

Kvalitet står seg gjennom konjunktursyklusen

Oslo, 10. mai 2022

En refleksjon

“Even if you manage to identify a truly cheap value or reopening stock and time the rotation into that stock correctly so as to make a profit, this will not transform it into a good long-term investment. You need to sell it at a good moment — presumably when some of your fellow investors will also be doing so because its cheapness will not transform it into a good business and in the long run it is the quality of the business that you invest in which determines your returns.”

Terry Smith, Fundsmith, Annual Letter 2022

Avkastning i ulike konjunkturfaser

Kvalitetsaksjer lønner seg i det lange løp. I den sykliske fasen med realøkonomisk innhenting som fulgte koronakrisen har likevel mer sykliske aksjer gitt bedre avkastning, drevet blant annet av styrkede konjunkturer. En fase av innhenting er definert gjennom styrket realøkonomisk vekst, men som er lavere enn trendvekst.

Figuren til høyre viser differansen av annualisert avkastning for den brede kvalitetsindeksen MSCI ACWI Quality, målt mot den brede verdiindeksen MSCI ACWI Value. Avkastningsperioden er fra 2001, da MSCI etablerte de relevante indeksene. Figuren viser denne differanseavkastningen for alle faser, men også splittet opp i de ulike fasene, her definert for OECD-området.

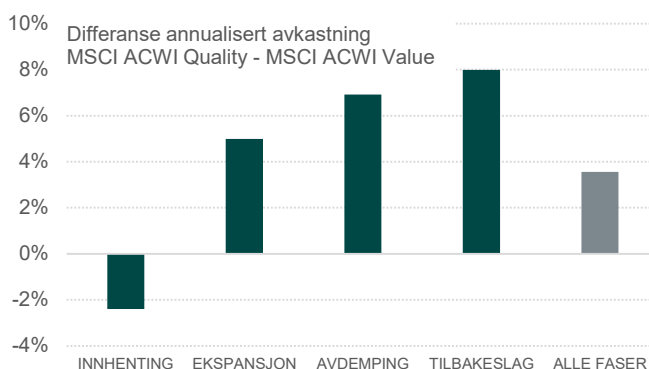
BCA Research skriver i sin rapport av 6. mai at vi er inne i fasen med høy inflasjon og stigende renter, men er på vei inn i fasen med fremdeles høy, men svekket inflasjon. De hevder at i en slik fase mister mer sykliske aksjer som energi og materialer sin medvind, mens forbruk og finans får større fokus. Industrifinans søker ikke forvaltere med sektorvalg, men forvaltere med aksjevalg basert på kvalitetsfilosofi. Sektorene energi og materialer er i mindre grad representert blant kvalitetsaksjene.

Figuren har egentlig to hovedpoeng:

- 1) Søylen ytterst til høyre i figuren indikerer at kvalitet på lang sikt har gitt bedre avkastning enn sykliske aksjer gjennom konjunktursyklusen.

- 2) Dersom investor vurderer risikoen ved at konjunktursyklusen går inn i en fase med mer avdempet vekst, har kvalitetsaksjer vært et bedre sted å være investert enn sykliske aksjer.

Kvalitet slår syklisk når realøkonomisk vekst svekkes



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

BCA forventer likevel ikke at inflasjonen skal falle helt tilbake til de lave nivåene observert de senere år. Energi- og logistikkutfordringene har gitt en ekstra sterk inflasjon, men den underliggende inflasjonen har også steget etter mange år med målrettet penge- og finanspolitikk. For en langsiktig investor, er dog ikke siste makroanalyse det mest sentrale. Søylen ytterst til høyre i figuren viser at kvalitetsaksjer har gitt bedre avkastning enn mer sykliske aksjer så langt vi har data.

Kommentarer til markedsavkastningen

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 7,3 % hittil i år per 30. april, målt i NOK. Tilsvarende indeks valutastikret til NOK har falt 11,4 %, mens Oslo Børs Fondsindeks har falt 0,1 % i samme periode.

Målt i USD per 30. april var Oljeprisen Brent Blend 109,34. Den har steget 40,6 % hittil i år og holder seg på nivået over USD 100 som i perioden før oljeprisfallet i 2014.

Det har i perioden vært et naturlig fokus på gasspriser, og referanseprisen Natural Gas Dutch TTF har steget 49,6 % hittil i år, per 30. april, målt i EUR. Prisen var adskillig høyere i mars, men falt tilbake i april.

Verdifallet i obligasjoner høy kredittverdighet har vært markant. Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP Norwegian RM1-RM3 Duration 3 Index NOK, har falt 2,3 % hittil i år per 30. april målt i NOK. Bloomberg Global Aggregate har falt

7,5 % i tilsvarende periode og valuta. Forskjellen mellom norske og globale obligasjoner med høy kredittverdighet kan for en stor del tilskrives at de globale obligasjonene hadde en rentedurasjon på 7,5 år ved nyttår, mens den norske indeksen har en fast rentedurasjon på rundt 3 år.

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 skiftet om lag ved nyttår. Nå er det etablert en vei mot normalisering av pengepolitikken. Selv om inflasjonen kan være forbigående ekstra høy, er det en etablert forventning om at den mer langsiktige inflasjonen har styrket seg nok til at pengepolitikken er berettiget. Markedsaktører er i gang med å justere markedsverdiene i lys av endringene. Det er noe variasjoner mellom de store sentralbankene.

I mange år var det stort fokus på sentralbankenes oppkjøp av verdipapirer. Fra og med neste måned starter Federal Reserve å redusere balansen ved å reinvestere mindre beløp enn de obligasjoner som forfaller. Etter rentemøtet i mai er planen å redusere den amerikanske balansen av kvantitative lettelselser med om lag 5 % innen nyttår. **Figuren** til høyre viser summen av balanseverdiene for de amerikanske, europeiske, britiske og japanske sentralbankene.

Den europeiske sentralbanken holder renten uendret, men avslutter etter planen kjøp av verdipapirer i tredje kvartal.

Den japanske sentralbanken opprettholder imidlertid sine kvantitative lettelselser, som har som mål å holde løpende renteavkastning for japanske 10-års statsobligasjoner rundt 0 %.

Den kinesiske sentralbanken har på den andre siden gitt lettelselser i pengepolitikken for å dempe på konsekvensene av nedstengninger, og næringslivsindikatorer som PMI viser fallende trend i produksjonen.

Verdsettingen har falt fra høye nivåer. Hittil rapportert inntjening for første kvartal for den brede verdensindeksen

Konklusjon

Vi anbefaler som tidligere å være langsiktig investert i gode selskaper i tråd med vår kvalitetsorienterte investeringsfilosofi. Taktisk allokering vurderer vi slik:

Sentralbanklikviditeten forventes å normalisere seg. Det er fortsatt høy inflasjon med tilhørende forventninger til renteoppgang og reduksjon av sentralbankbalanser. Sentralbanklikviditet har blitt en sentral faktor for verdipapirmarkedene.

Verdsettingen er redusert etter markedsfallet, fordi markedsverdiene har falt mer enn inntjening og kontantstrømmer, som

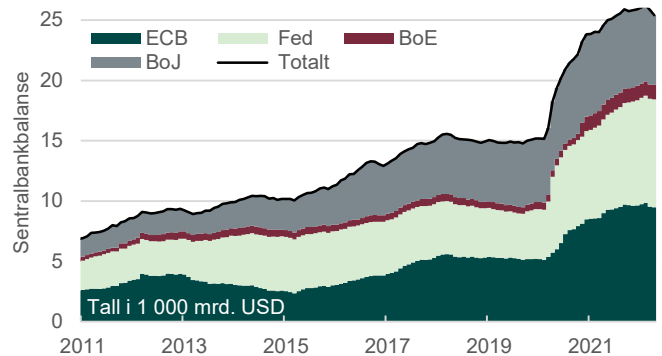
Norske høyrenteobligasjoner, målt ved NBP HYNK, har derimot steget 1,7 % hittil i år, valutasikret til NOK. Bloomberg Global High Yield har derimot falt 8,6 %. Også for denne indeksen er durasjonen betraktelig høyere for den globale indeksen med 4,2 år versus 1,0 år for den norske indeksen.

MSCI ACWI har falt noe tilbake fra fjerde kvartal. Vi følger derfor ekstra med på hvordan fundamental inntjening og kontantstrøm vil utvikle seg videre.

Sentimentet er negativt igjen. Dette kan måles på flere måter og er ofte en forsinket indikator som først lyser når en trend er etablert. Brede markedsindekser for USA og Europa er under sine glidende gjennomsnitt.

Det finnes også sentimentindikatorer som bygger på spørreundersøkelser. American Association of Individual Investor sin spørreundersøkelse viser at andelen optimister har falt. State Street Investor Confidence måler aktuell risikotakning blant institusjonelle investorer. Denne viser i dag ingen ekstreme utslag, men at institusjonelle investorer begynte å redusere risikoen i desember. Vi har ikke funnet at disse målingene har en tydelig predikativ kraft, men tar de med i vurderingen.

Sentralbankbalansene har nådd en topp



Kilde: Industrifinans, Bloomberg

et resultat av økt neddiskonteringsrate. Renteoppgangens påvirkning for inntjening og kontantstrømmer er vippepunktet for videre utvikling på kort til mellomlang sikt.

Sentimentet er negativt og preget av forventninger til kontrollert normalisering av pengepolitikken, men myk landing i realøkonomien.

Vi vurderer allokeringen fortløpende. Markedsutviklingen har i sum resultert i en svak undervekt i aksjer, og vi tar ingen nye, taktiske posisjoner.

Relevante markedsindikatorer per 30. april 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd (NOGOV3DM)	0,2 %	0,2 %	0,3 %	0,6 %	3,5 %	6,5 %	1,57 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	0,1 %	-1,8 %	-2,3 %	-2,7 %	3,2 %	6,9 %	3,22 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	1,1 %	1,2 %	1,7 %	6,1 %	13,7 %	26,4 %	7,00 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-2,8 %	-6,1 %	-7,5 %	-6,6 %	0,3 %	4,6 %	2,57 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-3,7 %	-6,5 %	-8,6 %	-7,6 %	0,2 %	5,9 %	7,40 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1,5 %	3,1 %	-0,1 %	9,7 %	39,9 %	72,6 %	1 200,52
Oslo Børs Hovedindeks	-1,7 %	5,5 %	3,2 %	15,2 %	40,7 %	77,7 %	1 239,82
Oslo Børs Small Cap Index	-3,1 %	1,6 %	-4,0 %	-0,4 %	30,0 %	34,3 %	854,01
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-5,2 %	-3,9 %	-2,1 %	27,2 %	76,7 %	135,6 %	3 498,30
VINX Benchmark Cap	-0,6 %	-4,0 %	-12,8 %	0,7 %	49,4 %	66,9 %	--
MSCI ACWI	-1,8 %	-3,4 %	-7,3 %	6,7 %	42,5 %	71,9 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-7,0 %	-7,1 %	-11,4 %	-2,8 %	--	--	--
MSCI World	-2,1 %	-3,1 %	-7,4 %	8,9 %	46,5 %	77,5 %	--
MSCI World Hedged NOK	-1,1 %	-1,8 %	-5,8 %	12,1 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	0,8 %	-5,5 %	-6,5 %	-7,8 %	16,3 %	35,1 %	--
MSCI Frontier Markets	3,9 %	-2,0 %	-4,6 %	12,4 %	30,5 %	40,5 %	--
MSCI Europe (EMEA)	0,6 %	-3,4 %	-7,0 %	5,3 %	25,5 %	39,2 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	7,8 %	-19,5 %	-17,6 %	-1,7 %	5,1 %	17,2 %	--
MSCI North America	-2,8 %	-3,3 %	-7,8 %	11,1 %	57,9 %	100,3 %	--
MSCI Emerging Latin America	-7,1 %	8,8 %	17,9 %	17,0 %	3,5 %	16,3 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	1,1 %	-1,8 %	-4,9 %	-7,3 %	21,4 %	42,4 %	--
MSCI Japan	-2,6 %	-5,3 %	-9,3 %	-2,2 %	19,4 %	32,7 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-6,5 %	-12,8 %	-16,6 %	-13,8 %	24,0 %	38,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-5,0 %	-9,4 %	-16,0 %	-9,1 %	37,1 %	69,8 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	7,2 %	5,1 %	2,7 %	18,6 %	35,2 %	49,1 %	--
MSCI ACWI Energy	5,4 %	11,7 %	27,4 %	55,7 %	24,7 %	40,9 %	--
MSCI ACWI Financials	-2,1 %	-4,9 %	-2,8 %	9,9 %	27,3 %	44,8 %	--
MSCI ACWI Health Care	1,7 %	4,7 %	-2,4 %	16,3 %	56,7 %	83,7 %	--
MSCI ACWI Industrials	-2,0 %	-2,4 %	-8,1 %	2,3 %	29,4 %	50,2 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-5,8 %	-9,0 %	-15,7 %	6,3 %	86,3 %	171,3 %	--
MSCI ACWI Materials	0,3 %	5,8 %	2,8 %	10,9 %	55,1 %	76,9 %	--
MSCI ACWI Real Estate	2,7 %	2,0 %	-3,3 %	12,7 %	22,3 %	44,1 %	--
MSCI ACWI Utilities	3,5 %	6,7 %	4,4 %	17,8 %	35,2 %	59,7 %	--
USDNOK	6,8 %	5,5 %	6,5 %	12,9 %	8,8 %	9,4 %	9,39
EURNOK	1,7 %	-1,1 %	-1,3 %	-1,1 %	2,2 %	5,7 %	9,89
GBPNOK	2,1 %	-1,3 %	-1,1 %	2,7 %	5,0 %	6,3 %	11,81
SEKNOK	2,2 %	0,1 %	-1,8 %	-2,8 %	5,1 %	-1,4 %	0,96
Bloomberg Commodity	4,1 %	20,2 %	30,7 %	43,5 %	63,8 %	62,7 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	3,8 %	15,9 %	22,2 %	26,3 %	74,8 %	41,3 %	--
Bloomberg Industrial Metal	-6,3 %	11,7 %	15,0 %	28,1 %	71,1 %	86,9 %	--
Brent Crude (ICE)	1,3 %	19,9 %	40,6 %	62,6 %	50,2 %	111,4 %	109,34
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	13,3 %	34,1 %	32,7 %	54,8 %	36,1 %	45,9 %	94,63
Gull spot	-2,4 %	5,6 %	3,7 %	7,2 %	47,8 %	49,6 %	1 896,93
Aluminium spot	-12,9 %	-0,6 %	8,1 %	26,0 %	70,1 %	59,4 %	3 032,50
Kobber spot	-5,8 %	2,0 %	0,3 %	-0,6 %	52,0 %	71,1 %	9 770,50

Alle avkastningstall er i NOK uten valutasingning, 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 aktivaklasser, 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.