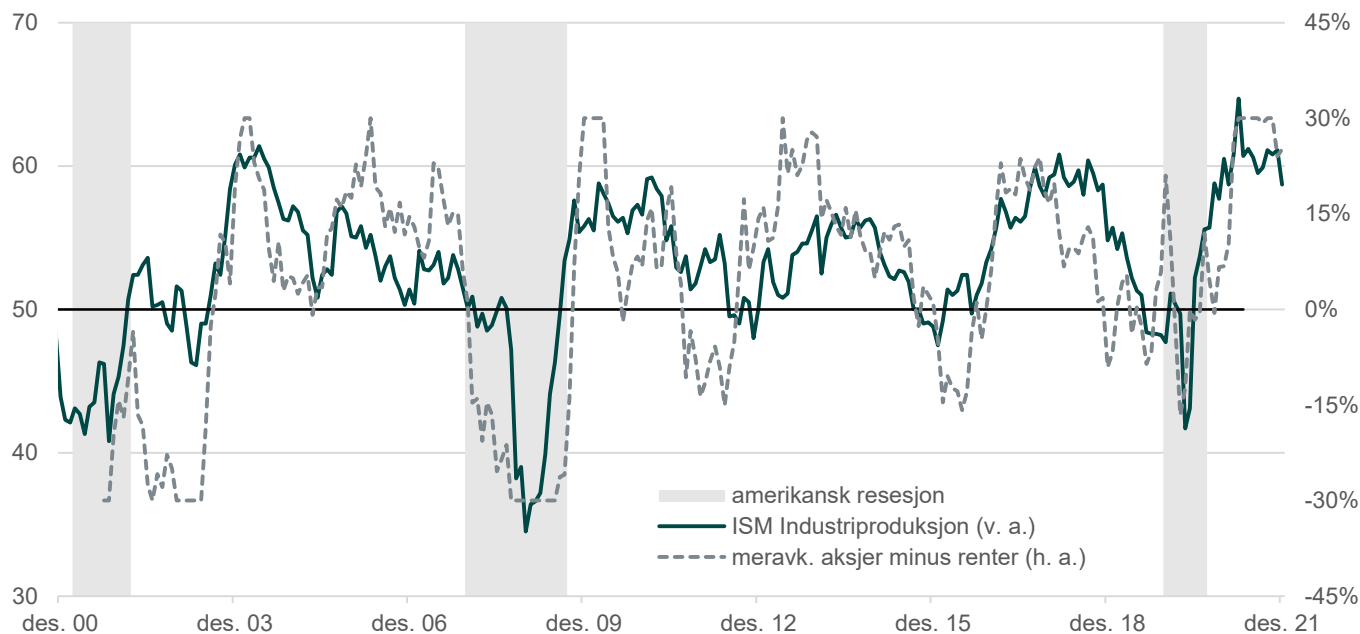
Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2021

FIGUR 11
Forventninger til styringsrente



Kilde: Federal Reserve, Bloomberg, 15.12.2021

FIGUR 12
Sterk økonomisk vekst gir god avkastning



Kilde: Markit, Bloomberg, 31.12.2021

Meravkastning er differansen mellom 12 måneders rullerende avkastning for MSCI ACWI og Bloomberg Global Aggregate Treasuries

Selv om sentralbankrentene stiger tidligere og sterkere enn forventet, betyr ikke det at de når gamle høyder. Federal Reserve sin komite for rentestyring, mener selv at på lang sikt vil en styringsrente på 2,5 % være passende for å sikre at målene om inflasjon på 2 % i gjennomsnitt og maksimal sysselsetting blir nådd. Se **FIGUR 11**. Dette reflekterer deres syn på hvor likevektsrenten ligger for amerikansk økonomi.

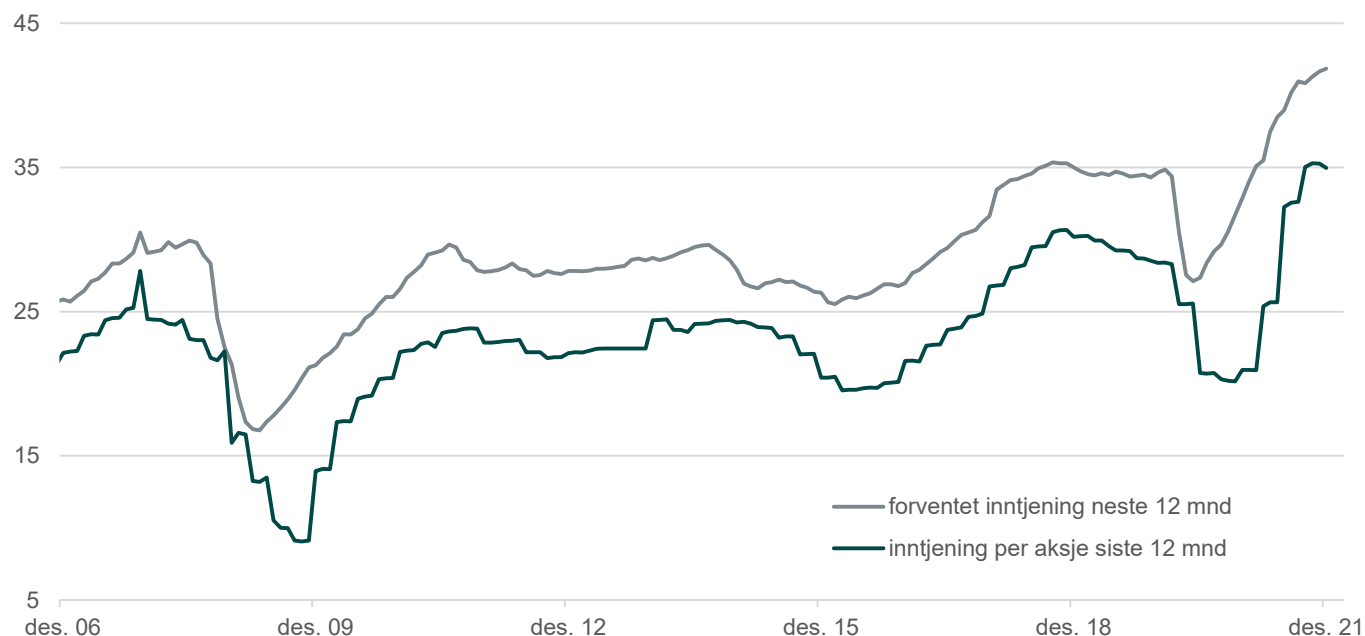
Verdens verdipapirmarkeder går inn i 2022 med høy *verdsettelse* for de store aktivaklassene, både globale aksjer og globale obligasjoner. Både analytikere og vi forventer vekst i inntjeningen, men verdsettelsen er høy også målt opp mot konsensusforventningene.

- A. Sterk økonomisk aktivitet forbindes både intuitivt og ifølge **FIGUR 12** med sterkere avkastning i aksjemarkedet.
- B. Når sterk økonomisk vekst medfører inflasjon som utløser rentehevinger, medvirker økende neddiskonteringsrente til svakere avkastning i aksjemarkedet.

Spørsmålet er om hvilken av disse to konsekvensene av realøkonomiens gode vekst som vil være sterkest.

Disse effektene slår nok også ulikt ut for ulike typer selskaper. Selskaper med inntjening som følger de økonomiske syklusene, kan dra nytte av effekt (A). Selskaper med mye av sin markedsverdi basert på framtidig inntjening, vil i større grad være utsatt for effekt (B).

FIGUR 13
Forventet og realisert inntjeningsvekst for globale aksjer



Kilde: Bloomberg, 31.12.2021 – Inntjeningen er oppgitt som en indeksert verdi av inntjening per aksje

2.3 Troen på sterk inntjeningsvekst bidrar til høy verdsetting

Troen på sterk inntjeningsvekst bidrar til høyere verdsetting enn ellers. I forrige årsbrev skrev vi om troen på den pågående innhenting i inntjeningen. **FIGUR 13** viser at inntjeningen nå er høyere enn før koronakrisen. Samtidig er verdsetting basert på forventet inntjening høyere enn den var før koronakrisen. Svaret er grunnleggende at markedet priser inn en ytterligere inntjeningsvekst. Argumenter for dette, kan være tofoldig. For det første har pengepolitikken ikke i tilstrekkelig grad skapt sterk vekst, før den i de senere år ble kombinert med finanspolitikk. For det andre har vi de generelle konjunktursyklusene, som kommer tilbake til nye høyder i sitt naturlige mønster. Det følger med detaljer om den økonomiske syklusen i kapittel 3.3.

Verdiene i **FIGUR 13** er en indeksert verdi for alle selskapene i den globale aksjeindeksen MSCI All Countries World. Den grønne linjen viser for hvert punkt aggregert inntjening per aksje for foregående 12 måneder. Den grå linjen for samme punkt viser tilsvarende forventet inntjening per aksjer for kommende 12 måneder. Den observante leser kjenner raskt igjen fallet i inntjeningen etter finanskrisen i 2008 og 2009 og fallet i inntjeningen under koronakrisen i 2020. Et stykke ut i finanskrisen snudde forventningene, selv om det tok tid før inntjeningen per aksje begynte å stige. Det samme skjedde etter koronasjokket sist vår. Denne forventede veksten i inntjening per aksje var en hovedkraft for den gode aksjeavkastningen i 2021.

Det er imidlertid ikke ofte konsensusforventningene for inntjeningsvekst blir realisert, da analytikere i snitt nesten uten unntak predikerer vekst, mens realitetene er mer skiftende. De gangene inntjeningsforventningene har truffet, har vært i perioder med makroøkonomisk innhenting med tilhørende inntjeningsvekst. I figuren skjedde det i

innhenting etter teknologiboblen, innhenting etter finanskrisen, den sykliske oppgangen i 2016 og 2017, samt innhenting etter koronakrisen.

Det finnes mange ulike verdsettelsesmåltall. **FIGUR 14** viser et sett av disse. Alle viser at vi er på vei inn i 2022 med en høyere verdsettelse for globale aksjer under ett enn før koronakrisen. Poenget med figuren er at vi ikke velger én favorittindikator. Ulike måltall har styrker og svakheter, og investor bør vurdere dem samlet. Globale obligasjoner, både de med høy kredittverdighet og høyrente, har også høy verdsettelse. Lokale markeder her hjemme skiller seg ikke nevneverdig fra dette.

Hva verdsettelse angår, er det sentralt å forstå hvilke tall som bør brukes i hvilken sammenheng.

Dersom en vurderer dagens verdsettelse for markedet generelt opp mot historiske verdier, er det fornuftig å sammenligne med perioder som har lignende markedsparametere som de vi har i dag.

FORKLARINGER

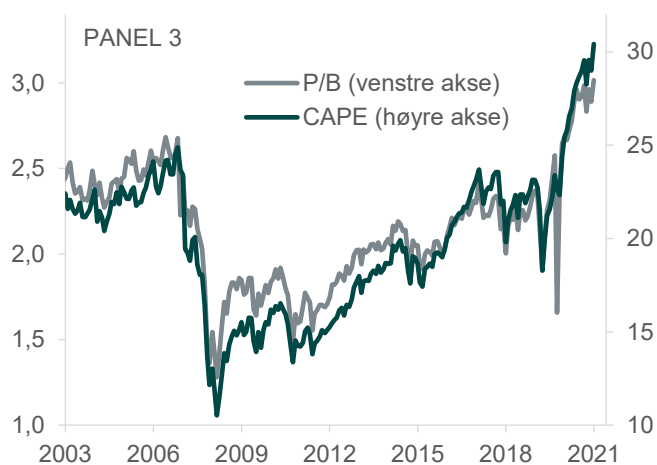
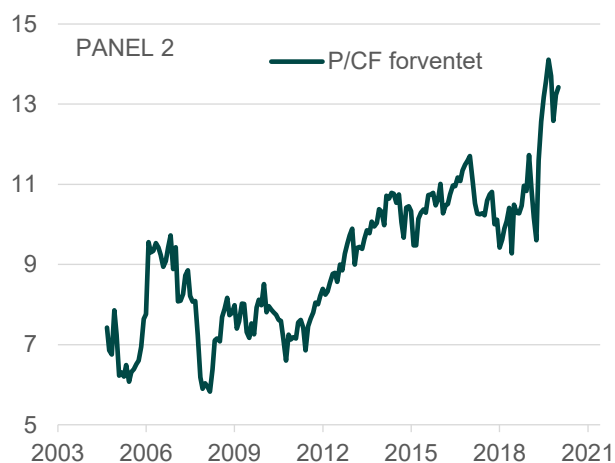
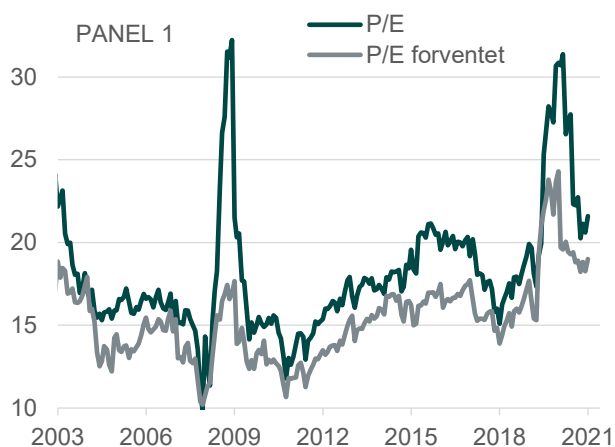
For den interesserte leser, følger her en forklaring av de ulike verdsettelsesgrafene i **FIGUR 14**.

Panel 1, 2 og 3 viser ulike måltall for verdsettelse av verdensindeksen MSCI ACWI. Panel 1 viser verdsettelse målt ved forholdstallet pris dividert på siste 12 måneders inntjening (P/E) og pris på forventet inntjening neste 12 måneder (P/E forventet). Panel 2 viser forholdstallet pris dividert på forventet fri kontantstrøm neste 12 måneder (P/CF forventet). Panel 3 viser forholdstallet pris dividert på bokverdi (P/B). Den viser også syklisk justert P/E, som er forholdstallet pris dividert på inflasjonsjustert gjennomsnittlig inntjening siste 10 år.

Panel 4 viser kredittpåslag for globale kredittobligasjoner med høy kredittverdighet målt ved Bloomberg Global Aggregate Corporate. Panel 5 viser kredittpåslag for globale høyrenteobligasjoner målt ved Bloomberg Global High Yield.

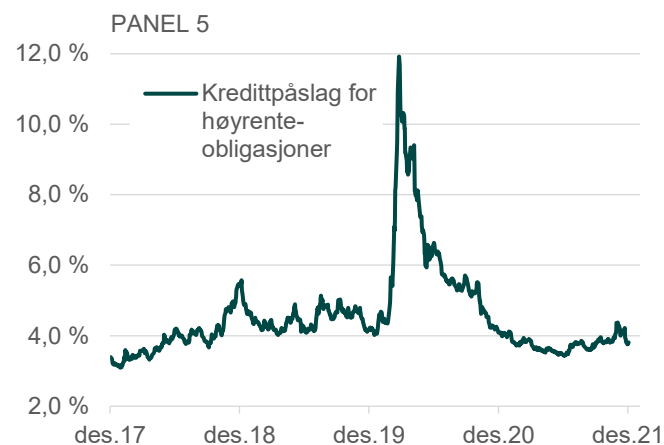
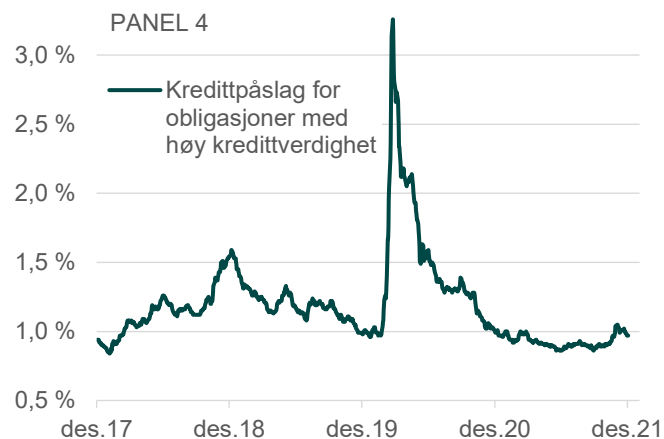
Panel 6 kombinerer verdsettelse for aksjer med verdsettelse for obligasjoner. Figuren viser løpende inntjeningsavkastning som er forholdstallet av siste 12 måneders inntjening dividert på pris. Dette er beregnet for MSCI ACWI og kalles løpende inntjeningsavkastning. Figuren viser også løpende renteavkastning for Bloomberg Global Aggregate Treasuries.

FIGUR 14
Høyere aksjeverdsettelse uavhengig av måltall

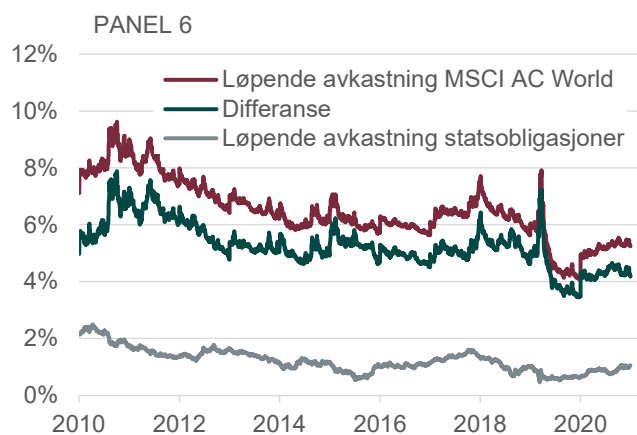


Kilde: Bloomberg, 31.12.2021

Lave kredittpåslog globale obligasjoner



Løpende overskuddsavkastning globale aksjer



3 Inntjeningsutvikling

I første kapittel diskuterte vi vår forvaltning. I andre kapittel diskuterte vi momenter ved taktisk allokering. I dette kapittelet er temaet den realøkonomiske utviklingen, men med en investors fokus på inntjeningsutvikling.

3.1 Hva driver inntjeningsveksten i 2022?

Inntjeningsutviklingen er sentral for enhver investor. Våre månedsbrev framhever verdsettelse, likviditet og sentiment i vurderingene av aktivaklassene. Analyse av inntjeningsutviklingen inngår da i evalueringen av verdsettelsen av aksjemarkedet.

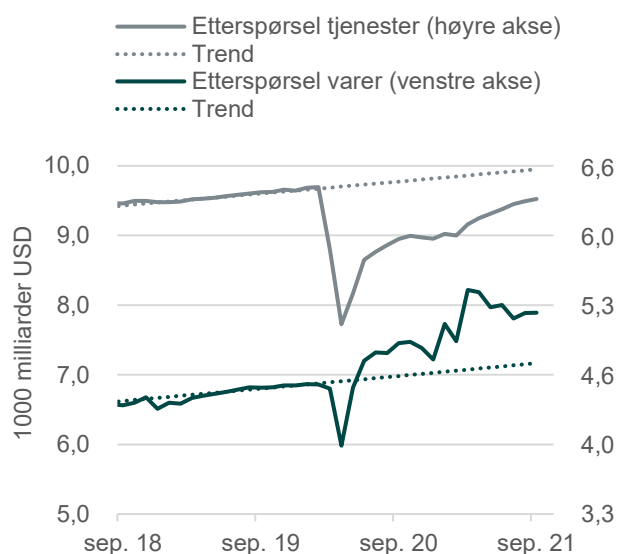
Noen analytikere fokuserer på inntjeningen i sine beregninger, andre bruker forskjellige varianter av kontantstrøm, utbytte eller egenkapitalavkastning. Begrepet inntjeningsutvikling benyttes her som samlebetegnelse. Uavhengig av nyanser i utregningen av måltallet, vil forskjellen i forventningene til inntjeningsutviklingen mellom selskapene bidra til store forskjeller i tilhørende aksjeverdier.

Inntjeningen har ved inngangen til året hentet inn fallet under koronakrisen; hva skal drive inntjeningsveksten videre i 2022?

Veksten i realøkonomien i alle regioner er også normalisert eller i ferd med å normaliseres. 2022 kan bli året hvor den realøkonomiske kapasitetsgrensen på ny brytes, hvor videre vekst kan skape eller opprettholde sterkere inflasjon. Dersom de finanspolitiske tiltakene styrker investeringene, vil produktivitetsutviklingen på ny styrke seg og heve kapasitetsgrensen, noe som vil dempe inflasjonen. Veksten i realøkonomien henger naturlig sammen med veksten i selskapenes samlede inntjening, da den sistnevnte er en del av den førstnevnte. Detaljer rundt de økonomiske syklusene tar vi opp i kapittel 3.3.

Innhenting og normalisering av inntjening og realøkonomi er likevel *ikke jevnt fordelt*. **FIGUR 15** viser hvordan etterspørselen etter varer dominerte utviklingen under og etter koronakrisen. Mens folk i nedstengte samfunn ikke kunne nyte tjenester i samme grad som før, *steg etterspørselen etter varer faktisk over trenden* forut for krisen. Her har også forsyningslinjer og distribusjon fått problemer og inflasjonen vært sterk. Tjenester, som flyreiser, har ennå på langt nær hentet seg inn. En reversering av utviklingen hittil, vil kunne drive inntjeningsveksten i tjenesteytende næringer. Andre større skifter er også underveis, med endringer i energipolitikk og mer bærekraftig produksjon. Disse faktorene har nødvendigvis ikke en effekt på inntjeningen akkumulert, men på fordelingen blant næringene og blant selskapene.

FIGUR 15
Etterspørsel etter varer versus tjenester



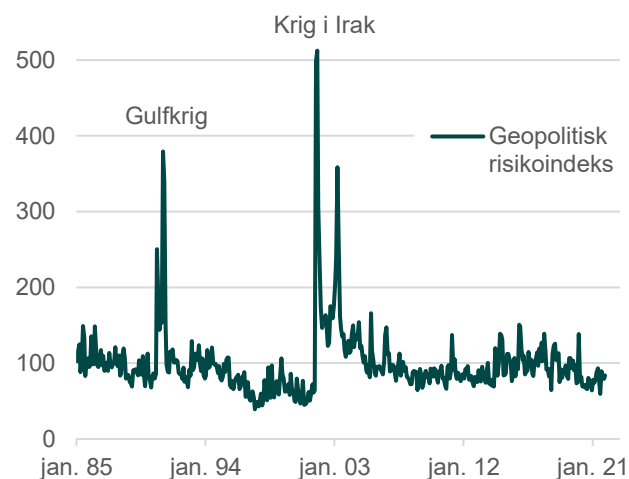
Kilde: BCA Research, Industrifinans, Bloomberg, 30.09.2021

Finanspolitikken har vært målrettet for å gjenopprette ønsket realøkonomisk aktivitet. Endring i realøkonomisk vekst ser vi gjenspeilt i endringer i inntjeningsnivå. Om ikke annet, er finanspolitikken en av mange faktorer som har vært med å danne den offentlige etterspørselsveksten som igjen er en faktor for inflasjon. Vi diskuterer dette videre i kapittel 3.2.

Geopolitisk usikkerhet var i fokus i 2019, men druknet i nyhetsflommen rundt pandemien. Med pågående krisemøter mellom Russland og NATO over Ukraina og spenninger i Sør-Kina-havet, har temaet igjen fått økt betydning. **FIGUR 16** viser at den nyetablerte indeksen for geopolitisk usikkerhet fra forskere ved Federal Reserve likevel ikke er på spesielt høye nivåer. Ytterligere spenning vil kunne påvirke inntjeningen for deler av markedet. De siste tiår har slike hendelser også påvirket markedene, men gjerne mer kortvarig. Dersom spenningene forsterker den allerede eksisterende trenden mot økt *proteksjonisme*, vil det kunne ha mer langvarig effekt for inntjeningen. I starten av 2020 trådte en ny handelsavtale i kraft: the Economic and Trade Agreement Between the United States of America and the People's Republic of China: Phase One. Denne første fasen i avtalen mellom Kina og USA utløp ved nyttår, to år etter inngåelsen. Kina nådde om lag 60 % av importmålet sitt og det er usikkert i hvilken grad det vil bli en fase to i avtalen.

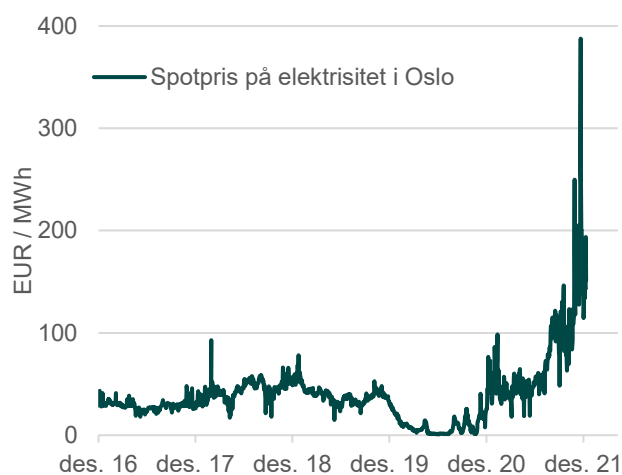
Et annet geopolitisk sikkerhetspoeng er energisikkerhet. I konflikten mellom Russland og Vesten, merker Europa konkret spenning når energiforsyningen er avhengig av gass fra Russland. *Energi* har også mange roller i inntjeningen. Når elektrisitetsprisene stiger, er virkningene større enn at kraftbrukernes tap blir kraftprodusentenes gevinst. Høye innsatsfaktorer legger demper på den generelle forbruksveksten og bidrar til inflasjon. **FIGUR 17** viser utviklingen av spotprisen på elektrisitet ved den norske elektrisitetsbørsen Norpool. Med moderering av forventningene til realøkonomisk vekst og inflasjon, vil om ikke annet prisveksten for elektrisitet kunne bli avdempet i 2022.

FIGUR 16
Større fokus på geopolitisk risiko i 2022?



Kilde: Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello (2021), "Measuring Geopolitical Risk," working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, November 2021".

FIGUR 17
Utvikling av spotpris på elektrisitet



Kilde: Norpool Power Day-ahead Price, Bloomberg, 10.01.2022

3.2 Finanspolitikk

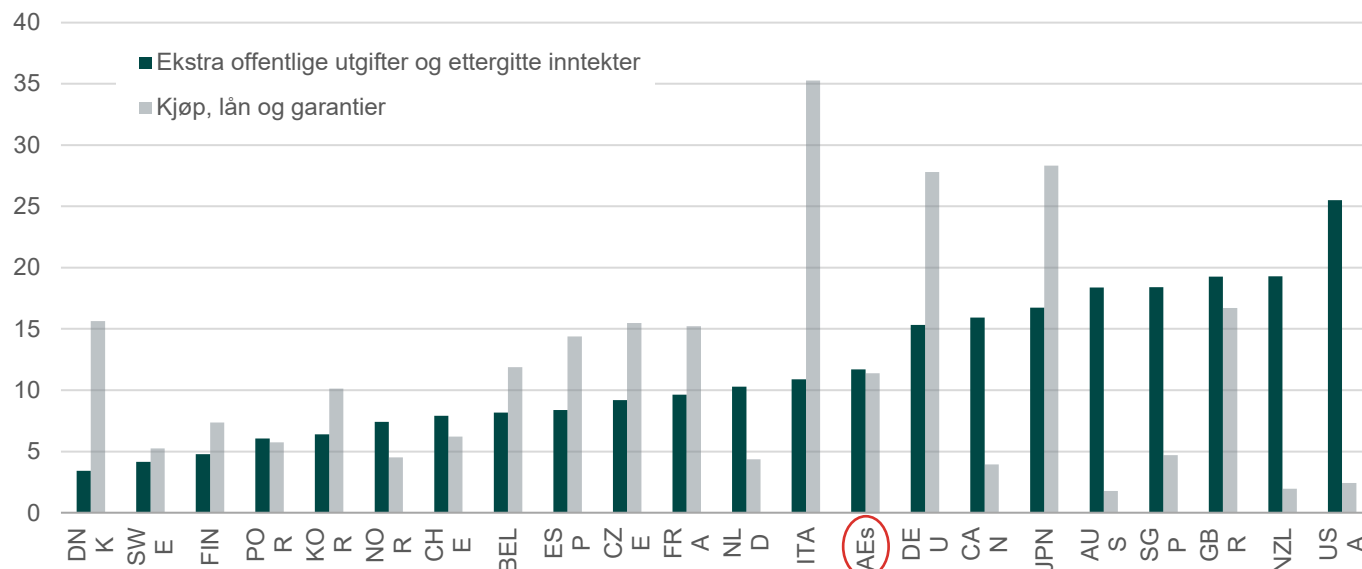
Jeremy Siegel, professor i finans ved Wharton, University of Pennsylvania, har i en rekke intervjuer og artikler etter koronakrisen predikert styrket inflasjon på grunn av de mange stimuluspakkene. Dette synet har vi referert også i tidligere månedsbrev. Forventningene har senere styrket seg i tråd med professor Siegels analyse. Han har vektlagt at finanspolitikk går rett inn i økonomien og er derfor mer inflasjonsdrivende enn pengepolitikk. Den mer ensidige pengepolitikken etter finanskrisen var derfor ikke like effektiv for inflasjonen som de mer balanserte tiltakene etter koronakrisen.

Det internasjonale pengefondet (IMF) etterspurte også lenge mer ekspansiv finanspolitikk fra verdens regjeringer etter finanskrisen. Etter koronakrisen ble mange kraftige finanspolitiske tiltak vedtatt og mange av dem er fremdeles operative. Mange ble annonsert tidlig, men noen har fremdeles til gode å bli gjennomført. **FIGUR 18** viser signifikansen av finanspolitiske tiltak. For utviklede økonomier, markert med AEs i figuren, har ekstra offentlige utgifter og ettergitte inntekter, sammen med kjøp, lån og garantier utgjort henholdsvis 10 % hver, til sammen 20 % av BNP, jamfør IMF. IMF rapporterer at tilsvarende tall for framvoksende økonomier er under halvparten av dette. For 2022 er det mulig også at den ekspansive finanspolitikken blir mer avdempet, også for utviklede økonomier. Kina vil kanskje heller åpne for mer ekspansiv finanspolitikk.

EU har nedsatt The European Fiscal Board (EFB) for å evaluere unionens finanspolitikk. EFB rapporterte i 2021 at EUs samlede finanspolitiske respons på koronakrisen anses passende og har anbefalt en gradvis nedtrapping.

USA kan også antas å få en mer redusert finanspolitikk med mindre budsjettunderskudd. Det tverrpolitiske Congressional Budget Office (CBO) har summert opp alle tiltak og vedtak og estimerer at det vil fortsatt være ekspansiv, amerikansk budsjettpolitikk, men graden vil modereres. Budsjettunderskuddene for de neste seks årene estimerer CBO i snitt å være om lag en tredjedel enn hva de har vært de to siste årene.

FIGUR 18
Kraftig finanspolitisk respons på koronakrisen



Kilde: IMF Fiscal Monitor Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic, januar 2022

Kina avholdt sitt årlige sentraløkonomiske arbeidsmøte i desember. Den kinesiske presidenten Xi Jinping oppsummerte i den offisielle uttalelsen etter konferansen at det var tre områder hvor Kina måtte ta tak, ifølge statseide China Global Television Network.

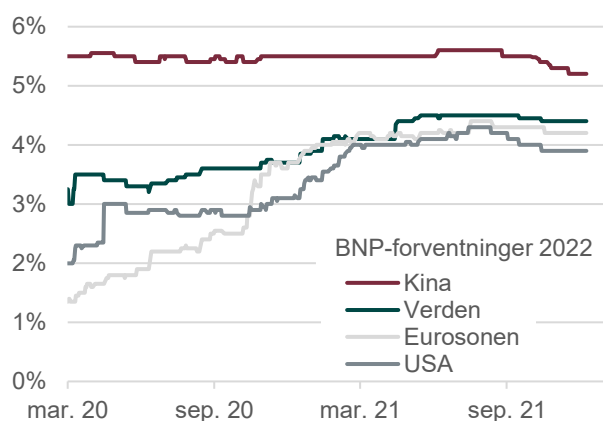
- 1) Kina vil fortsette en *proaktiv finanspolitikk* og ansvarlig pengepolitikk for å tilstrebe stødig progresjon i den realøkonomiske veksten. Myndighetene skal prioritere stabilitet mens de etterstreber framgang.
- 2) Femårsplanen tilstreber å legge til rette for hva de kaller «dobbel sirkulasjon» i økonomien i samspillet mellom innenlands økonomi og internasjonal handel. Herunder gjentok uttalelsen prinsippet: «hus er til for å bo i, ikke spekulere i».
- 3) Kina vil søke veier for felles velstand gjennom å skape flere arbeidsplasser og gi større rolle til velferd og overføringer gjennom skattesystemet.

3.3 Økonomisk syklus

Konsensusforventningene til økonomisk vekst steg kraftig etter fallet som følge av utbruddet av Covid-19 tidlig i 2020. Inflasjonsforventninger og realisert inflasjon steg også kraftig, men utpå høsten modererte og stabiliserte forventningene seg, som framgår av **FIGUR 19**. Dette stemmer godt med PMI-indikatoren fra Markit i **FIGUR 20**, som er fallende fra høye nivåer for USA og eurosonen, men som fremdeles indikerer vekst med verdier over 50.

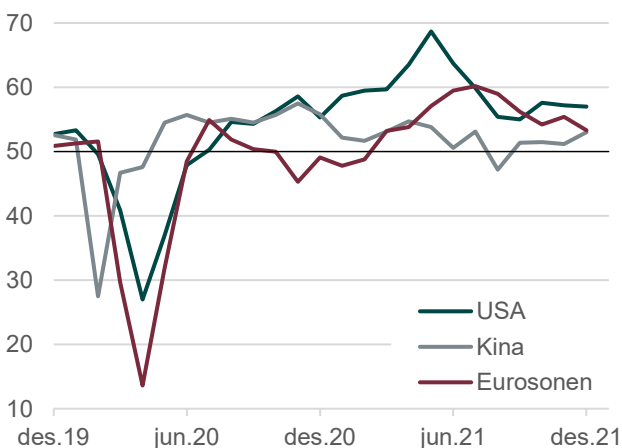
Noen analytikere hevder det ikke er noen sammenheng mellom realøkonomisk produksjon og aksjemarkedet. Brutto nasjonalprodukt (BNP) er ikke nødvendigvis en prediktor for inntjeningsutviklingen, men selskapenes inntjening er en signifikant del av BNP. Utviklingen i BNP gjenspeiler seg i selskapene og påvirker markedene. Vurderinger rundt framtidig utvikling i BNP er til dels også en vurdering av den underliggende realøkonomien som ligger til grunn for inntjeningen. Sammenhengen mellom realøkonomien går intuitivt via inntjeningen, som er en del av BNP. Sammenhengen avhenger naturligvis også av andre elementer, men den kan illustreres som i **FIGUR 13** i kapittel 2.2.

FIGUR 19
Høsten gav mer modererte konsensusforventninger for økonomisk vekst



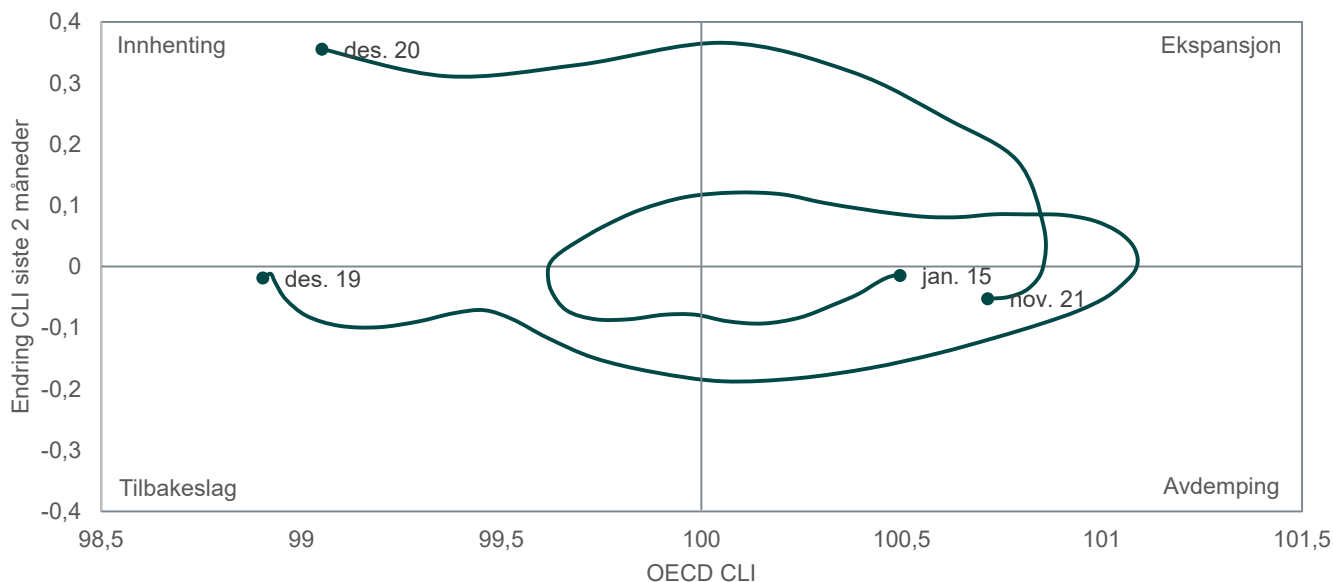
Kilde: Bloomberg, 31.12.2021

FIGUR 20
PMI viser også avdempet vekst



Kilde: Markit, Bloomberg, 31.12.2021

FIGUR 21
OECD sine ledende indikatorer på denne tiden i fjor predikerte innhenting



Kilde: OECD, Industrifinans. januar 2022

I flere av de foregående årsbrevene har vi benyttet oss av OECDs samlede ledende indikator (CLI) som utgangspunkt for å diskutere videre økonomisk vekst. **FIGUR 21** viser OECD CLI for OECD-området. Figuren er inndelt i fire felter:

1. Innhenting: lav, men styrket vekst
2. Ekspansjon: høy og styrket vekst
3. Avdemping: høy, men svekket vekst
4. Tilbakeslag: lav og svekket vekst

Forventningene gjennom 2020 var preget av sterke avvik som følge av koronakrisen og er sett bort fra i figuren. I desember 2020 reflekterte OECD CLI for OECD-området forventninger til innhenting. Innhenting i realøkonomien for OECD under ett har vært kraftig og den realøkonomiske veksten er nær trendvekst. Forventningene steg fra innhenting til ekspansjon. Nå er denne forventningen fremdeles sterk, men stabil. Inntjeningen i selskapene i det globale aksjemarkedet steg raskere enn den realøkonomiske utviklingen, og forventningene er også der til videre sterk vekst. Makroøkonomisk vekst garanterer ikke at inntjeningsveksten holder seg, men understøtter en positiv utvikling fundamentalt sett.

De tema vi her har reist i årsbrevet som aktuelle faktorer å følge med på i 2022, vil vi kunne følge opp gjennom månedsbrevene gjennom året. Takk for at du tok deg tid til å lese våre betraktninger ved inngangen til 2022.

Ansvarsbegrensning. Dette markedsbrevet uttrykker Industrifinans Kapitalforvaltnings vurderinger og markedssyn per brevs 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.