

Første halvår i et historisk lys

Oslo, 7. juli 2022

En refleksjon

“In the short run, the market is a voting machine but in the long run, it is a weighing machine.”

«The Intelligent Investor», Benjamin Graham, første gang publisert 1949

Markedet har falt, men burde investor egentlig ha byttet bort kvalitetsaksjer?

Første halvår 2022 har gitt blant de mest negative markedsavkastningene i nyere historie. Figuren til høyre viser hvor ofte ulike nivåer av avkastning har inntruffet for tilsvarende periode for alle årene fra 1928 til 2022 for S&P 500, målt i USD. Som det framgår er det kun fire ganger på disse 95 årene at denne brede amerikanske aksjeindeksen har falt mer enn 20 % i første halvår. Den internasjonale indeksen MSCI World har siden oppstart 1986 ikke hatt sterkere fall i lokal valuta for første halvår enn hva vi så i år.

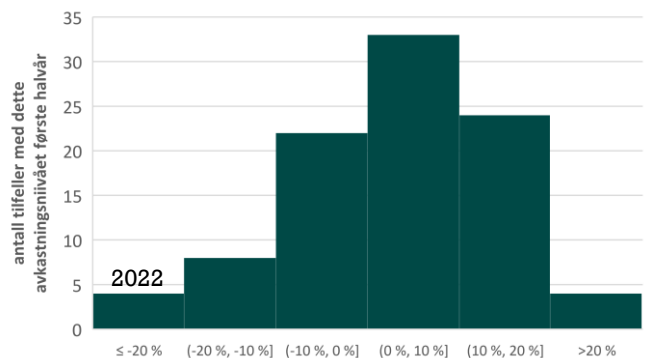
Halvåret har vært preget av at forventningene til pengepolitikken har gått fra ultraekspansiv til normalisering. Da inflasjonen har vært høy, har styringsrenter blitt satt opp fra lave nivåer, og investorer har opplevd et tydelig fall også i sine obligasjonsverdier. BCA Research sin nyeste Bank Credit Analyst hevder at verdireduksjonen totalt sett i markedet, målt i dollar heller enn prosent, var større enn under koronakrisen og finanskrisen.

Inflasjonen har blant annet vært drevet av råvarepriser. Dette har også drevet den relative avkastningen til mer sykliske aksjer, i motsetning til kvalitetselskaper med god og stabil eller stabilt voksende egenkapitalavkastning. Sistnevnte type aksjer har vært mer sensitive for renteoppgangen og gitt relativt svakere avkastning. Blant annet har flere oljeselskaper gitt langt sterkere avkastning enn veletablerte teknologiselskaper.

Samtidig kan en kvalitetsinvestor spørre seg hvorvidt vedkommende, på tross av ovennevnte, ville ha byttet bort gode kvalitetselskaper med høye og stabile bruttomarginer og egenkapitalavkastning. Er det egentlig mer attraktivt for en

langsiktig investor å erstatte sterke forretningsmodeller i selskaper med god inntjeningsutvikling i et voksende sluttmarked med et råvareselskap, som eksempelvis et oljeselskap hvor inntjening svinger med oljeprisen? En langsiktig investor kan heller dra nytte av fundamental verdiskapning over tid. Skulle en investor likevel velge å bytte, ville det store spørsmålet være hvor lenge de nåværende råvareprisene holder seg.

S&P 500 - avkastning første halvår i perioden 1928 - 2022



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, 07.07.22

I juni endret den relative avkastningen seg. Det var fremdeles et markedsfall, men fokuset skiftet fra stigende renter til svakere realøkonomi. I et slikt sentiment var kvalitetsaksjer relativt sterkere. I det lange løp vil markedet verdsette, som Graham sa det, den tyngden som finnes i gode selskaper.

Flere kommentarer til den svake markedsavkastning første halvår

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI valutaskretet til NOK, har falt 18,4 % hittil i år per 30. juni. Dette er ikke langt unna markedsfallet til S&P 500 som nevnt over. For investorer som har investert i åpen valuta, har svekkelse av kronen dog dempet fallet. Tilsvarende indeks i åpen valuta har falt 10,8 %. Oslo Børs Fondsindeks var lenge sterkere enn den globale aksjeindeksen, men endte første halvår med et fall på 8,2 %. Hele fallet for Oslo Børs Fondsindeks kom i juni.

Per 30. juni var Oljeprisen Brent Blend USD 114,8. Den har steget 47,6 % hittil i år, selv etter et fall på 6,5 % i juni. Den holder seg foreløpig på nivået over USD 100 som i perioden før oljeprisfallet i 2014. På tross av dette har Oslo Børs falt.

Andre råvarer har hatt en mer blandet utvikling, hvor blant annet Bloomberg Industrial Metals Index er ned 9,6 % i første halvår, målt i USD. På den annen side er Bloomberg Agriculture and Livestock Index opp 10,5 % i samme periode og valuta. Felles for begge indeksene er kraftige fall i juni.

Verdifallet i obligasjoner høy kredittverdighet har vært markant. Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP RM123D3, har falt 3,9 % hittil i år, målt i NOK. Også for denne indeksen ble det et tydelig fall i juni, med nedgang på 1,5 %. På den annen side har løpende renteavkastning for denne sentrale referanseindeksen for norske obligasjonsfond steget markant, fra 2,1 % ved nyttår til 4,0 % per 30. juni.

Det kan muligens virke underlig at de mer trygge obligasjonene har falt mer enn høyrente i første halvår. Norske høyrenteobligasjoner, målt ved NBP HYNK, har til sammenligning falt 0,4 % hittil i år per 30. juni. Løpende renteavkastning har steget fra 6,2 % ved nyttår til 8,8 % per 30. juni. Årsaken til at den mye brukte NBP RM123D3 for trygge obligasjoner har falt mest er hovedsakelig at rentedurasjonen er lenger. For den som er mer ukjent med rentebegrepene, kan dette forenkles til at når lånene varer

lengre, betyr en renteoppgang mer. Referanseindeksen NBP RM123D1, for obligasjoner med høy kredittverdighet, men med rentedurasjon tilsvarende høyrenteindeksen, har tilsvarende kun falt 0,6 % hittil i år per 30. juni.

MSCI ACWI finnes også inndelt etter investeringsstil. Stilindeksen for kvalitet har falt 15,5 % hittil i år per 30. juni, mens verdiindeksen har falt 2,1 % i samme periode, begge målt i NOK. Stilindeksen for vekstaksjer har falt 19,5 % i samme periode og valuta. Det har vært stor spredning mellom de ulike stilene de fem første månedene. Årsaken anses å være at kvalitetsstilen og vekststilen har vært mer sensitive til renteoppgangen. For juni var derimot avkastningen for alle stilindeksene nesten identisk med den brede indeksen MSCI ACWI. Årsaken er at fokuset til en viss grad har skiftet fra bekymring for økende renter til usikkerhet knyttet til inntjening, perioder hvor kvalitetsaksjer gjerne står seg relativt sett bedre.

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 fortsetter sin vei i retning av normalisering, hva pengepolitikk angår. Figuren til høyre viser hvilke forventninger til amerikansk styringsrente som prises i markedet for derivathandelen. Det første punktet viser dagens effektive styringsrente på rundt 1,6 %. Denne forventes vil stige til en topp i 2023 opp mot 3,5 %, før den igjen reduseres i retning 2,5 %, ikke så langt unna det langsiktige inflasjonsmålet for den amerikanske sentralbanken Federal Reserve (Fed).

Verdipapirkjøpene i programmene for kvantitative lettelser er over i USA. Fed har om lag USD 8500 milliarder i verdipapirer og har en [plan](#) om å la noe av dette forfalle uten reinvestering i et tempo som tilsvarer en reduksjon på USD 570 milliarder årlig. Den europeiske sentralbanken har offisielt [varslet](#) første renteheving i juli og har avsluttet verdipapirkjøpene. Den japanske sentralbanken fortsetter med nødvendig verdipapirkjøp for å holde løpende renteavkastning for 10-årige statsobligasjoner nær null.

Inflasjonsforventningene i USA for neste 10 årsperiode har falt og ligger nå nær Fed sin målsetning. Usikkerheten i pengepolitikken er mer knyttet til hvor fort den normaliseres og hvorvidt den først må bli kontraktiv for å håndtere inflasjonen, før den går tilbake til et langsiktig, normalnivå.

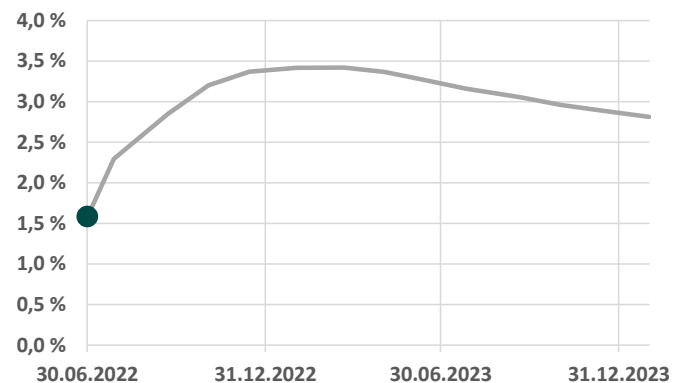
Konklusjon

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. Inflasjonen og langsiktige inflasjonsforventninger er over en topp.

Verdsettingen har falt ved at markedsverdiene i gjennomsnitt falt betydelig mer enn rullerende siste 12 måneders rapportert inntjening og kontantstrøm. Verdsettingen er ikke direkte lav, men den er generelt lavere enn under koronakrisen. Dette tilskrives generelt renteoppgangen som har hevet neddiskonteringsrenten.

Markedsforventninger til amerikansk styringsrente



Kilde: Industrifinans, Bloomberg, 07.07.22

Sentimentet er negativt, ved at store markeder har indeksverdier godt under glidende gjennomsnitt. Etter siste tiders fall, inkluderer dette også Oslo Børs. Sentimentet blant investorer er også negativt.

Verdsettingen er lavere, blant annet som et resultat av økt neddiskonteringsrate. Utviklingen for inntjeningen og kontantstrømmer er en avgjørende faktor for videre utvikling på kort til mellomlang sikt. Sentimentet er negativt.

Vi gjør ingen taktisk rebalansering.

Relevante markedsindikatorer per 30. juni 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	siste mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs/yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd (NOGOV3DM)	-0,1 %	0,1 %	0,2 %	0,4 %	3,2 %	6,1 %	2,25 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet (RM123D3)	-1,5 %	-1,5 %	-3,9 %	-4,3 %	0,9 %	4,6 %	3,97 %
NBP høyrenteobligasjoner (HYNK)	-1,8 %	-1,0 %	-0,3 %	2,5 %	10,9 %	23,3 %	8,82 %
Bloomberg Global Aggregate Hedged NOK	-1,6 %	-4,6 %	-9,2 %	-8,9 %	-3,9 %	2,5 %	2,91 %
Bloomberg Global High Yield Hedged NOK	-7,4 %	-11,2 %	-15,7 %	-16,0 %	-9,1 %	-3,0 %	9,48 %
Oslo Børs Fondsindeks	-10,1 %	-9,5 %	-8,2 %	-2,9 %	30,3 %	59,9 %	1 103,24
Oslo Børs Hovedindeks	-9,1 %	-7,2 %	-2,6 %	4,4 %	35,4 %	67,5 %	1 170,28
Oslo Børs Small Cap Index	-9,9 %	-7,0 %	-7,9 %	-5,0 %	31,3 %	32,8 %	819,47
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-8,0 %	-15,6 %	-12,8 %	7,9 %	53,3 %	107,8 %	3 114,48
VINX Benchmark Cap	-7,4 %	-8,1 %	-19,4 %	-12,9 %	39,4 %	50,1 %	--
MSCI ACWI	-3,7 %	-5,5 %	-10,8 %	-3,5 %	38,3 %	65,6 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-7,7 %	-14,4 %	-18,4 %	-13,3 %	--	--	--
MSCI World	-4,0 %	-6,1 %	-11,2 %	-1,9 %	41,4 %	70,8 %	--
MSCI World Hedged NOK	-8,1 %	-15,1 %	-18,9 %	-12,0 %	--	--	--
MSCI Emerging Markets	-1,9 %	-0,8 %	-8,0 %	-14,5 %	17,4 %	31,5 %	--
MSCI Frontier Markets	-0,5 %	-3,4 %	-11,3 %	-5,4 %	17,4 %	28,1 %	--
MSCI Europe (EMEA)	-5,3 %	-4,2 %	-11,5 %	-5,7 %	19,8 %	31,4 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	-5,0 %	-4,1 %	-26,7 %	-21,5 %	-9,8 %	9,8 %	--
MSCI North America	-3,7 %	-6,8 %	-11,6 %	-0,3 %	52,8 %	93,8 %	--
MSCI Emerging Latin America	-12,8 %	-12,5 %	11,1 %	-3,9 %	-5,1 %	14,7 %	--
MSCI AC Asia Pacific ex Japan	-0,9 %	0,2 %	-5,8 %	-12,2 %	22,9 %	38,8 %	--
MSCI Japan	-3,2 %	-4,4 %	-10,9 %	-8,3 %	19,0 %	28,8 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-2,6 %	-8,3 %	-18,2 %	-19,7 %	25,3 %	38,5 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-2,9 %	-10,7 %	-21,0 %	-18,6 %	31,4 %	62,3 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	1,6 %	5,0 %	0,6 %	9,2 %	32,6 %	46,8 %	--
MSCI ACWI Energy	-9,9 %	6,2 %	28,3 %	39,0 %	28,8 %	50,6 %	--
MSCI ACWI Financials	-5,4 %	-5,7 %	-6,4 %	0,8 %	24,6 %	37,8 %	--
MSCI ACWI Health Care	2,0 %	3,9 %	-0,3 %	9,3 %	55,9 %	84,0 %	--
MSCI ACWI Industrials	-3,7 %	-6,1 %	-12,0 %	-6,9 %	25,0 %	43,9 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-5,8 %	-12,3 %	-21,5 %	-8,9 %	76,8 %	150,5 %	--
MSCI ACWI Materials	-10,7 %	-10,2 %	-8,0 %	-4,0 %	37,7 %	60,3 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-2,3 %	-3,7 %	-9,2 %	-0,5 %	14,1 %	35,1 %	--
MSCI ACWI Utilities	-1,9 %	4,0 %	4,9 %	18,2 %	33,6 %	60,1 %	--
USDNOK	5,1 %	12,0 %	11,7 %	14,5 %	15,5 %	18,0 %	9,85
EURNOK	2,6 %	6,1 %	3,0 %	1,1 %	6,4 %	8,2 %	10,32
GBPNOK	1,6 %	3,7 %	0,5 %	0,7 %	10,7 %	10,3 %	11,99
SEKNOK	-0,1 %	2,9 %	-1,0 %	-4,3 %	4,8 %	-2,7 %	0,96
Bloomberg Commodity	-10,8 %	-5,7 %	18,4 %	24,3 %	49,5 %	49,6 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	-7,8 %	-6,1 %	10,5 %	15,3 %	50,6 %	26,1 %	--
Bloomberg Industrial Metal	-16,0 %	-26,4 %	-9,6 %	0,2 %	40,1 %	43,6 %	--
Brent Crude (ICE)	-6,5 %	6,4 %	47,6 %	52,8 %	72,5 %	139,6 %	114,81
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	2,4 %	16,6 %	36,6 %	62,1 %	52,0 %	41,3 %	97,43
Gull spot	-1,6 %	-6,7 %	-1,2 %	2,1 %	28,2 %	45,6 %	1 807,27
Aluminium spot	-12,0 %	-30,3 %	-13,5 %	-3,3 %	36,3 %	26,8 %	2 426,00
Kobber spot	-12,6 %	-20,4 %	-15,3 %	-11,7 %	38,0 %	39,3 %	8 254,25

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 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,