

Langsiktige, velfunderte investeringer

Oslo, 7. september 2022

En refleksjon

“Ultimately, I believe most investors have their eye on the wrong ball. One of the biggest changes I’ve witnessed in my career is the incredible shortening of investors’ time horizons. But one quarter’s or one year’s performance is meaningless at best and a harmful distraction at worst.”

“Investors need to stay away from the herd to outperform”, Howard Marks, medgrunnlegger i Oaktree, Financial Times, 29.7.22

Eie selskaper med sterke fortrinn over lang tid

Den erfarne forvalteren Howard Marks argumenterer godt og tydelig i sin artikkel, som ble publisert i Financial Times i sommer. Er det ønskelig å få bedre avkastning enn resten, må investors tenkning være (a) annerledes og (b) bedre enn andre investorers tenkning.

Marks tydelige råd er å bli annerledes ved å fri seg fra markedets fokus på kortsiktige resultater og bli bedre ved å fokusere på de ting som virkelig betyr noe i det lange løp.

Selskapskarakteristika som betyr noe for langsiktig avkastning er tema i artikkelserien «[Extreme Stock Market Performers](#)» fra juli 2020, av professor Hendrik Bessembinder. Prof. Bessembinder analyserer her den langsiktige selskapsavkastningen ved å fokusere på tiår av gangen, heller enn måneder. Det er ikke lett å forutse avkastning, men de karakteristika som sterkest kunne kobles med høyest avkastning over følgende tiår, stemmer godt overens med sunt investeringsvett. Noen lærdommer er:

1. De selskaper som gav svært sterk avkastning over ett tiår, hadde i snitt høyere investeringer i forskning og utvikling

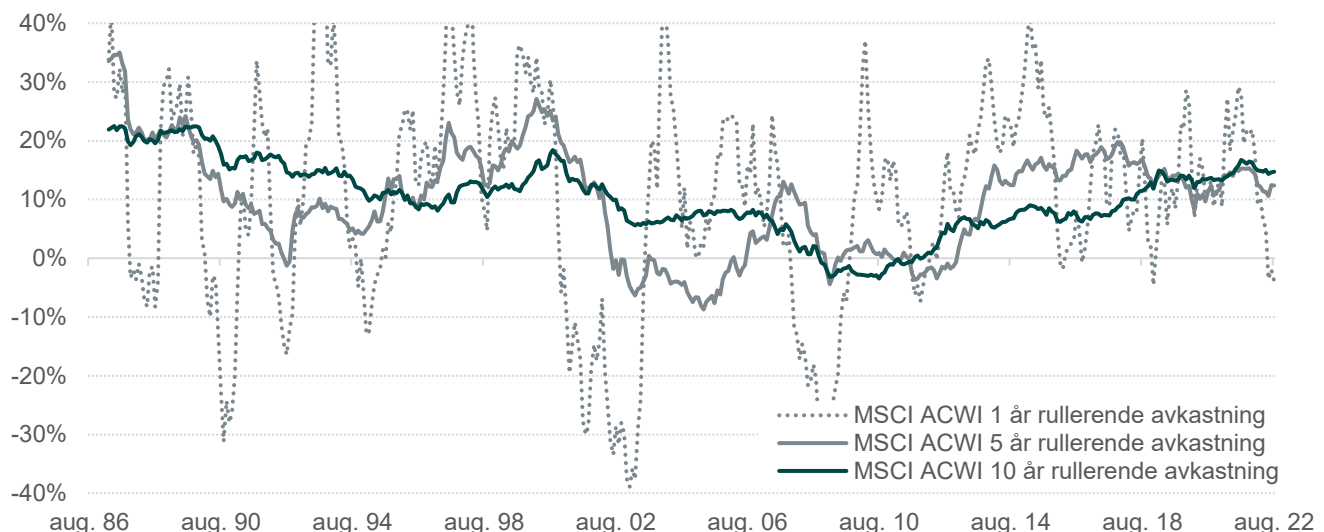
foregående tiår. Motsatt var tilfelle for selskapene med svakest avkastning.

2. Høy belåning var en fremtredende karakteristika blant selskapene med svakest avkastning følgende tiår.
3. Selskaper med den høyeste langsiktige avkastningen var ofte representert blant selskaper med høy inntjening.

Langsiktighet i investors aktivaallokering, som Howard Marks anbefaler, går parallelt med enkelt-selskapenes gode anvendelse av investert kapital. Figuren under illustrerer hvordan aksjeavkastningen svinger over kort tid, men er sjelden negativ på lang sikt. Med markedsfallet i 2022 er siste 12 måneders avkastning like under null per 31. august, men siste 5 års og 10 års avkastning er lite berørt.

Vi søker derfor å vite hva vi eier, slik at vi i tråd med refleksjonen og artiklene kan allokere langsiktig kapital til selskaper med strategiske fortrinn og beholde investorblikket rettet langt framover.

Langsiktig allokering til aksjemarkedet



Kilde: Bloomberg, MSCI, Industrifinans – MSCI ACWI er lenket med MSCI World for perioden forut for 1999

Kommentarer til markedsavkastning hittil i år

Den brede verdensindeksen for aksjer, MSCI ACWI, har falt 7,4 % hittil i år per 31. august, målt i NOK. For investorer som har søkt valutasikring, har fallet vært større, med 15,4 % i samme periode for MSCI ACWI Hedged NOK. Oslo Børs Fondsindeks har falt 2,8 % i samme periode. Equinor har hatt en oppgang på 67 % pr 31.8.2022, og uten Equinor hadde fondsindeksen hatt et fall på 7,6 % hittil i år.

Energikrisen har gitt særdeles store avkastningsforskjeller mellom sektorene. MSCI ACWI Energy har steget 40,7 % hittil i år per 31. august, i NOK, mens den tidligere så sterke MSCI Information Technology har falt 16,2 %.

Råvarer har tidligere i år generelt steget kraftig i pris. Flere av disse har likevel moderert seg senere. Bloomberg Commodity

Index, som er en bred samleindeks for råvarer, har steget 23,6 % målt i USD, hittil i år per 31. august.

Norske kredittobligasjoner, målt ved NBP NORM123D3, har falt 4,9 % hittil i år, målt i NOK. På den annen side har løpende renteavkastning steget markant, fra 2,1 % ved nyttår til 4,6 % per 31. august. Underliggende statsrenter har steget, og kredittpåslaget har steget fra 36 til 90 basispunkter. Dette er et høyt kredittpåslag i indeksens historikk siden oppstart 31.12.14, kun overgått av kredittpåslaget ved oljeprisfallet i 2015 og koronakrisen i 2020.

Av stillindeksene har MSCI ACWI Value og MSCI ACWI Minimum Volatility klart seg best hittil i år per 31. august.

Likviditet, verdsetting og sentiment

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

Likviditeten fra de store sentralbankene har ikke endret seg mye siden vårt markedsbrev i august, da det ikke har vært nye møter i den europeiske eller amerikanske sentralbanken. Jerome Powell, sentralbanksjef i USA, gav likevel et viktig signal i sin tale 26. august i det velkjente, årlige sentralbankseminaret i Jackson Hole. Han poengterte at det fremdeles er viktig å bekjempe inflasjonen. Denne talen var medvirkende til den påfølgende markedsuroen.

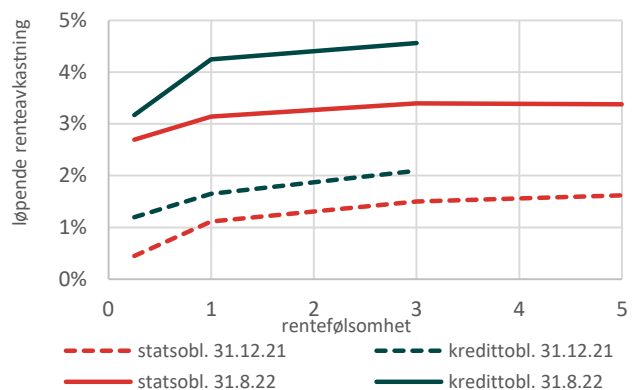
Norges Bank satte opp styringsrenten fra 1,25 til 1,75 prosent den 18. august. Også i Norge er tonen fra sentralbanken at videre renteoppgang kan være nødvendig. Figuren til høyre viser hvordan den norske rentekurven har beveget seg siden nyttår. Oppgangen har spesielt preget norske obligasjoner med høy kredittverdighet.

Finansielle rammevilkår er rundt normalnivå i USA, hverken spesielt ekspansive eller kontraktive.

Verdsettingen i aksjemarkedet har falt hittil i år ved at markedsverdiene i gjennomsnitt har falt mot fortsatt stabil eller stigende 12 måneders rapportert inntjening. Verdsettingen i rentemarkedet har også falt, spesielt med hensyn til kredittpåslaget til obligasjoner med høy kredittverdighet, som i

Norge er blant de tre høyeste siden 2014. Det kan observeres i figuren under ved at avstanden mellom de mørkegrønne kredittrentene og de røde statsrentene har økt siden nyttår.

Utvikling i den norske rentekurven



Kilde: Nordic Bond Pricing, Industrifinans

Sentimentet er negativt, ved at USA og Europa har indekssverdier både under glidende 200-dagers, 100-dagers og 50-dagers gjennomsnitt.

Konklusjon

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

Sentralbanklikviditeten er stadig nærmere normalnivå. Markedet forventer ytterligere normalisering og en periode med kontraktiv pengepolitikk som skal temme inflasjonen.

Verdsettingen er lavere enn ved årsskiftet, blant annet som et resultat av økt neddiskonteringsrate. Inntjeningsutviklingen vil være en avgjørende faktor for avkastning på kort til mellomlang sikt.

Sentimentet er negativt.

Vi gjør ingen taktiske endringer.

Relevante markedsindikatorer per 31. august 2022

Avkastningsperiode, ikke annualisert:	1 mnd	3 mnd	hittil i år	12 mnd	3 år	5 år	kurs / yield
NBP statsobligasjoner 3 mnd	0,1 %	0,2 %	0,4 %	0,4 %	1,6 %	2,9 %	2,69 %
NBP Standard Liquidity Index	0,2 %	0,3 %	0,5 %	0,7 %	3,2 %	6,1 %	3,17 %
NBP obligasjoner, høy kredittverdighet	-1,9 %	-2,5 %	-4,9 %	-5,6 %	-1,1 %	2,9 %	4,56 %
NBP høyrenteobligasjoner	2,5 %	1,2 %	2,8 %	4,4 %	13,3 %	24,6 %	8,59 %
Bloomberg Barclays Global Aggregate Hedged NOK	-2,8 %	-2,0 %	-9,5 %	-10,2 %	-7,1 %	1,0 %	3,10 %
Bloomberg Barclays Global High Yield Hedged NOK	-1,3 %	-4,6 %	-13,1 %	-14,1 %	-5,6 %	-1,4 %	8,98 %
Oslo Børs Fondsindeks	-1,4 %	-4,8 %	-2,8 %	0,7 %	37,4 %	61,4 %	1 167,44
Oslo Børs Hovedindeks	-0,4 %	-3,0 %	3,9 %	9,4 %	45,0 %	68,8 %	1 248,67
Oslo Børs Small Cap Index	-0,5 %	-3,2 %	-1,0 %	1,0 %	47,1 %	39,7 %	880,63
Oslo Børs Egenkapitalbevisindeks	-1,9 %	-6,3 %	-11,2 %	7,1 %	58,4 %	93,2 %	3 173,14
VINX Benchmark Cap	-5,5 %	-6,1 %	-18,3 %	-17,7 %	39,3 %	56,5 %	--
MSCI ACWI	-1,1 %	0,0 %	-7,4 %	-3,9 %	37,2 %	79,2 %	--
MSCI ACWI Hedged NOK	-3,0 %	-4,3 %	-15,4 %	-13,0 %	--	--	--
MSCI World	-1,6 %	0,1 %	-7,4 %	-2,9 %	40,1 %	86,7 %	--
MSCI World Hedged NOK	-3,5 %	-4,4 %	-15,6 %	-12,4 %	--	--	--
MSCI Emerging World	3,1 %	-0,9 %	-7,1 %	-10,6 %	18,0 %	31,7 %	--
MSCI Frontier World	4,5 %	3,4 %	-7,8 %	-4,7 %	13,1 %	35,1 %	--
MSCI Developed Europe (EMEA)	-3,7 %	-6,1 %	-12,2 %	-10,4 %	16,3 %	35,9 %	--
MSCI Emerging Europe (EMEA)	3,1 %	0,7 %	-22,3 %	-21,6 %	-5,1 %	13,6 %	--
MSCI Developed North America	-1,4 %	1,6 %	-6,7 %	-0,8 %	51,4 %	114,9 %	--
MSCI Emerging Latin America	5,5 %	-5,8 %	19,9 %	6,2 %	4,1 %	17,5 %	--
MSCI ACWI Asia Pacific ex Japan	2,5 %	-0,3 %	-5,2 %	-8,3 %	22,6 %	41,3 %	--
MSCI Japan	0,1 %	0,5 %	-7,5 %	-7,4 %	16,6 %	41,0 %	--
MSCI ACWI Communication Services	-1,0 %	-3,7 %	-19,1 %	-23,9 %	15,7 %	42,2 %	--
MSCI ACWI Consumer Discretionary	-1,0 %	5,5 %	-14,2 %	-10,7 %	35,4 %	86,9 %	--
MSCI ACWI Consumer Staples	0,0 %	3,4 %	2,4 %	8,3 %	22,7 %	59,5 %	--
MSCI ACWI Energy	5,0 %	-1,2 %	40,7 %	60,1 %	46,3 %	75,3 %	--
MSCI ACWI Financials	0,7 %	-2,3 %	-3,3 %	-0,3 %	27,6 %	49,2 %	--
MSCI ACWI Health Care	-3,4 %	-0,2 %	-2,4 %	0,3 %	44,4 %	91,6 %	--
MSCI ACWI Industrials	-1,2 %	1,8 %	-7,0 %	-5,0 %	28,2 %	60,9 %	--
MSCI ACWI Information Technology	-3,1 %	0,5 %	-16,2 %	-9,7 %	75,5 %	167,0 %	--
MSCI ACWI Materials	0,0 %	-9,3 %	-6,6 %	-5,6 %	40,5 %	62,2 %	--
MSCI ACWI Real Estate	-2,9 %	-1,2 %	-8,3 %	-3,8 %	6,1 %	41,1 %	--
MSCI ACWI Utilities	1,6 %	2,8 %	9,9 %	15,2 %	28,1 %	70,7 %	--
USDNOK	2,7 %	6,0 %	12,6 %	14,3 %	8,8 %	27,9 %	9,93
EURNOK	1,1 %	-0,7 %	-0,3 %	-2,6 %	-0,3 %	8,1 %	9,99
GBPNOK	-2,0 %	-2,2 %	-3,2 %	-3,5 %	4,2 %	15,1 %	11,55
SEKNOK	-2,4 %	-3,4 %	-4,3 %	-7,7 %	0,4 %	-4,8 %	0,93
Bloomberg Commodity	0,1 %	-6,9 %	23,6 %	27,7 %	60,8 %	52,1 %	--
Bloomberg Agriculture and Livestock	2,7 %	-5,9 %	12,7 %	18,5 %	69,5 %	38,2 %	--
Bloomberg Industrial Metal	-2,7 %	-16,9 %	-10,6 %	-5,0 %	35,9 %	24,5 %	--
Brent Crude (ICE)	-12,3 %	-21,5 %	24,1 %	32,2 %	59,7 %	84,2 %	96,49
Norway Salmon Exports Fresh Price (NOK/Kg)	-20,0 %	-32,1 %	-9,4 %	19,5 %	24,7 %	13,8 %	64,62
Gull spot	-3,1 %	-6,9 %	-6,5 %	-5,7 %	12,5 %	29,5 %	1 711,04
Aluminium spot	-5,4 %	-14,1 %	-15,6 %	-13,5 %	37,4 %	12,9 %	2 369,25
Kobber spot	-1,1 %	-16,9 %	-19,5 %	-17,7 %	38,7 %	16,1 %	7 845,50

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.